

MERCATO AZIONARIO

PERCHÉ LA VALUTAZIONE DA SOLA NON PUÒ SOSTENERE IL SUCCESSO A LUNGO TERMINE

Autore: Franz Weis, CIO, Analista/Gestore di portafoglio



Franz Weis, CIO
Analista/Gestore di portafoglio



Un basso P/E non equivale a un potenziale elevato. In Comgest, la nostra convinzione e la costruzione del portafoglio dipendono dalla visibilità a lungo termine degli utili e dall'approccio quality growth, non dalle valutazioni.

- Una società scambiata a 12 volte il P/E è davvero più interessante di una a 25 volte?

A tutti piace fare buoni affari, ma risparmiare conviene davvero? Si è tentati di pensare che una società scambiata a 12 volte il rapporto prezzo/utigli (P/E) sia più interessante di una a 25 volte. Tuttavia, questa ipotesi può essere fuorviante.

In Comgest, i potenziali clienti talvolta considerano i nostri portafogli azionari costosi, dato che sono scambiati a un premio P/E significativo rispetto al mercato. Ma in quasi quarant'anni è stata la crescita degli utili, e non le basse valutazioni, ad aver alimentato la nostra performance a lungo termine.

Prima ancora di considerare le valutazioni, ci concentriamo sulla visibilità e sulle dinamiche degli utili di una società. La valutazione conta, ovviamente, ma non è il principale fattore trainante delle nostre decisioni di investimento o della costruzione del portafoglio.

- L'eccessiva fiducia nei bassi rapporti P/E può condurre gli investitori in una pericolosa "trappola del valore", particolarmente rischiosa quando si valutano società quality growth.

I rischi nascosti della caccia al buon affare

Fare troppo affidamento sui bassi rapporti P/E può condurre gli investitori in una pericolosa "trappola del valore", che li porta cioè a prendere in considerazione il rapporto P/E al valore nominale e farne un fattore importante nella selezione titoli e nella costruzione del portafoglio. Si tratta di un approccio particolarmente rischioso quando si valutano società quality growth.

Perché? La "E", ossia gli utili, del rapporto P/E può essere piena di incertezze. Negli ultimi anni, abbiamo assistito a continue revisioni al ribasso delle stime di consenso sugli utili.

In secondo luogo, il rapporto P/E è un indicatore a breve termine, che solitamente cattura solo una stima degli utili per azione (EPS) dei 12 mesi successivi, mentre il valore di una società è un'attualizzazione, secondo un tasso corretto per il rischio, dei flussi di utili futuri attesi, che vanno ben oltre i prossimi 12 mesi.

Sebbene il rapporto P/E sia facile da capire e da utilizzare, si basa anche su ipotesi, tra cui quella di distribuire il 100% degli utili di una società.

— Un P/E più basso può riflettere un rischio più elevato o prospettive di crescita più deboli

Pertanto, è un metro di giudizio corretto solo per le società a crescita zero.

In Comgest facciamo esattamente l'opposto. Prendiamo in considerazione società come EssilorLuxottica o Microsoft, che hanno registrato una crescita annuale degli utili superiore al 10% per diversi anni. Ciò rende un P/E forward a un anno privo di significato come strumento isolato per la costruzione del portafoglio.

Naturalmente non ignoriamo del tutto le valutazioni, ma le monitoriamo e adattiamo il dimensionamento delle posizioni di conseguenza. Ma non ci buttiamo sui titoli a basso P/E solo perché appaiono sullo schermo. Un P/E più basso può riflettere un rischio maggiore o prospettive di crescita più deboli. Siamo invece convinti della visibilità e della durata della crescita di titoli come EssilorLuxottica o Microsoft.

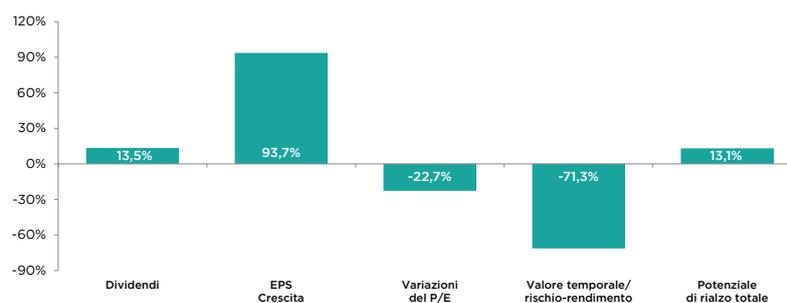
Modelli DCF e valore temporale della crescita

Anche i modelli di discounted cash flow (DCF), spesso considerati più sofisticati, presentano dei limiti. Nessuno può prevedere con certezza gli utili o il flusso di cassa disponibile di una società a cinque anni da oggi. Le ipotesi sui tassi di sconto sono altrettanto importanti.

Prendiamo ad esempio una società di crescita ad alta visibilità presente in portafoglio. Come illustrato nella **figura 1**, alla nostra stima del fair value, nell'arco di cinque anni il 71% del valore è "immagazzinato" nel *valore temporale del denaro*. Ciò si traduce in un potenziale di apprezzamento annuo dell'11%: un compenso ragionevole, a nostro avviso, per detenere una società di crescita ad alta visibilità, anche se il DCF suggerisce che il fair value è già stato raggiunto.

