

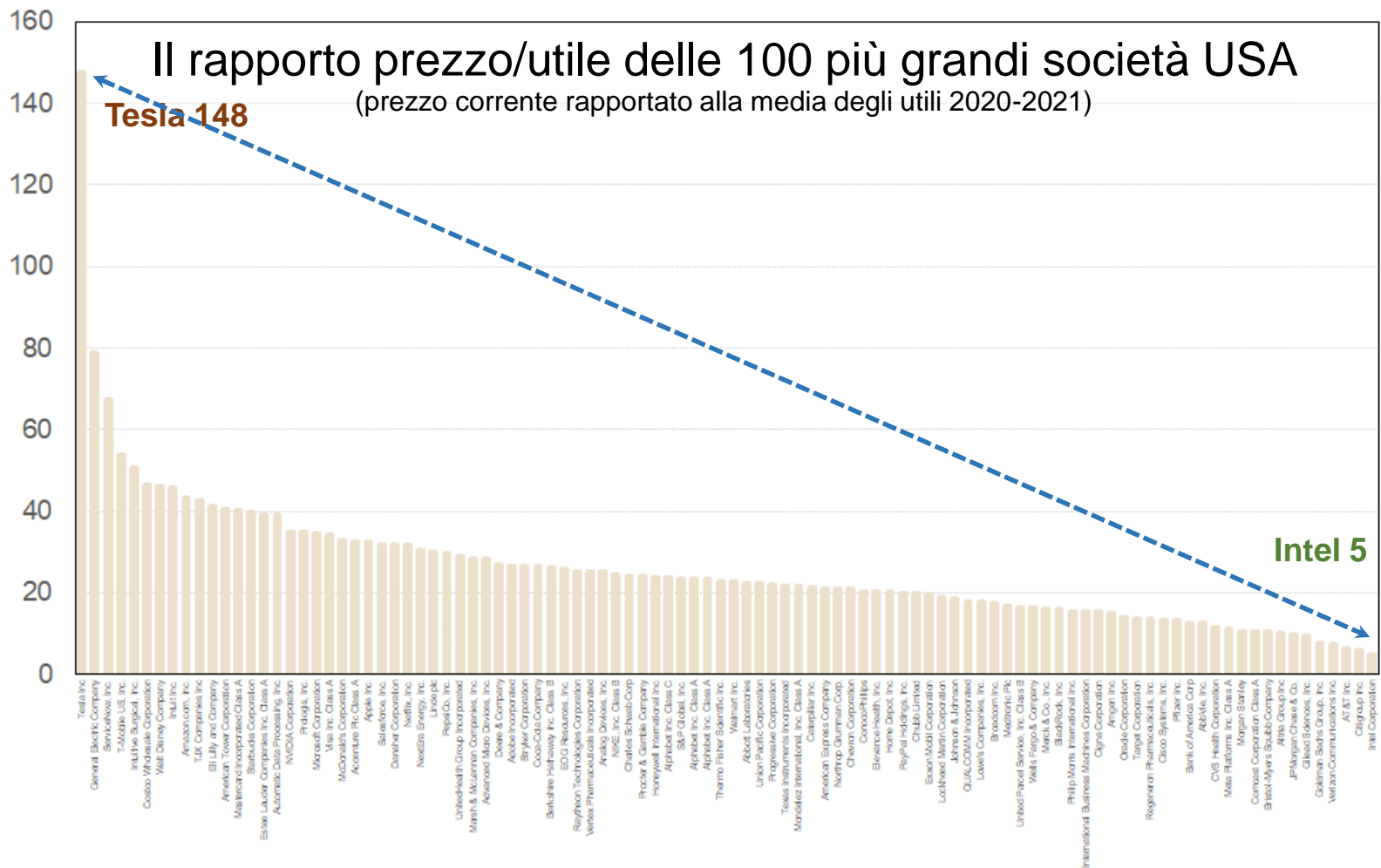


Value vs Growth

aggiornamento

Febbraio 2023

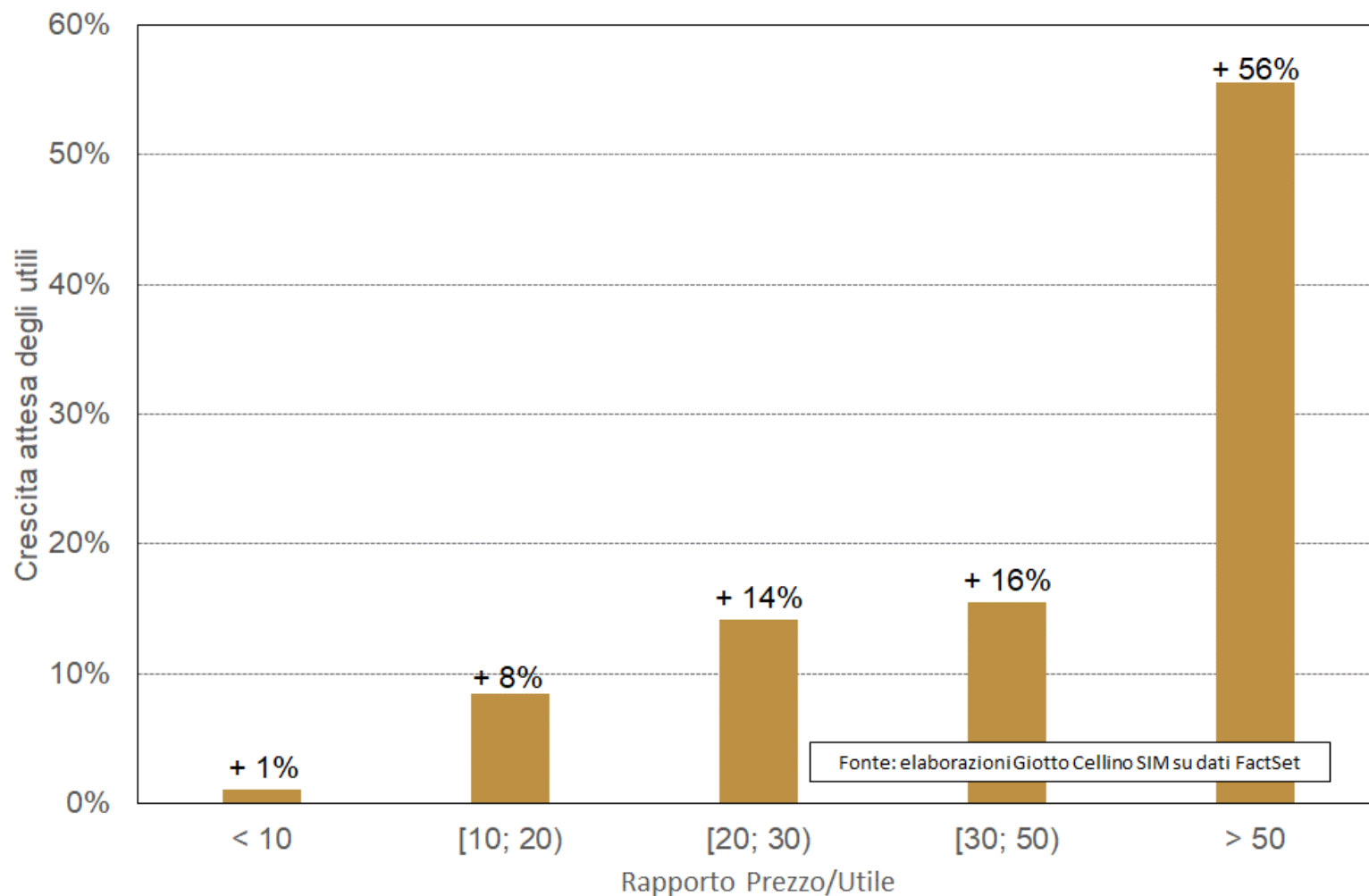
Il mercato gioca a dadi con i prezzi delle azioni?



Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

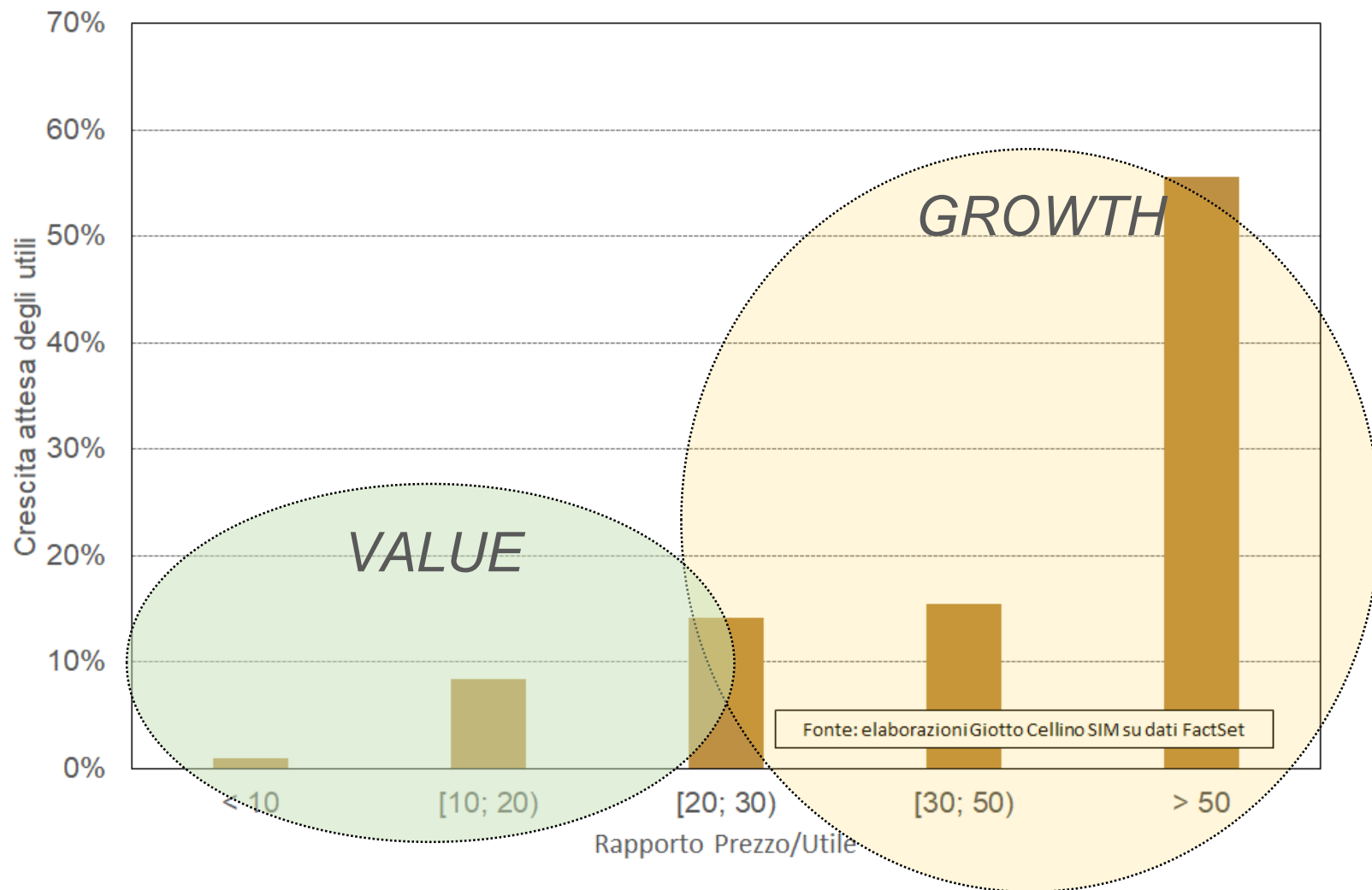
Se disponiamo in ordine decrescente di P/E le prime 100 società USA ci rendiamo conto della straordinaria variabilità che tale parametro assume. Infatti, il titolo con il P/E più alto (Tesla) quota 148 volte gli utili, mentre quello caratterizzato dal multiplo più basso (Intel) arriva a malapena a 5.

Il mercato gioca a dadi con i prezzi delle azioni?



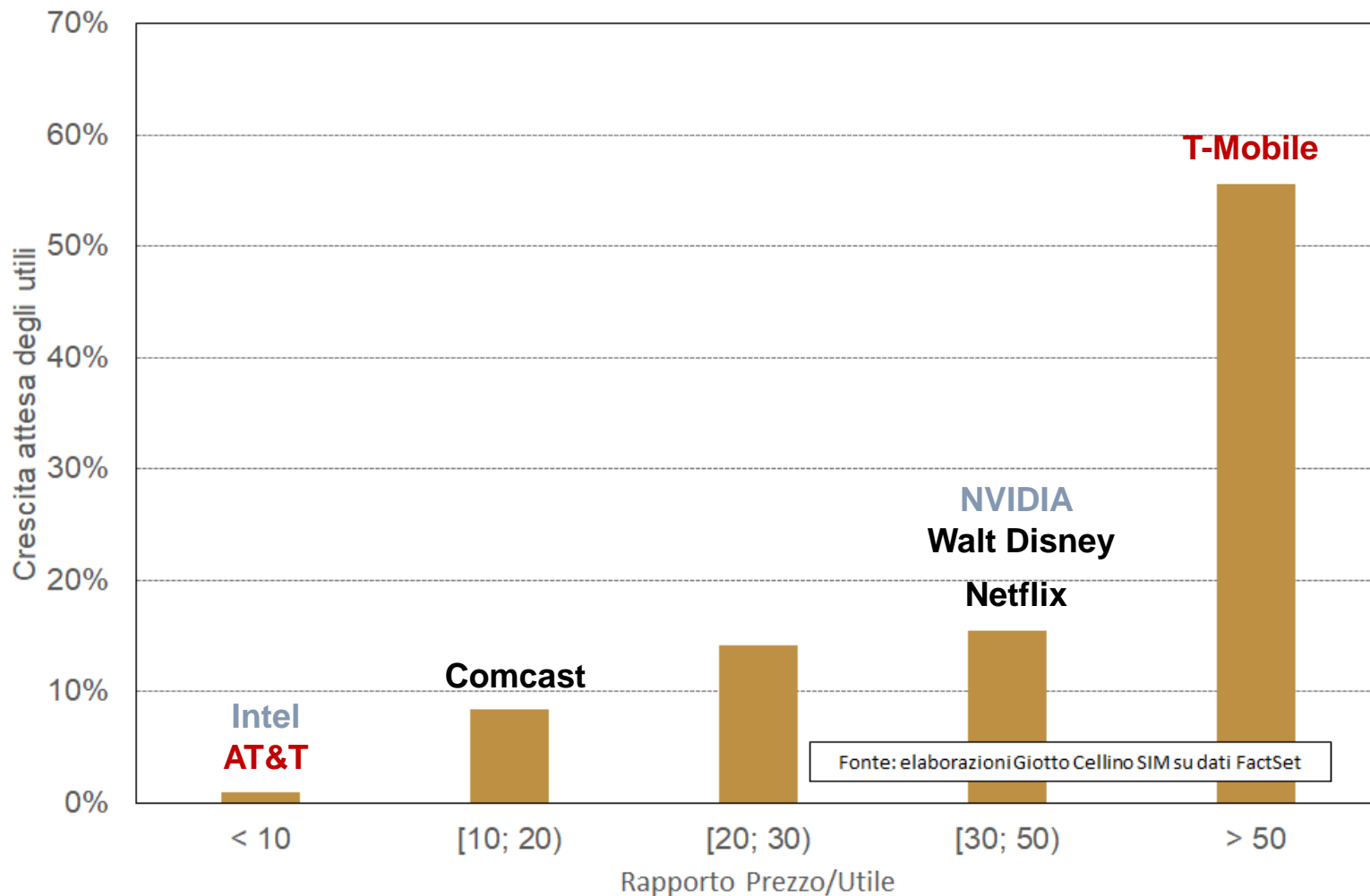
È sufficiente introdurre il tasso atteso di crescita degli utili per comprendere che il mercato ha una logica nell'attribuire valutazioni tanto differenti: i titoli che si caratterizzano per rapporti P/E più elevati sono infatti quelli cui gli analisti attribuiscono prospettive di crescita più elevate, viceversa, i titoli dal P/E più basso sono quelli i cui utili presenti sono destinati, secondo gli analisti, a crescere in misura più contenuta.

