



James Hanford
Analista/Portfolio Manager,
Strategia Azionaria Europea di Comgest



Alistair Wittet
Analista/Portfolio Manager,
Strategia Azionaria Europea di Comgest

— Nel settembre 2023, la centenaria azienda farmaceutica danese Novo Nordisk, è stata classificata “azienda di maggior valore in Europa”

— Un mercato di clienti finali in continua crescita è molto importante per un'azienda in grado di avere una crescita sostenibile di lungo termine

AZIONARIO EUROPEO

LE AZIENDE CHE SFIDANO IL PROCESSO DI INVECCHIAMENTO: PIÙ LONGEVE, PIÙ SOLIDE, PIÙ EFFICIENTI

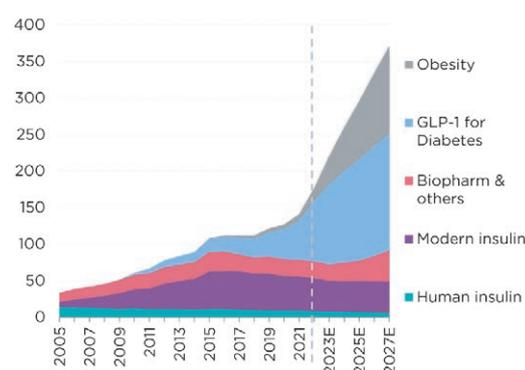
In un contesto di inflazione e tassi d'interesse elevati in Europa, alcune società di prestigio stanno dimostrando che l'età è uno stato mentale e che l'esperienza, soprattutto nel navigare in mercati difficili, è ciò che conta davvero.

Quest'anno ricorre il centenario di **Novo Nordisk**, un'azienda sanitaria danese i cui rimedi per il diabete mirano a trattare il crescente mercato finale di circa 400 milioni di pazienti in tutto il mondo. Nel corso del suo secolo di attività, l'azienda ha colto le opportunità dei mercati adiacenti che beneficiano delle sue terapie farmacologiche, passando dall'insulina al GLP-1 (un ormone che stimola l'organismo a produrre più insulina) ai prodotti per l'obesità. Grazie all'innovazione costante, quest'ultimo mercato ha aperto una strada di crescita completamente nuova che ha permesso all'azienda di diventare “l'azienda di maggior valore in Europa nel settembre 2023, superando il colosso del lusso LVMH”¹.

Anche se questo sembra un risultato significativo, Novo Nordisk non è l'unica ad aver raggiunto questo obiettivo. Nell'ambito della nostra strategia Comgest Pan Europe Large Cap Equity² (il “portafoglio Comgest Pan Europe Large Cap” o “portafoglio”), abbiamo investito in una serie di società che vantano una notevole longevità. Finora, alla data della presente pubblicazione, queste società “senior” hanno continuato a registrare una crescita sostenibile per lunghi periodi di tempo, con un'elevata visibilità degli utili.

In primo luogo, un mercato finale in crescita strutturale è molto importante per una società che ha una crescita sostenibile a lungo termine. Come mostra **L'Oréal**, i cui prodotti di bellezza sono stati introdotti per la prima volta sul mercato francese

Figure 1. Expanding into Adjacencies
Sales by Therapy Area 2005-2025e (Dkk; Bn)



Fonti: “Worldwide trends in diabetes since 1980”, The Lancet, 387:10027, pp. 1513-1530, 09-apr-2016; rapporti trimestrali di Novo Nordisk al 4-maggio-2023.



Fonte: Comgest, Getty images (L); Rapporto annuale L'Oréal 2022 (R).

¹ Willmot, Stephen. “Ozempic Maker Novo Nordisk Has a Weight Problem”, *The Wall Street Journal*, 23-ott-2023.

² Informazioni relative al Pan Europe Large Cap Equity Representative Account di Comgest, un veicolo d'investimento in pool che è stato gestito in conformità con il Composito discusso sin dall'inizio del Composito stesso. Per ulteriori informazioni, si veda la sezione *Informazioni importanti*.