In Comgest, applichiamo un tasso di sconto medio conservativo del 10% per il nostro portafoglio europeo, nonostante un beta inferiore a 1 e un tasso privo di rischio dello 0%. Ciò riflette la nostra cautela e garantisce che il valore temporale del denaro costituisca una parte significativa del nostro processo di valutazione.

Figura 1. Esempio tipico delle componenti di una valutazione



Fonte: Comgest. Questo esempio ha finalità puramente illustrative e non costituisce una raccomandazione di acquisto/vendita di alcun titolo. Le componenti della valutazione e i dati dei titoli sono ipotetici o basati su informazioni pubblicamente disponibili e potrebbero non riflettere le attuali condizioni di mercato.

— Ci concentriamo sulla visibilità e sulla durata della crescita futura degli utili, sulle qualità strettamente legate ai fondamentali come il potere di determinazione dei prezzi, l'innovazione, i ricavi ricorrenti, la solidità del management e l'efficienza del capitale.

Siamo investitori orientati alla crescita e orgogliosi di esserlo

Non si tratta di un rifiuto dell'importanza dei rapporti P/E o dei modelli di valutazione, al contrario. Come indicato nel precedente *white paper* Comgest, "**The Fair Value Folly (La follia del fair value)**",¹ siamo semplicemente convinti che, in una strategia di crescita, la valutazione non dovrebbe essere il punto focale della selezione titoli o della costruzione del portafoglio.

In qualità di investitori *quality growth*, diamo alle nostre società il tempo

¹ Per leggere questo documento, consulta la pagina "La nostra ricerca" del tuo sito web locale local [Comgest](#).

di cristallizzare il valore incorporato nelle loro traiettorie di crescita a lungo termine. Ci concentriamo sulla visibilità e sulla durata della crescita futura degli utili, che sono qualità strettamente legate ai fondamentali, come il potere di determinazione dei prezzi, l'innovazione, i ricavi ricorrenti, la solidità del management e l'efficienza del capitale.

Manteniamo un approccio altamente selettivo, investendo in un gruppo limitato di società che abbiamo seguito e analizzato, spesso per anni o decenni, per rafforzare la convinzione e monitorare la crescita. Poche aziende soddisfano i nostri criteri, ed è esattamente questo il punto.

Evitare la Value Trap, a lungo termine

In Comgest non rischiamo di cadere nella "trappola del value". Il nostro portafoglio europeo ad alta capitalizzazione è scambiato a premio rispetto al mercato statunitense², e ne siamo orgogliosi. Perché? Perché le nostre società *quality growth* ci hanno ripagati con utili a due cifre, regolari e pluriennali.

Questa crescita, non la valutazione, è stata il principale motore della nostra performance. È per questo che continuiamo a concentrarci sulla visibilità e sulla durata di una crescita degli utili superiore, invece di cercare invece di cercare di sovraperformare il mercato solo sulla base delle valutazioni.

² Source: Comgest/Factset.

Franz Weis è entrato in Comgest nel 2005 ed è un gestore specializzato in azioni europee. Oltre ad essere stato nominato Chief Investment Officer (CIO) del Gruppo, Franz ricopre anche la carica di Managing Director di Comgest Global Investors ed è membro del Board dei Partners e del Comitato Esecutivo. Franz è a capo delle attività di ricerca europea e co-dirige la gestione della maggior parte delle strategie azionarie europee di Comgest. Nel suo nuovo ruolo di CIO, Franz sovrintende i team di investimento della società e presiede il Comitato di Investimento, responsabile di implementare la filosofia di Comgest sugli investimenti a lungo termine. Ha iniziato la sua carriera nel 1990 presso Baillie Gifford & Co., dove ha lavorato come Portfolio Manager prima di entrare in F&C Asset Management come Senior Portfolio Manager e Director European Equities nel 1996. Si è laureato alla Heriot-Watt University (Scozia) con un Master in International Banking and Financial Studies e ha ricevuto l'International Bankers in Scotland Prize nel 1990.

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.

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.

Esclusione di responsabilità riguardo ai risultati

I rendimenti storici non sono indicatori affidabili dei risultati futuri. Le affermazioni prospettiche, i dati o le previsioni possono non avverarsi.

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. S&P Dow Jones Indices LLC ("SPDJI"). S&P è un marchio registrato di S&P Global ("S&P"); Dow Jones è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Questi marchi sono stati concessi in licenza d'uso da SPDJI e in sublicenza per determinate finalità da Comgest. Il fondo di Comgest non è sponsorizzato, approvato, venduto o promosso da SPDJI, Dow Jones e S&P, dalle loro affiliate e nessuna di tali parti rilascia alcuna dichiarazione in merito all'opportunità di investire nel fondo né è responsabile di eventuali errori, omissioni o interruzioni dell'indice.

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.

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 presso 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 and 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 suddetta legge. Il presente commento viene comunicato solo ai professionisti dell'investimento ai sensi dell'articolo 19, paragrafo 5, del *Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005* (la FPO o Ordinanza del 2005 in materia di promozioni finanziarie che modifica la legge sui servizi e mercati finanziari del 2000). 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

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