Il mercato gioca a dadi con i prezzi delle azioni?



Da questa osservazione nasce la distinzione fra i titoli *Value*, caratterizzati da multipli modesti e da attese di crescita contenute, e i titoli *Growth* che, invece, a multipli elevati contrappongono robuste attese di crescita.

Il mercato gioca a dadi con i prezzi delle azioni?



Contrariamente a quanto si tende a pensare, la distinzione fra titoli *Growth* e *Value* è trasversale ai settori merceologici. Certamente esistono settori in cui prevalgono i titoli *Growth* (ad esempio certi comparti tecnologici) ed altri in cui abbondano i *Value* (come il settore bancario), ma in quasi tutti i comparti si incontrano entrambe le tipologie di titolo. Più che in base al settore, infatti, l'appartenenza all'una o all'altra categoria dipende dal ciclo di vita dell'attività sottostante: aziende che operano in segmenti di mercato nuovi e che non hanno ancora espresso pienamente il proprio potenziale sono generalmente trattate con multipli elevati (*Growth*), mentre quelle che agiscono in ambiti di mercato maturi vengono valutate con multipli bassi (*Value*).

La lunga strada verso il valore



Il grafico mostra l'andamento del rapporto P/E del titolo Apple dal 2003 ad oggi. Il multiplo parte da livelli elevatissimi, certamente riferibili a una *growth stock*, per raggiungere in tempi recenti un valore assai più contenuto, non distante da quello che abbiamo indicato per una *value stock*.

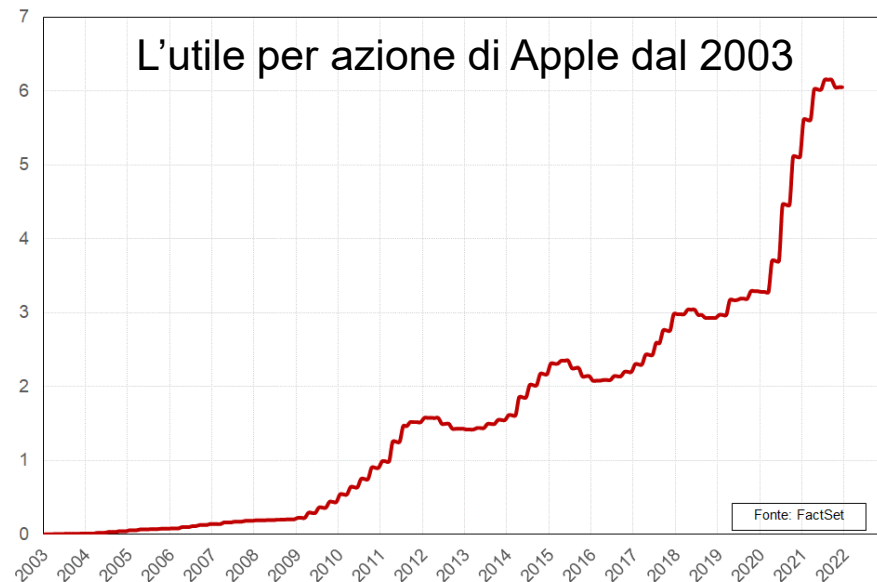
Che cosa ha causato questa riduzione?

La lunga strada verso il valore

Il prezzo di Apple dal 2003



L'utile per azione di Apple dal 2003



La risposta a questa domanda è contenuta nei due grafici qui rappresentati:

- il prezzo di Apple (grafico di sinistra), nel periodo è passato da 0,382 dollari a 148 dollari, realizzando una straordinaria crescita del 37% annuo composto;
- l'utile per azione di Apple (grafico di destra), però, ha fatto ancora meglio, passando da 0,0034 dollari a 6,1 dollari, crescendo ad un tasso annuo composto del 48,5%.

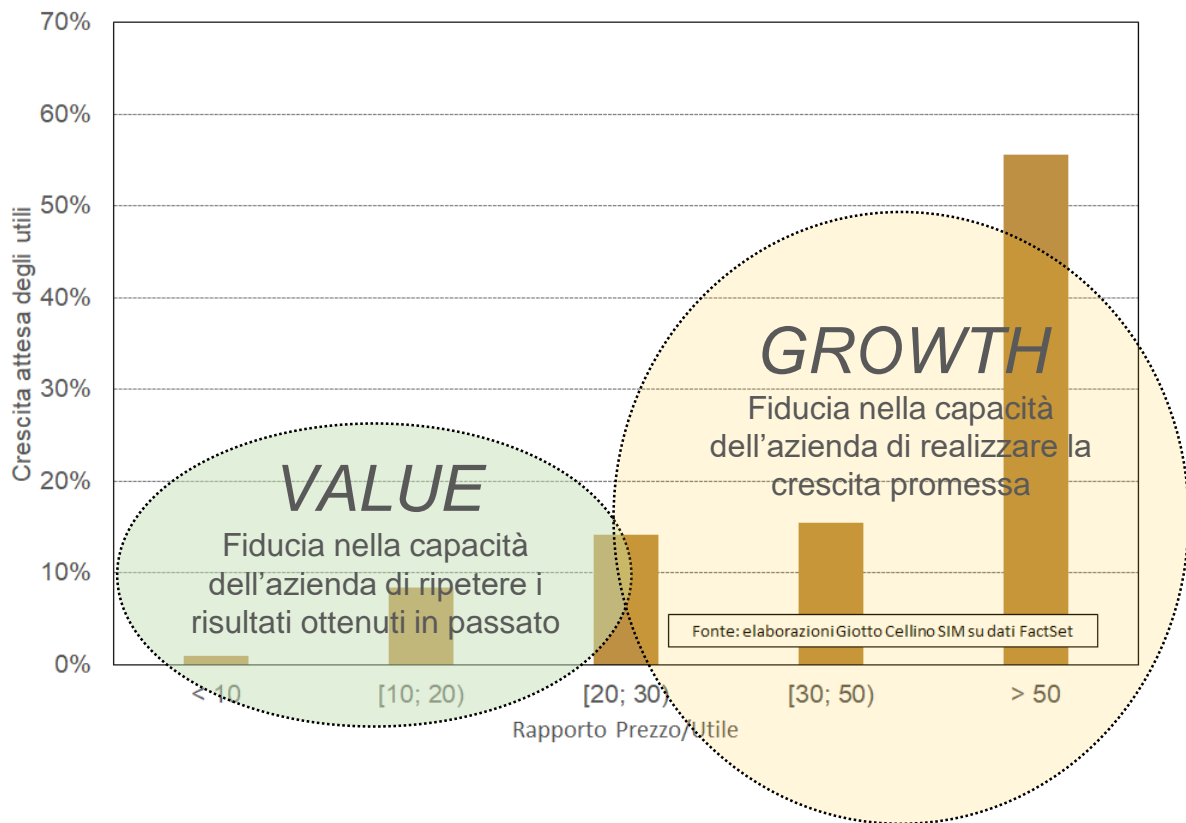
Quindi la crescita del denominatore, che è risultata maggiore di quella del numeratore, ha portato il multiplo dal livello elevatissimo del 2003 a quello contenuto di oggi.

