

# Degroof Petercam AM: “Tech, sta per scoppiare un’altra bolla?”

di Quirien Lemey, co-gestore del fondo DPAM Invest B Equities World Sustainable

- **Il premio nelle valutazioni del settore tech rispetto al mercato quest’anno è aumentato**
- **Non siamo nel mezzo di una bolla**
- **Sotto-comparti del settore tech hanno una valutazione meno razionale**
- **Probabilmente stiamo sperimentando un cambiamento strutturale nelle valutazioni del settore tecnologico**

Quasi due decenni: questo il tempo passato dallo scoppio dell’ormai tristemente famosa bolla tecnologica all’inizio del millennio. L’impatto e le conseguenze furono così gravi che il settore tecnologico porterà per sempre i segni di questo evento. Così, di tanto in tanto, solitamente in occasione di un’IPO ampiamente pubblicizzata o di una società tech emergente che chiude il suo ultimo round di private equity, la stessa domanda si ripresenta: siamo nel bel mezzo di un’altra bolla tecnologica? La scorsa settimana la situazione era questa, ma ora un report di Goldman Sachs sostiene che la volatilità dei titoli FAAMG (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft e Google – ora Alphabet) è troppo bassa, e che di conseguenza non includeva i rischi legati al ciclo economico, alla regolamentazione e ai possibili sconvolgimenti strutturali nel settore tech. Inoltre, Goldman ha evidenziato come questi titoli siano largamente diffusi. Ciò ha portato a vendite massive non solo sui titoli FAAMG, ma anche sui titoli tech in tutto il mondo.

## Il 2000 si sta ripetendo?

Mettiamo le cose in chiaro: il settore tecnologico è oggi totalmente diverso da ciò che era negli anni 2000. Le alte valutazioni erano spesso basate sul nulla, in Belgio addirittura su una truffa, come nel caso di Lernaut & Hauspie. Le valutazioni medie nel settore tech erano circa tre volte più elevate rispetto ad oggi. Soprattutto, molte società tech erano in perdita. Oggi, invece, potremmo dire che il settore tecnologico è probabilmente quello che genera i maggiori flussi di cassa. Alla fine tutto si riduce ai numeri. Per ognuno dei titoli FAAMG possiamo affermare che la performance dipende almeno in parte dai numeri raggiunti quest’anno o dai fondamentali, che ne giustificano il movimento. Siamo in presenza di una bolla solo quando ci troviamo davanti a comportamenti o aspettative irrazionali.

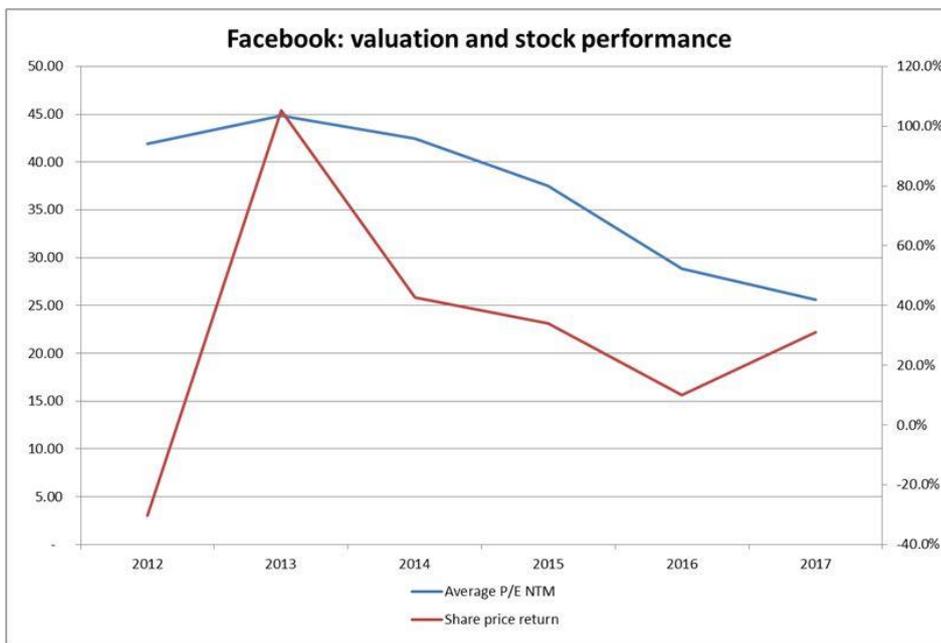
## Il nulla è costoso?