— La quota di mercato di L'Oréal è passata dal 10% nel 2001 a circa il 15% nel 2022

— In 114 anni, L'Oréal ha avuto solo 6 amministratori delegati

nel 1909. Dato che i prodotti di bellezza e cosmetici sono in uso da migliaia di anni, è relativamente sicuro affermare che probabilmente lo saranno ancora per molti altri.

In secondo luogo, le aziende possono crescere anche ampliando il proprio mercato di riferimento e spostandosi in mercati adiacenti, come dimostrano gli spostamenti di Novo Nordisk nelle terapie ormonali e per la perdita di peso.

Un altro fattore importante è la capacità di aumentare la quota di mercato in mercati finali frammentati. In un mercato estremamente frammentato come quello della bellezza, la quota controllata da L'Oréal è passata dal 10% del 2001 a circa il 15% nel 2022.³ L'azienda ha incrementato la propria quota di mercato attraverso l'espansione organica dei marchi esistenti, l'acquisizione di nuovi marchi e l'espansione in questi settori, come l'acquisizione dell'azienda di trattamenti per la pelle CeraVe. Sei anni dopo aver potenziato la distribuzione e il marketing di CeraVe attraverso la solida ed esperta rete di L'Oréal, l'azienda è passata da 150 milioni di euro di vendite a oltre 1 miliardo di euro.⁴

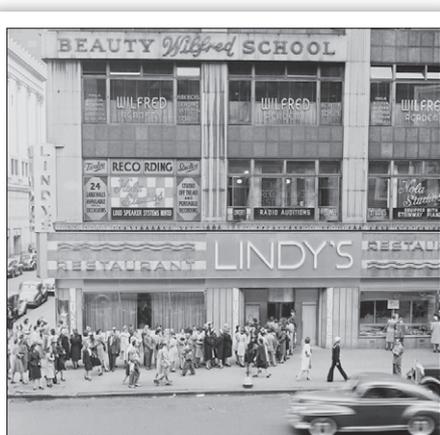
Anche la coerenza della strategia e della gestione è indice di un'azienda duratura. L'Oréal, ad esempio, ha avuto solo sei amministratori delegati nel corso dei suoi 114 anni di vita. Un'altra strada per prolungare l'esistenza di un'azienda è la sua capacità di innovare, reinventare e trasformarsi.

LA LEGGE DI LINDY

Un altro modo per valutare la capacità di tenuta di un'azienda è applicare la Legge di Lindy. Chiamata così in onore del Lindy's Deli di New York, la legge è stata teorizzata per la prima volta in un articolo del 1964, dopo che lo scrittore Albert Goldman aveva osservato degli attori nel ristorante che cercavano di stimare le loro prospettive di carriera dopo lo spettacolo.

Nel 1993, l'astrofisico di Princeton Richard Gott ha fatto un ulteriore passo avanti in questo potere di previsione e ha compilato un elenco di tutti gli spettacoli di Broadway e off-Broadway allora in corso, annotando quando ciascuno di essi aveva aperto per la prima volta nel famoso quartiere dei teatri di New York. In seguito, predisse "la durata di ogni spettacolo, basandosi unicamente sulla durata della rappresentazione". Alla fine, Gott ha avuto ragione, con un'accuratezza del 95%.

Come si può applicare alla gestione del portafoglio? A prima vista, la Legge di Lindy sembra contraddire la teoria finanziaria tradizionale, secondo la quale il periodo di vantaggio competitivo (CAP) - durante il quale un'azienda genera rendimenti sugli investimenti superiori al costo del capitale - è limitato.



Lindy's Deli and Restaurant, Broadway & W. 51st St., New York City, circa 1940.

(Photo by Michael Ochs Archives/Getty Images)

³ L'Oréal, dati societari al 31-dic-2022.

⁴ L'Oréal, dati societari al 31-dic-2022.