La lunga strada verso il valore

- La strada migliore attraverso la quale una *growth stock* può diventare una *value stock* consiste nel realizzare le promesse di crescita che sono incorporate nella sua elevata valutazione.
Esattamente ciò che ha fatto Apple.
- Gli investitori che hanno creduto in Steve Jobs 20 anni fa, pagando il titolo oltre 100 volte gli utili, hanno vinto la loro scommessa.
- Purtroppo, le cose non vanno sempre in questo modo e **non tutte le azioni ad elevato P/E realizzano le promesse nelle quali gli investitori credono.**

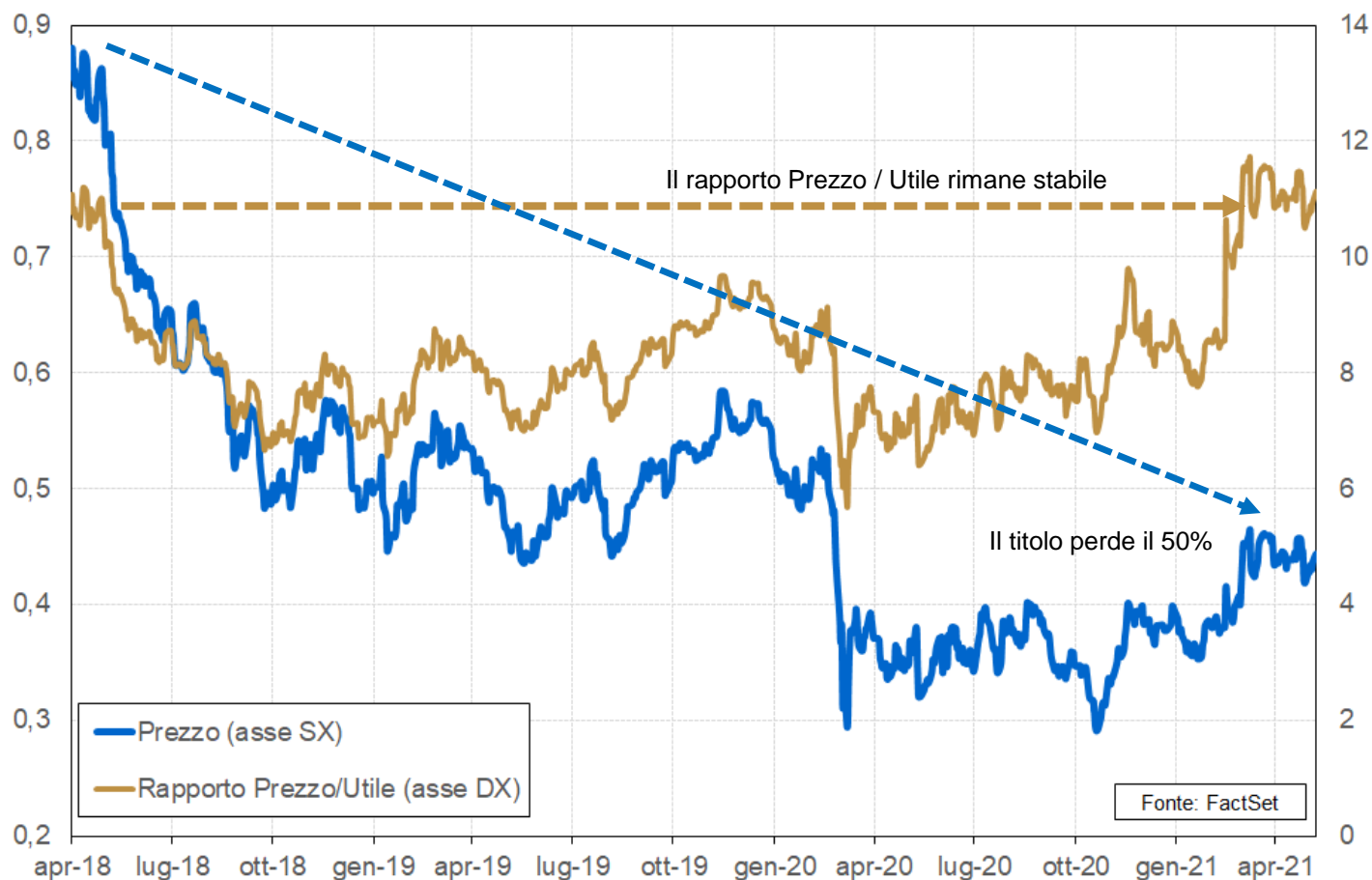
Azioni differenti, rischi differenti

Sia le *growth stocks* che le *value stocks* espongono gli investitori a dei rischi:



