
European Smaller Companies

Febbraio 2024



Francis Ellison

Gestore di portafoglio clienti, Azioni europee

- **L'aumento dei tassi d'interesse ha ostacolato l'andamento delle quotazioni azionarie delle small cap in crescita, ma senza necessariamente influire sulla loro performance operativa**
- **L'inflazione sta scendendo, i tassi d'interesse stanno per toccare il picco e gli utili societari crescono, il che rende interessanti le valutazioni delle small cap**
- **Ciò depone a favore di nuove sovraperformance per le aziende di qualità e in crescita**

I tassi d'interesse e il costo del capitale sono essenziali per la performance delle small cap in crescita. La maggior parte degli investitori acquista small cap per la crescita, non per il valore. I motivi sono molteplici:

- nel caso delle small cap, i rischi legati all'acquisto di un modello a crescita più bassa con una valutazione contenuta sono più elevati
- i bilanci sono più vulnerabili
- i modelli di business sono più concentrati e meno diversificati
- la liquidità rappresenta una sfida, quindi per gli investitori vendere le azioni in caso di cattive notizie potrebbe rivelarsi costoso o difficile

Ciò significa che è più sicuro concentrarsi sulla qualità e sulla crescita, acquistando modelli di business affidabili con utili sostenibili e ripetibili e, in definitiva, una crescita sostenuta. Lo svantaggio è che le società con queste caratteristiche hanno valutazioni più elevate.

Questi fattori sono sempre importanti, ma lo diventano ancora di più quando i tassi d'interesse sono alti e il contesto economico si deteriora.

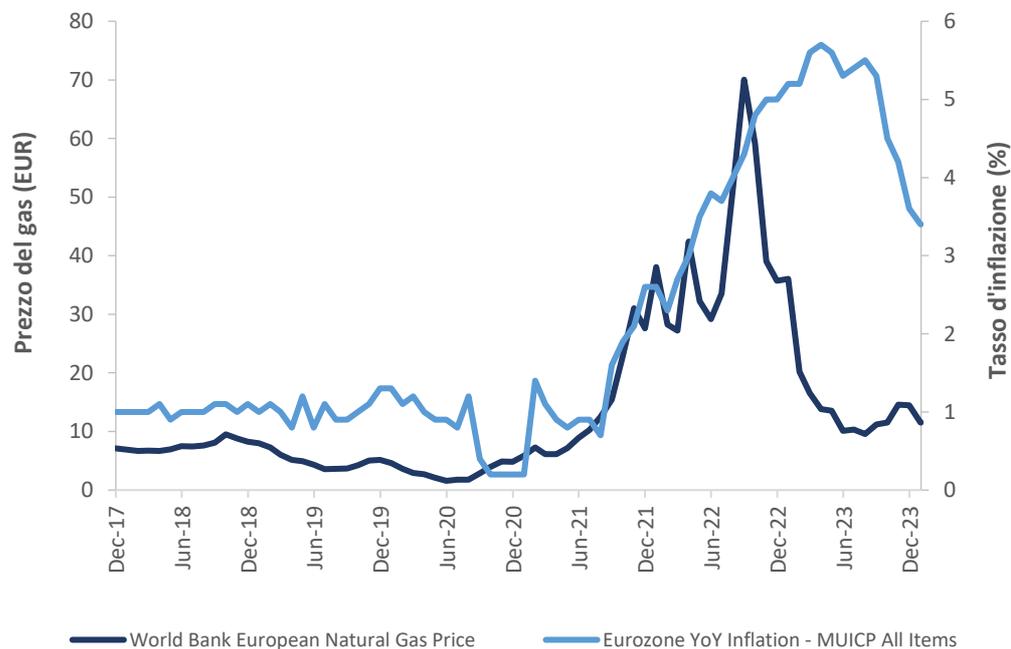
Di solito le società di tipo "growth" vengono valutate con il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF), di cui le previsioni sui tassi d'interesse sono una componente importante. In parole povere, il metodo DCF valuta i flussi di cassa futuri, scontando il valore degli utili futuri in base ai tassi d'interesse. Tassi più elevati significano utili futuri inferiori a quelli attuali. Un flusso di rendimenti a lungo termine in precedenza molto elevato vale meno se scontato a un tasso più alto.

Negli ultimi due anni i tassi d'interesse sono aumentati a causa dell'inflazione. Con l'allentamento delle restrizioni anti-Covid e la ripresa della domanda, le catene produttive hanno evidenziato una certa debolezza, alimentando le pressioni inflazionistiche. La guerra in Ucraina ha aggravato la situazione, poiché i prezzi del petrolio e del gas sono saliti e i paesi occidentali hanno iniziato a perseguire l'indipendenza energetica dalla Russia. Ciò ha segnato la fine della lunga era della bassa inflazione e dei bassi tassi d'interesse. Da allora le catene produttive si sono adattate, ma oltre alla lunga situazione di stallo con la Russia, sono emerse nuove minacce: il conflitto in Israele e a Gaza, che si è propagato con gli attacchi nel Mar Rosso e ulteriori problemi con l'Iran e i suoi alleati, oltre alle tensioni con la Cina per Taiwan. Vediamo una tendenza contraria alla globalizzazione (nearshoring e onshoring) e verso maggiori misure di stimolo governative.