Tuttavia, tra le nostre strategie europee si nota una chiara correlazione tra le dimensioni delle capitali di mercato di ciascuna strategia e l'età delle società in portafoglio. Confrontando i rendimenti complessivi degli ultimi 30 anni con la durata del periodo di detenzione di ciascun titolo, abbiamo scoperto che solo un numero relativamente ridotto di titoli a lunga detenzione ha contribuito a una percentuale elevata dei nostri rendimenti.

Figure 2. The Power of Age and Compounding



Le performance passate non predicano i rendimenti futuri. Fonte: Dati finanziari e analisi di Comgest / FactSet, salvo diversa indicazione. Dati al 31-mar-2023 espressi in EUR. I portafogli Comgest Equity si riferiscono a: Pan Europe Large Cap Equities Representative Account, Pan Europe Smaller Companies Equity Representative Account e Pan Europe Large Cap Compounders Equities Representative Account, che sono veicoli d'investimento in pool gestiti in base ai rispettivi Compositi discussi sin dall'inizio di ciascun Composito. Per maggiori dettagli sui conti rappresentativi, sulla loro metodologia di selezione e su dove ricevere un rapporto GIPS sui Compositi, si rimanda alla sezione Informazioni importanti. Gli indici MSCI Europe Large Cap, MSCI Europe Mid Cap e MSCI Europe Small Cap sono utilizzati esclusivamente a fini comparativi e i portafogli non mirano a replicare gli indici.

INTELLIGENZA ARTIFICIALE: L'ASCESA DELLE MACCHINE

Come già detto, ci sono diversi modi per determinare la capacità di tenuta di un'azienda. L'intelligenza artificiale (IA) potrebbe offrire alle aziende l'opportunità non solo di reinventarsi, ma anche di espandere i propri mercati di riferimento e altro ancora.



Source: Getty Images

In seguito all'entusiasmo suscitato quest'anno da ChatGPT e dai progressi dell'IA, abbiamo valutato ogni posizione all'interno dei nostri portafogli con l'obiettivo di capire in che modo potrebbero essere influenzate, pur essendo consapevoli che il rapido cambiamento è inevitabile in questo campo.

Siamo certi che l'IA avrà un impatto positivo su alcune società, come **ASML**, il produttore olandese di chip per semiconduttori. L'introduzione dell'IA da parte di un numero sempre maggiore di aziende farà crescere la domanda di chip all'avanguardia prodotti dalle macchine di ASML. ASML domina il mercato globale delle apparecchiature di litografia utilizzate nell'industria dei semiconduttori con una quota di mercato complessiva superiore all'80% e una quota del 100% sulle macchine EUV (extreme ultraviolet), che producono microchip avanzati che alimentano smartphone più intelligenti, biotecnologie, IA e altro ancora.⁵

— Quest'anno, Comgest ha valutato ogni posizione del portafolio, con l'obiettivo di individuare il potenziale impatto dell'IA

⁵ Moody's Investor Services, Credit Opinion, ASML Holding N.V., 9-agosto-2023.

— I consulenti del settore ritengono che i semiconduttori di AI dovrebbero aumentare di circa il 150% nei prossimi cinque anni, passando da 50 miliardi di dollari a 120 miliardi di dollari entro il 2027

In tutto il settore del software, sulla base delle nostre ricerche, abbiamo approfittato della debolezza dei prezzi delle azioni di alcune delle nostre società in portafoglio e abbiamo aumentato le nostre allocazioni. Ad esempio, abbiamo identificato società come **Accenture** e **Halma** come aziende solide che attualmente stanno attraversando problemi a breve termine.

L'intelligenza artificiale è stata la principale forza trainante della domanda di semiconduttori negli ultimi anni. Il mercato dei semiconduttori è cresciuto, secondo le stime, del 6% all'anno da quando i PC sono diventati di uso comune negli anni '90. Il boom degli smartphone ha poi spinto la domanda di semiconduttori, ma ora l'intelligenza artificiale è diventata un fattore chiave. I server AI contengono semiconduttori per circa 30 volte rispetto a un server generico. L'industria sta ponendo una notevole enfasi sui modelli linguistici di grandi dimensioni per la domanda di semiconduttori per i prossimi 10 anni, e oggi il consenso è che il fatturato dei semiconduttori AI dovrebbe aumentare di circa il 150% nei prossimi cinque anni, passando da 50 a 120 miliardi di dollari entro il 2027.