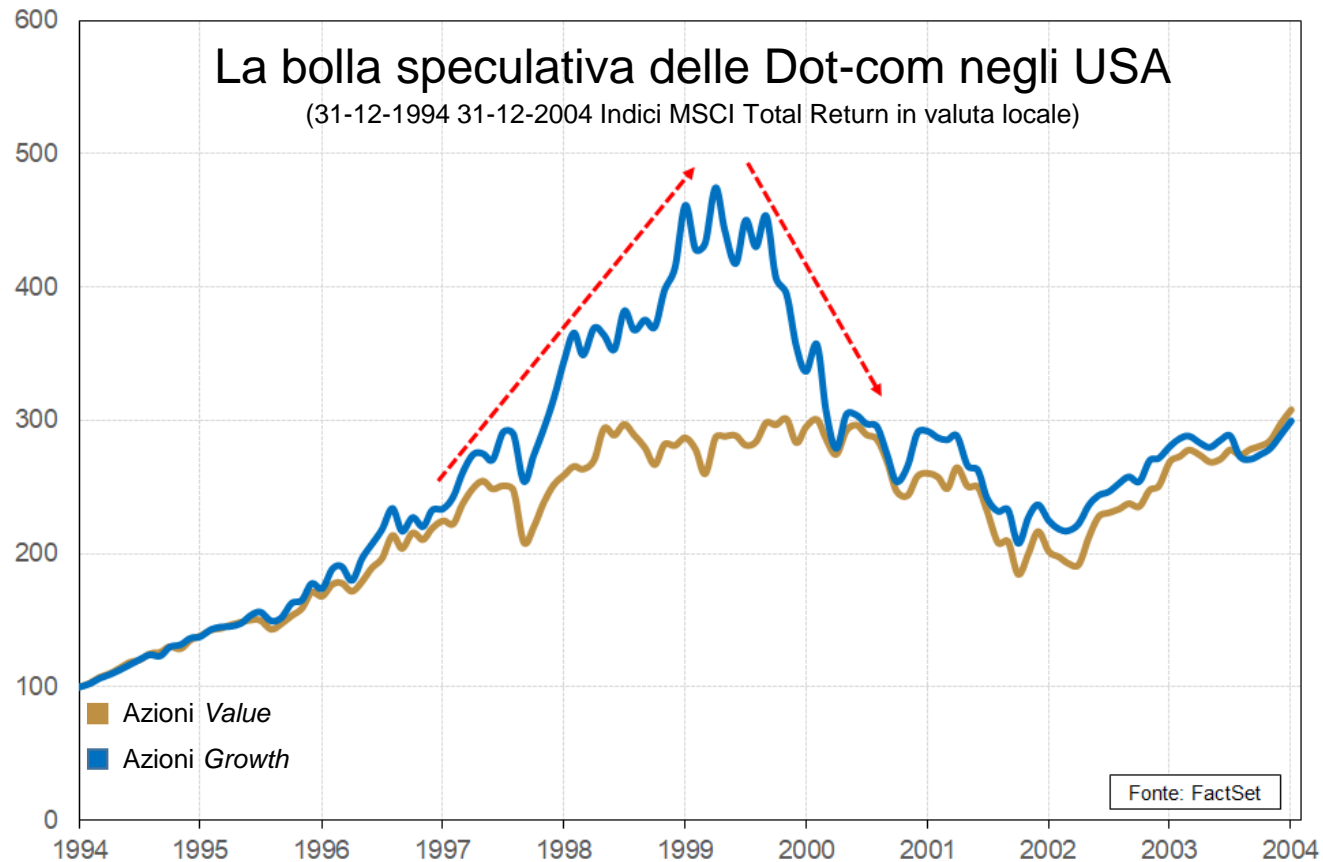
- le azioni *value*, il cui prezzo è giustificato dalla capacità in essere di realizzare profitti, sono evidentemente esposte al rischio che questa caratteristica non venga mantenuta nel tempo;
- le azioni *growth*, il cui prezzo è giustificato dalla realizzazione dei profitti attesi in futuro, sono evidentemente esposte al rischio che tali attese non si realizzino.

Azioni differenti, rischi differenti



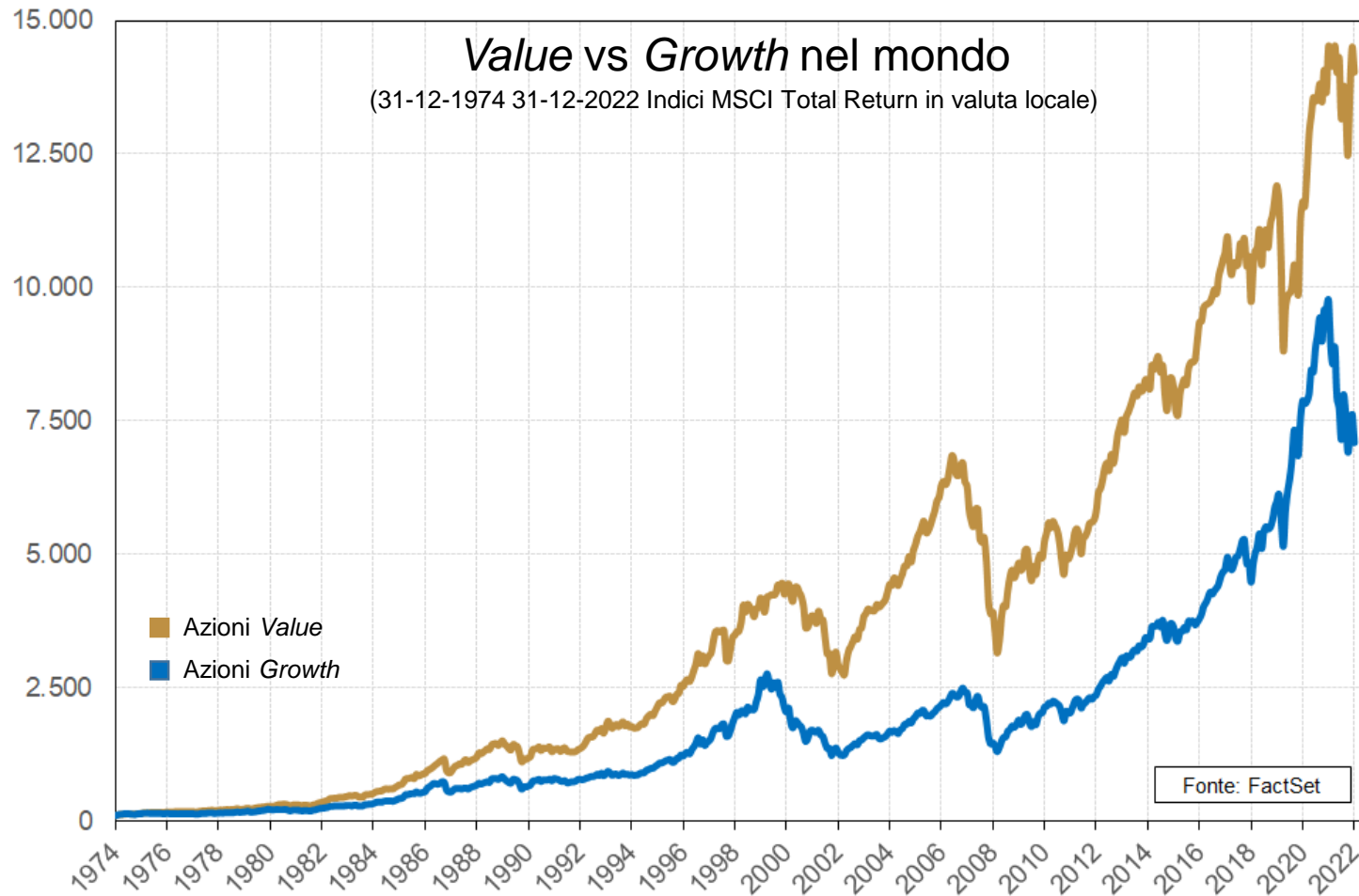
Il principale rischio corso dal *value investor* è la "*value trap*". Il grafico mostra cosa si intende per *value trap*: l'azione mostra un modesto rapporto P/E all'inizio del periodo (poco più di 10) e tale rapporto si ritrova anche tre anni dopo. Nel corso del periodo di osservazione, il prezzo del titolo si è dimezzato, quindi, essendo rimasto costante il P/E, ciò significa che anche l'utile si è dimezzato. **Dunque, il basso livello del P/E all'inizio del periodo non era indicativo di una *value stock*, ma di una società destinata al declino.**

