

Multipli alti, ma se le promesse di oggi diventeranno certezze domani...

di **Oliviero Lenci***
e **Silvio Olivero****

L'indice Nasdaq è stato, nel bene e nel male, il protagonista indiscusso della bolla speculativa della new-economy e il ribasso di quasi l'80% con che tra marzo 2000 e ottobre 2002 ne cancellò le illusioni è rimasto impresso nella memoria di tutti gli investitori come uno dei più gravi episodi che abbiano mai interessato il mercato azionario di un Paese avanzato. Forse è per questo che si è tornati a dare grande importanza al ribasso dell'indice tecnologico Usa di venerdì 9, da più parti definito come il «crollo del Nasdaq». Le paure di 17 anni fa, ancora vive nella memoria, hanno contribuito ad amplificare la percezione di un evento che in sé è stato assai meno rilevante: il crollo del 9 giugno infatti è consistito in un ribasso dell'indice dell'1,8%. Certo, ci sono altri elementi legati all'attualità che contribuiscono a innervosire gli investitori: l'indice S&P500, quello che un tempo si sarebbe definito rappresentativo della old-economy, segna quasi quotidianamente nuovi massimi in un contesto di sopravvalutazione universalmente riconosciuta. Anche il Nasdaq sta aggiornando costantemente i massimi, che ormai si collocano ben sopra il livello del 2000, da cui partì il ribasso ricordato in precedenza: l'indice tecnologico, infatti, supera oggi di circa il 25% i massimi raggiunti durante la bolla speculativa di inizio 2000.

ALCUNI TRA I PRINCIPALI TITOLI DEL NASDAQ SUDDIVISI PER TIPOLOGIA

TITOLI STORICI A BASSO P/E	Settore	P/E (12 mesi passati)	Dividend Yield 2017
Amgen	Biotechologia	13,7	2,8%
Apple	Elettronica	16,6	1,7%
Cisco Systems	Elettronica	13,3	3,5%
Intel	Elettronica	12,8	3,0%
Microsoft	Software	23,3	2,2%
Qualcomm	Elettronica	13,2	3,9%

LE NUOVE LEVE	Settore	P/E	Dividend Yield
Facebook	Servizi Internet	33,2	0,0%
Netflix	Servizi Internet	214,1	0,0%

TITOLI STORICI A ELEVATO P/E	Settore	P/E	Dividend Yield
Adobe	Software	39,3	0,0%
Amazon	Commercio Internet	169,9	0,0%
Nvidia	Elettronica	54,8	0,4%

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati Sim su dati FactSet

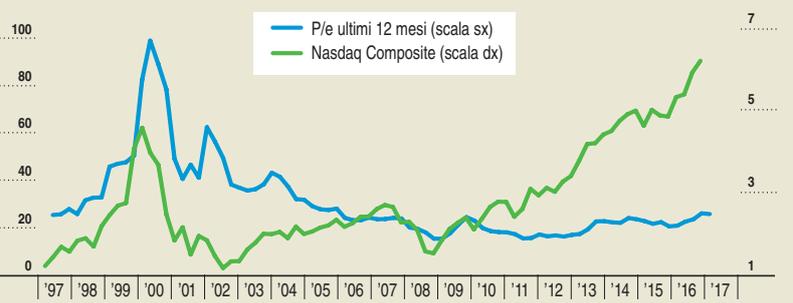
Come noto, però, l'analisi dei soli prezzi non è sufficiente per stabilire la sostenibilità delle quotazioni: occorre tener conto dell'evoluzione degli utili delle società. Di strada negli ultimi 17 anni i profitti di alcune società tecnologiche ne hanno fatta davvero molta: tante aziende che nel 2000 erano in perdita o realizzavano margini modesti hanno oggi bilanci solidi, con forti utili e considerevoli disponibilità di cassa. D'altra parte molte imprese fallimentari hanno chiuso i battenti e non sono più rappresentate nell'indice. Quanto detto è ben rappresentato nel grafico in pagina, dal quale emerge che, nonostante l'indice sia salito del 25% rispetto ai massimi del 2000, oggi il rapporto tra il prezzo e gli utili re-

alzzati negli ultimi 12 mesi dalle società del Nasdaq è pari a 25,6, praticamente un quarto del picco raggiunto dal medesimo indicatore nel marzo 2000. Dunque nessuna bolla speculativa sembra incombera sull'indice Nasdaq, come del resto sull'indice S&P500: piuttosto, i due indici Usa vivono la medesima condizione di sopravvalutazione, meno grave della bolla speculativa ma comunque da non trascurare. È interessante analizzare com'è composto il multiplo di 25,6, che, essendo la media dei multipli con cui quotano le società del Nasdaq, nasconde realtà profondamente diverse: circostanza che si può verificare osservando la tabella. La prima cosa che salta all'occhio è che alcune di quelle che erano

le promesse di 17 anni fa sono ora diventate granitiche certezze. Si possono osservare colossi come Apple, Intel, Cisco, Amgen e Qualcomm quotare con multipli da società mature, compresi fra 13 e 17 volte gli utili degli ultimi 12 mesi. Anche Microsoft, sia pure a un livello leggermente più alto, quota comunque al di sotto della media. Questi titoli 17 anni fa contribuirono invece significativamente alla formazione della bolla tecnologica. Dall'altra parte, concorrono ad alzare la media titoli di società come Netflix, fondata nel 1997 ma il cui business è radicalmente cambiato nel 2008 (quando ha iniziato a offrire film in streaming) e che nel 2000 non era nemmeno quotata. Oggi Netflix capitalizza 65 miliardi di dollari, più di 200 volte gli utili degli ultimi 12 mesi. Anche Facebook, pur quotando con il multiplo assai più contenuto di 33, è un titolo che non ha preso parte alla bolla del 2000 e oggi contribuisce ad alzare la media dell'indice. Queste sono le nuove leve del Nasdaq, sul cui modello di business gli investitori stanno scommettendo pagando multipli elevati. Ovviamente qui ci si è limitati all'analisi di grandi società, ma sono tantissime le aziende di questo tipo fra le medie e piccole capitalizzazioni del Nasdaq: alcune di queste saranno le Apple del prossimo futuro, altre forse spariranno. (riproduzione riservata)

*presidente
**responsabile Ufficio Studi
Cellino e Associati Sim

ANDAMENTO DELL'INDICE NASDAQ E DEL SUO RAPPORTO PREZZO/UTILI



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: Stime Cellino e Associati Sim su dati FactSet