Una distinzione importante è quella tra “old tech” e “new tech”. Il primo si riferisce a compagnie come Apple, Microsoft e molte compagnie produttrici di software. Queste sono generalmente più mature e tendono a essere vere galline dalle uova d’oro con valutazioni relativamente meno costose. Le seconde compagnie sono invece tipicamente più giovani, hanno tassi di crescita molto elevati e consumano liquidità a ritmo elevato (si pensi ad Uber). Queste compagnie tendono ad essere negoziate con multipli elevati. Crediamo che in alcune parti del settore tech possano essere presenti le caratteristiche di una bolla. Ad esempio, l’IPO di SNAP è stata assurdamente costosa e, inoltre, le azioni emesse erano prive di diritto di voto. Tipicamente, si vedono valutazioni ardue da giustificare nei sotto-comparti tecnologici dove difficilmente vi sono compagnie quotate e dove le opportunità di crescita sono notevoli. *Nessuno vuole perdersi il prossimo Amazon o Netflix...* Ma questo porta, a volte, a valutazioni irrazionali.

## Le valutazioni sono elevate?

Non bisogna mai dimenticare che i prezzi dei titoli incorporano le aspettative. A parità di circostanze, valutazioni elevate implicano aspettative elevate. In linea teorica, un titolo che restituisce una crescita del

50% può sia raddoppiare sia dimezzare il proprio valore nel momento in cui ne vengono annunciati i risultati, in base alle aspettative che il mercato ha in quel momento. Quindi, finché queste compagnie tengono fede alle aspettative (aspettative che possono essere, almeno in parte, gestite), il prezzo del titolo può continuare ad avere un'ottima performance. Nel grafico qui sotto, se escludiamo il 2012, anno dell'IPO, vediamo come la performance del titolo Facebook sembri legata positivamente ai livelli della valutazione, ovvero più alta la valutazione, più alto il rendimento del titolo in quel particolare anno. Da ricordare che la stessa IPO fu carica di problemi tecnologici al Nasdaq e avvenne proprio quando era in corso un passaggio accelerato verso il mobile. Non pretendiamo di affermare che ci sia o ci debba essere una relazione positiva tra la performance del titolo e la valutazione, vogliamo semplicemente dimostrare che una valutazione elevata non è necessariamente un problema. Facebook ha mantenuto un'ottima performance, superando con facilità le aspettative lungo la strada e guidando abilmente la compagnia verso la monetizzazione mobile dei suoi utenti.



Fonte: Factset

### Rerating strutturale?

Nulla nel report di Goldman Sachs è sbagliato: è basato su fatti. Quindi sì, i titoli tecnologici portano con sé rischi che possono essere stati, per una certa misura, trascurati. Il che ha condotto alla volatilità eccessivamente bassa e alla larga diffusione di questi titoli. Ma può anche darsi che quello che stiamo sperimentando sia un mercato che sta cominciando a sentirsi a proprio agio con i titoli tecnologici. E può darsi che il mercato sia disposto ad accettare un multiplo più alto per il rischio che sta correndo poiché è più a suo agio con quel rischio. Per esempio, Alphabet ha ricevuto una multa record dal commissario europeo Vestager per aver abusato della sua posizione dominante sul mercato. Salvo cambiamenti nella regolamentazione stessa, saremmo sorpresi se il titolo fosse fortemente danneggiato da questo evento. Ciò che è certo è che il settore tech ha sovraperformato il mercato, che lo si consideri su orizzonti di 1,2,3,4,5,10 o 20 anni. I premi nella valutazione erano dunque meritati, vorremmo far notare.