Azioni differenti, rischi differenti



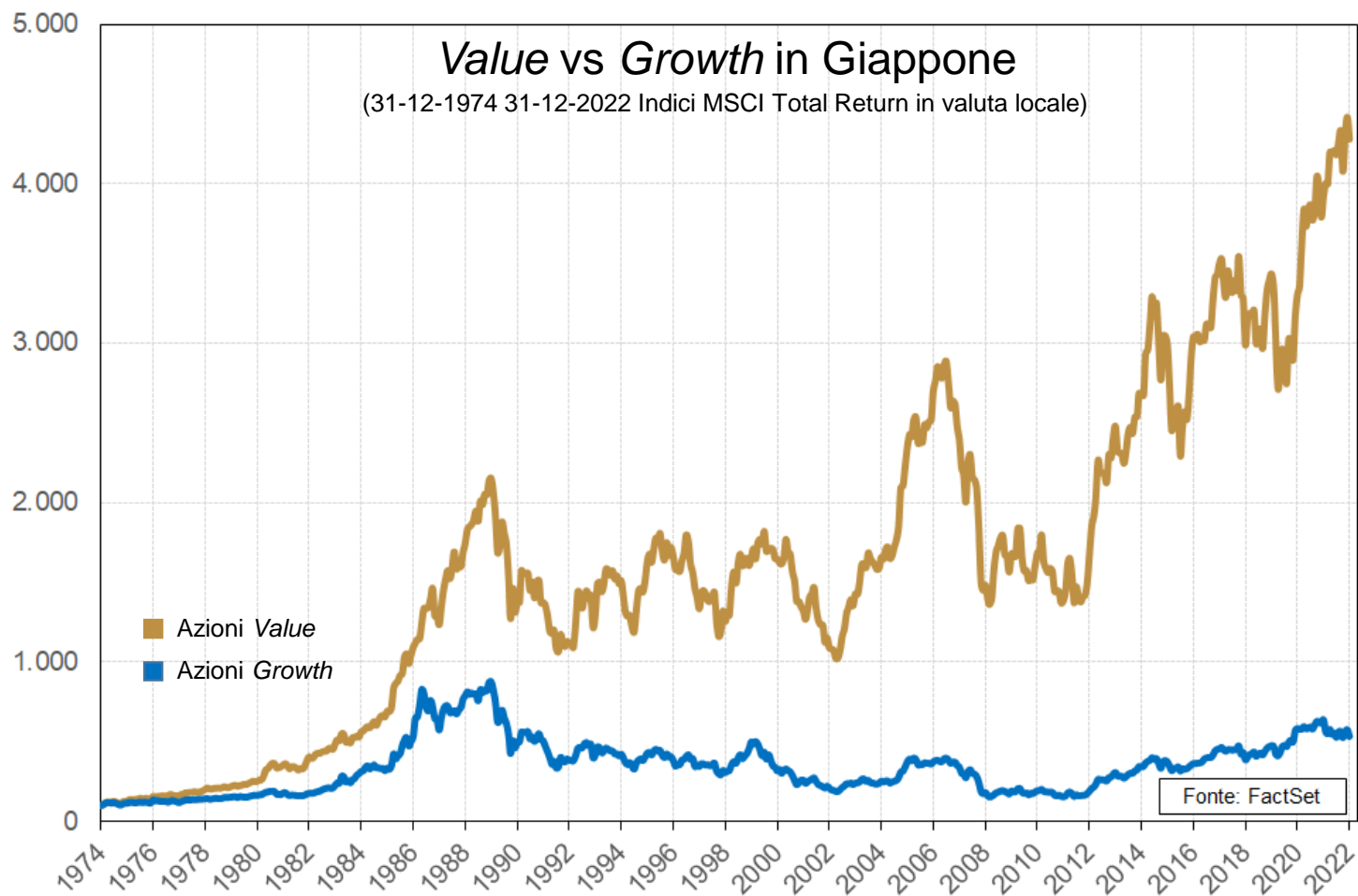
Il principale rischio corso dall'investitore in *growth stocks* è l'esuberanza irrazionale che talvolta gonfia sui mercati bolle speculative. Come detto, le valutazioni delle *growth stocks* sono sostenute da una grande fiducia nel futuro e sono dunque maggiormente soggette a distorsioni dovute all'eccesso di ottimismo. La bolla delle Dot-com ne è un chiaro esempio.

Value o Growth: quali scegliere?



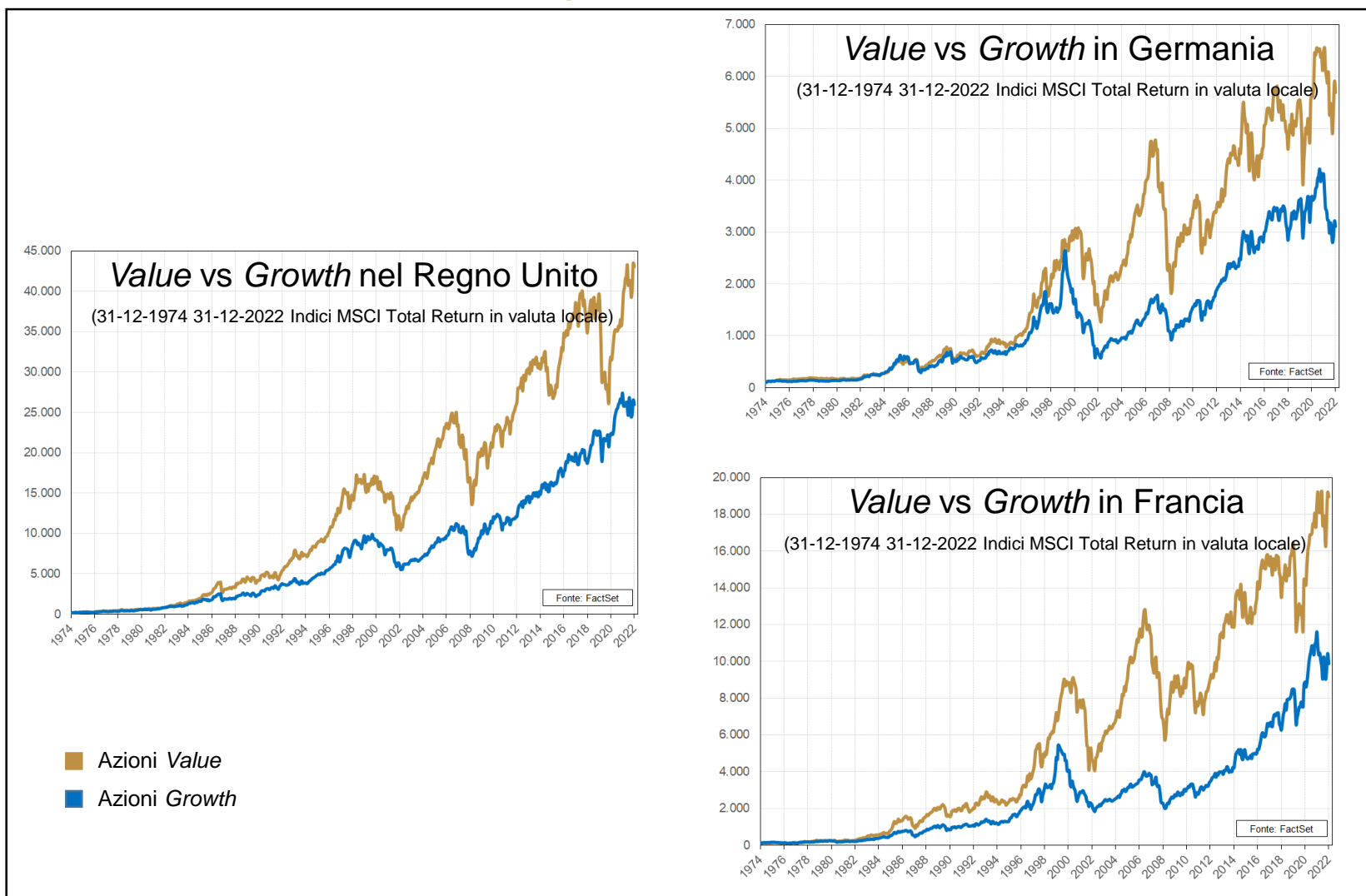
Nel lungo periodo, le *value stocks* hanno sovraperformato le *growth stocks* nel mercato azionario globale. La stessa cosa è accaduta in quasi tutti i principali mercati azionari nazionali ...