Molti sottovalutano l'impatto che l'IA avrà nello stesso modo in cui è stato sottovalutato Internet; è probabile che la piena portata degli usi di questa tecnologia non si realizzerà prima di molti anni. Anticipare il modo in cui le nostre aziende potrebbero essere influenzate offre un'altra strada per determinare la loro longevità a tali cambiamenti di mercato.

ATTENZIONE AI FONDAMENTALI

Il 2023 è stato un anno guidato dai fondamentali: gli utili sottostanti e la traiettoria di crescita delle società. Ad oggi, i rendimenti generati dal nostro portafoglio Comgest Pan Europe Large Cap, sono stati il principale fattore trainante.

Quest'anno, il nostro portafoglio ha beneficiato di una crescita organica delle vendite del 15% grazie a posizioni di grandi dimensioni e in rapida crescita come Novo Nordisk e ASML, entrambe cresciute di circa il 30% quest'anno.⁶ Nonostante questi dati siano leggermente elevati a causa di un'inflazione a una cifra medio-bassa, riteniamo che la crescita sostenuta del portafoglio rimanga forte, anche senza il vento di coda.

Questo tipo di resilienza sottolinea l'importanza di investire in società consolidate che possono continuare a generare crescita in un contesto difficile e testimonia il profondo moat e il potere di determinazione dei prezzi delle nostre società in portafoglio.

Cerchiamo di individuare aziende con una crescita sostenibile, visibile in grado di resistere a un contesto di mercato occasionalmente difficile.

Novo Nordisk, L'Oréal e altre società del nostro portafoglio hanno resistito a crisi su crisi: dallo scoppio della bolla delle "dot-com", alla crisi del

⁶ Dati sulle società al 1° semestre 2023.

— Il portafoglio azionario europeo di Comgest è pieno di aziende centenarie e pluridecennali che hanno dimostrato resilienza nei loro modelli di business

debito europeo, fino alla pandemia di Covid-19. Molte di queste aziende hanno persino beneficiato dell'impatto della pandemia Covid-19. Ci sono stati anche effetti di trascinamento, come ad esempio l'accelerazione delle strategie di digitalizzazione e di e-commerce da parte delle aziende a causa delle serrate, che hanno aiutato le loro catene di fornitura a raccogliere i benefici derivanti dall'accelerazione della digitalizzazione.

Il portafoglio azionario europeo di Comgest è composto da aziende centenarie e pluridecennali che hanno costruito la resilienza nei loro modelli di business. In effetti, la nostra analisi mostra che il portafoglio di Comgest rimane resiliente oggi come nel 2009, quando è stato in grado di generare una crescita organica delle vendite nonostante la peggiore recessione in oltre un secolo.

In vista di un'imminente recessione, riteniamo che i nostri portafogli - esposti a società con un solido patrimonio e con l'esperienza necessaria per superare le criticità degli anni precedenti - offrano agli investitori azionari di lungo termine il giusto equilibrio tra il beneficio dei solidi fondamentali e la protezione da un mercato caratterizzato da rischi e volatilità crescenti.

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.
- Il portafoglio investe in un numero limitato di titoli e può pertanto comportare rischi più elevati rispetto ai portafogli con una maggiore diversificazione degli investimenti.

James Hanford è entrato a fare parte di Comgest nel 2018 e ricopre il ruolo di analista e gestore specializzato nelle azioni europee. James contribuisce largamente alla copertura e alla ricerca di una vasta selezione di titoli quality growth europei. Ha iniziato la sua carriera nel 2011 come analista presso Credit Suisse e prima di entrare in Comgest ha lavorato per quattro anni come generalista globale presso Capital Group. James ha ottenuto una laurea in Economia presso la University of Durham dove si è laureato con il massimo dei voti. Ha ottenuto inoltre un master in Finanza presso l'Università di Cambridge. James è anche CFA® charterholder.