Value o Growth: quali scegliere?



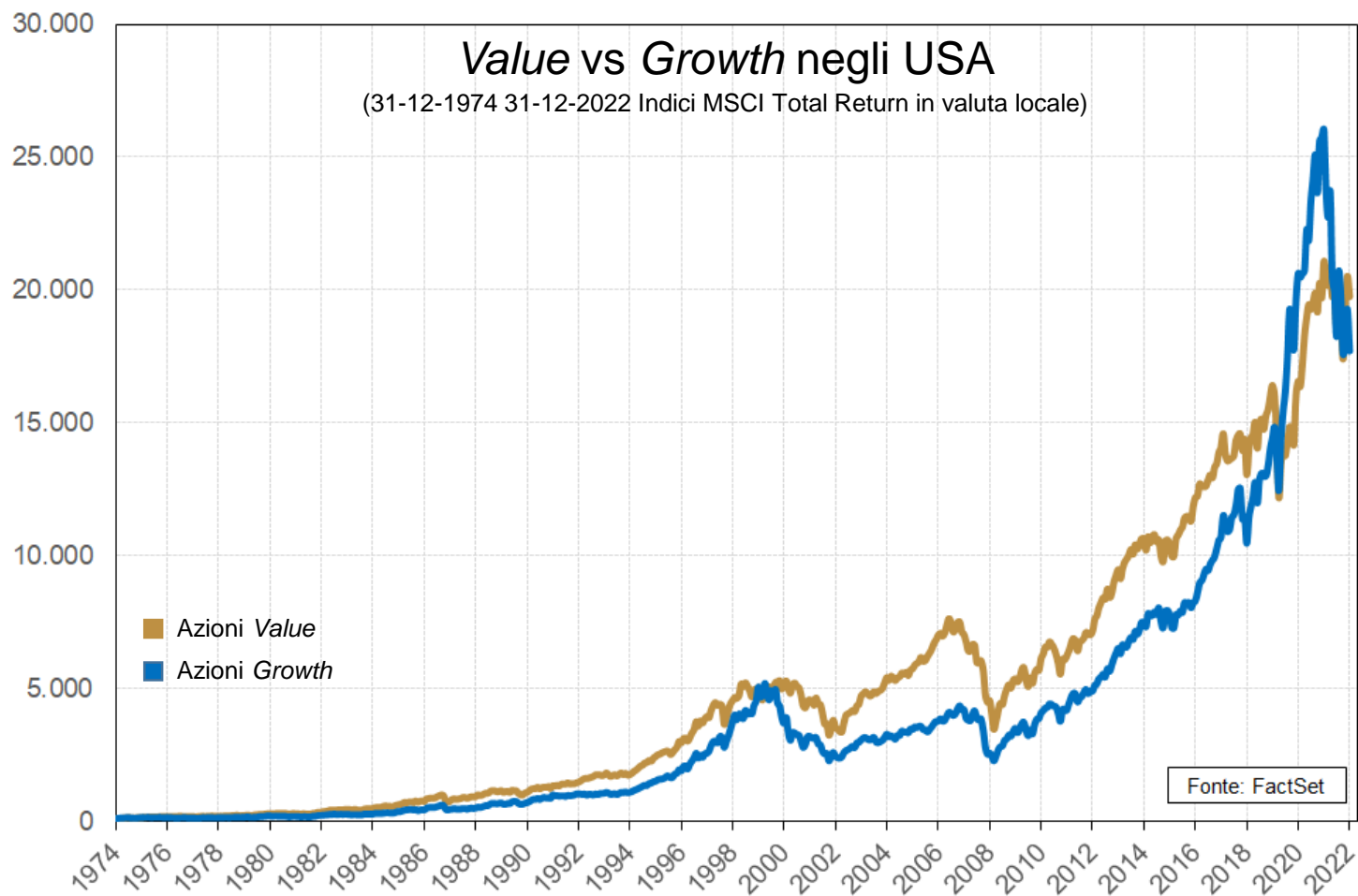
... in alcuni luoghi hanno letteralmente dominato il mercato ...

Value o Growth: quali scegliere?



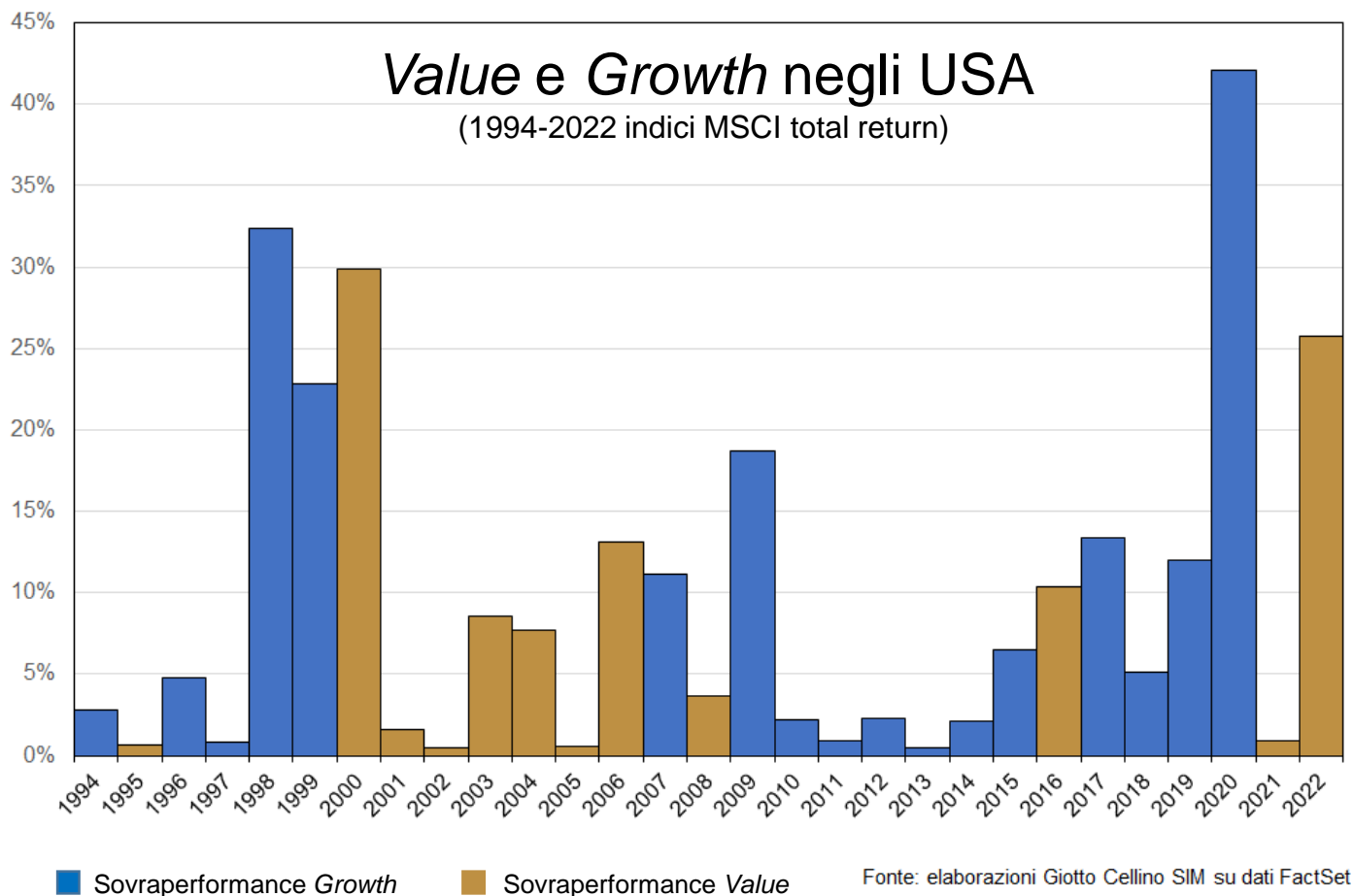
... altrove hanno realizzato sovraperformance notevoli ...

Value o Growth: quali scegliere?



... altrove, invece, le due tipologie di azioni sono artefici di un testa a testa che dura da quasi 50 anni.

Value o Growth: quali scegliere?



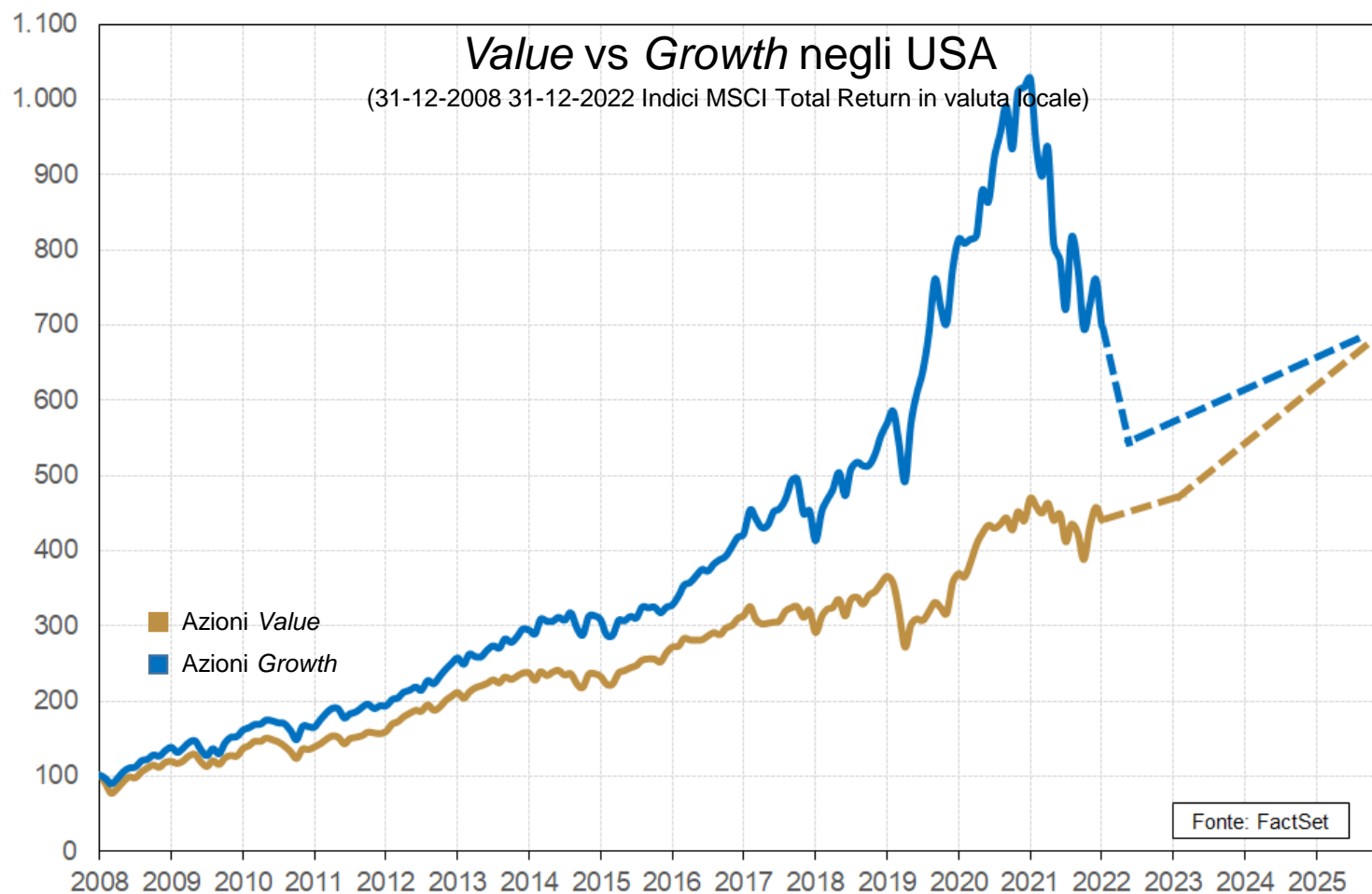
Guardando al mercato USA, ma l'osservazione è valida per la stragrande maggioranza dei listini, negli ultimi tempi si intercettano 3 fasi ben definite:

1994-1999 dominata dal fattore *Growth*

2000-2006 dominata dal fattore *Value*

2007-2020 dominata dal fattore *Growth*

Value o Growth: quali scegliere?



Ciò che sta accadendo richiama molto da vicino quanto si è osservato a cavallo dell'anno 2000 con la bolla delle Dot-com: è dunque probabile che, come accadde allora, il mercato stia entrando in una prolungata fase di sottoperformance delle *growth stocks* (le linee tratteggiate rappresentano ipotesi circa i futuri andamenti, basate sulla nostra previsione di una sottoperformance delle *growth stocks*).

È iniziata l'era del *Value* ?

Numerosi indizi ci portano a ritenere che l'inversione osservata nel 2021 rappresenti l'inizio di una duratura fase di sovraperformance del fattore *Value* :

- la durata senza precedenti della fase di sovraperformance del fattore *Growth* che l'ha preceduta (2007-2020);
- la presa d'atto che le aspettative di crescita degli utili di molte società, gonfiate dalla convinzione che dopo la pandemia gli stili di vita dei consumatori sarebbero radicalmente cambiati, si stanno rivelando eccessivamente ottimistiche;
- il raggiungimento di un livello di valutazione relativa fra i titoli *Growth* e quelli *Value* oggettivamente favorevole ai secondi;
- la concreta possibilità che nei prossimi anni si sperimentino tassi di inflazione significativamente superiori a quelli degli anni passati, determinando così un ambiente maggiormente favorevole ai titoli *Value*.

This publication was produced by Giotto Cellino SIM S.p.A. it is addressed to an indistinct public and is provided for information purposes only. It does not constitute consultancy activities by the SIM itself nor, even less, an offer or solicitation to buy or sell financial instruments. The data used to process the information contained therein are in the public domain and are considered reliable, however Giotto Cellino SIM S.p.A. is unable to ensure its accuracy. All information reported is given in good faith on the basis of available data, but are subject to change without notice at any time after publication. The data for which a source is not indicated are the result of evaluations carried out by the SIM itself. We decline all responsibility for any information exposed in this publication. We invite you to rely exclusively on your own assessments of market conditions when deciding whether to carry out a financial transaction and whether it meets your needs. The decision to carry out any financial transaction is at the sole risk of the recipients of this information.

Giotto Cellino SIM S.p.A. is a subject authorized by Consob to provide the investment services referred to in the Testo Unico della Finanza.