Alistair Wittet è entrato a fare parte di Comgest nel 2012 e ricopre il ruolo di gestore e analista specializzato in azioni europee; è anche membro del Comitato di Investimento del Gruppo Comgest. Alistair co-gestisce le strategie Comgest Europe e Comgest Europe ex UK. Alistair ha iniziato la sua carriera nel 2006 come analista presso Standard Life Investments a Edimburgo. Si è unito a Citigroup a Londra nel 2009 per dedicarsi al settore alimentare al dettaglio in Europa in qualità di analista azionario. Di nazionalità britannica e francese, Alistair si è laureato in Geografia presso l'Università di Durham ed è CFA® charterholder.

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

Il presente commento ha scopo meramente 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.

Il presente documento non è una raccomandazione di investimento

Nessuna citazione di specifiche società deve essere considerata una raccomandazione di acquisto o vendita di un particolare titolo o investimento. Le società citate non rappresentano tutti gli investimenti passati. 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.

Il presente documento non è una ricerca in materia 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.

Performance disclaimer

I risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le dichiarazioni, i dati o le previsioni previsionali potrebbero non realizzarsi. Comgest dichiara di essere conforme ai Global Investment Performance Standards (GIPS®).

Esclusione di responsabilità relativa a marchi e indici

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

I dati MSCI possono essere utilizzati soltanto per uso interno, non possono essere riprodotti o ridiffusi in qualsiasi forma e non possono essere utilizzati come base per componenti di strumenti, prodotti o indici finanziari. Nessuna delle informazioni di MSCI è destinata a costituire una consulenza in materia di investimenti o una raccomandazione a prendere (o ad astenersi dal prendere) qualsiasi tipo di decisione di investimento e non può essere considerata come tale. I dati storici e le analisi non devono essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi, previsione o annuncio di risultati futuri. Le informazioni MSCI sono fornite "così come sono" e l'utente di queste informazioni si assume l'intero rischio di qualsiasi utilizzo delle stesse.

MSCI, le sue affiliate e ogni altro soggetto coinvolto o collegato alla compilazione, elaborazione o creazione di qualsiasi informazione MSCI (collettivamente, le "Parti di MSCI") esclude espressamente tutte le garanzie (incluse, senza limitazione, le garanzie di originalità, accuratezza, completezza, tempestività, non violazione, commerciabilità e idoneità a un particolare scopo) in relazione a tali informazioni. Fermo restando quanto precede, in nessun caso le Parti di MSCI potranno essere ritenute responsabili di qualsiasi danno diretto, indiretto, speciale, incidentale, punitivo, conseguente (incluso, senza limitazione, il mancato guadagno) o di qualsiasi altro danno. (www.msclbarra.com).

GIPS® è un marchio registrato del CFA Institute. Il CFA Institute non approva né promuove questa organizzazione, né garantisce l'accuratezza o la qualità del contenuto del presente documento.

Informazioni fornite con riserva di modifiche senza preavviso

I pareri e le stime riportati sono forniti sulla base del nostro giudizio alla data di pubblicazione del presente commento e sono soggetti a modifiche senza preavviso. 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.

Limitazioni all'uso delle informazioni

Il presente commento 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 nel presente commento 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.

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.

Solo per il Regno Unito:

Il presente commento non è distribuito, né è stato approvato ai sensi dell'articolo 21 della legge Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) da una persona autorizzata ai sensi della 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.

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.

Solo per Hong Kong:

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

Solo per Singapore:

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

Solo 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 commento è destinato esclusivamente ai "clienti all'ingrosso" e non è rivolto agli "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 commento è destinato esclusivamente ai "clienti all'ingrosso" e non è rivolto agli "investitori al dettaglio" (come definiti nell'Australian Corporations Act).

[comgest.com](https://www.comgest.com)

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