Inizialmente le banche centrali hanno sottovalutato il problema dell'inflazione e hanno dovuto innalzare rapidamente i tassi per tenere conto dei nuovi rischi. Ora, nonostante l'incertezza geopolitica, la tendenza al rialzo dei tassi d'interesse potrebbe essersi conclusa.

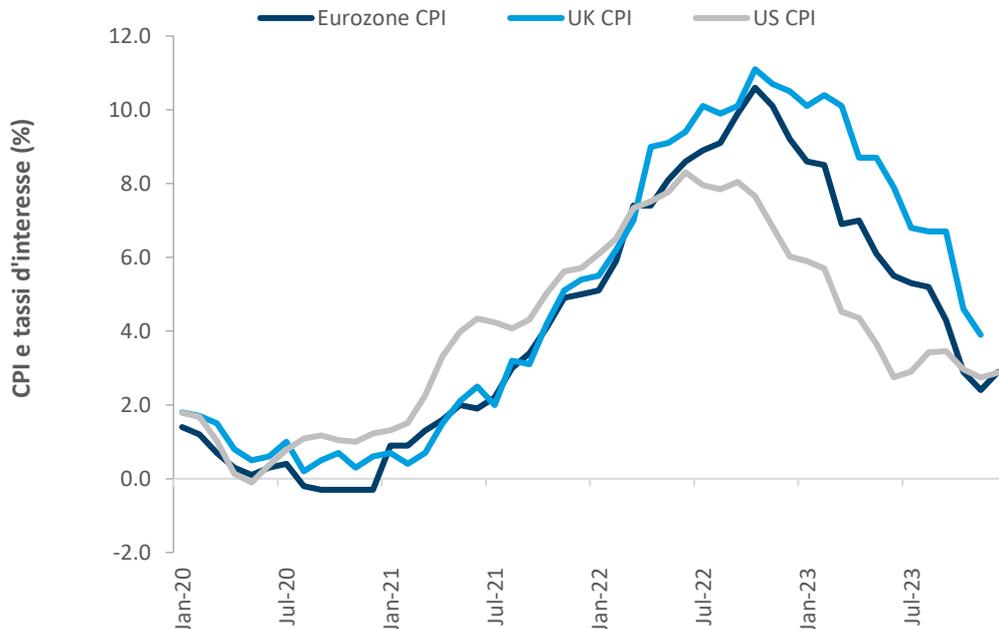
In Europa i prezzi del gas naturale hanno fatto salire l'inflazione più che negli Stati Uniti. Il recente calo del prezzo del gas dovrebbe far scendere l'inflazione in Europa (Figure 1 e 2), quindi i tassi dovrebbero raggiungere il picco.

Figura 1: In Europa i prezzi del gas hanno raggiunto il massimo e ora l'inflazione sta scendendo



Fonte: Bloomberg, dicembre 2023

Figura 2: L'inflazione in Europa sta diminuendo



Fonte: Bloomberg, dicembre 2023

Il PIL dell'eurozona ha ristagnato nel 2023. L'aumento dell'inflazione e dei tassi d'interesse è stato una delle cause principali, con un impatto sugli investimenti in capitale e sulla fiducia dei consumatori. L'inflazione elevata ha ridotto il reddito disponibile, mentre l'aumento dei tassi d'interesse ha fatto lievitare i costi di mutui e affitti. Di conseguenza, i consumatori e le imprese hanno dovuto tirare la cinghia. Se i tassi d'interesse hanno raggiunto il picco, anche se l'austerità non si invertisse rapidamente, dovremmo aver toccato il punto di minimo.

Paradossalmente, una crescita più debole è positiva per i titoli growth, a patto che le aziende riescano a continuare a espandersi in controtendenza rispetto al rallentamento dell'economia nel suo complesso. Non è facile, ma le società che ci riescono poi quotano a premio, innanzitutto perché la loro crescita è più rara e in secondo luogo perché l'indebolimento della crescita economica può tradursi in un calo dei tassi d'interesse e quindi far aumentare le loro valutazioni DCF. Le società che riescono a sopportare tassi d'interesse più elevati, ossia che ne risentono solo in termini di valutazioni e non di attività sottostante, sono buoni investimenti e la flessione crea un'opportunità d'acquisto interessante.

Performance delle small cap rispetto alle large cap

Negli ultimi tre anni, le small cap hanno sottoperformato le large cap (Figura 3). Questa debolezza è ascrivibile al loro orientamento alla crescita, nonché alla loro minore presenza nelle aree che hanno beneficiato della mutazione del contesto: il settore petrolifero (favorito dall'aumento dei prezzi) e quello bancario (in cui i margini d'interesse sono cresciuti). La debolezza dei mercati ha un effetto maggiore sulle quotazioni azionarie delle small cap rispetto a quelle delle aziende più grandi, perché gli asset allocator tendono a sottopesare una classe di

attivi percepita come più rischiosa o più volatile. Se i prezzi del petrolio, l'inflazione e i tassi d'interesse hanno raggiunto il picco, questa tempesta perfetta potrebbe essere passata.

Figura 3: Rendimenti cumulativi degli indici MSCI Large Cap e Small Cap

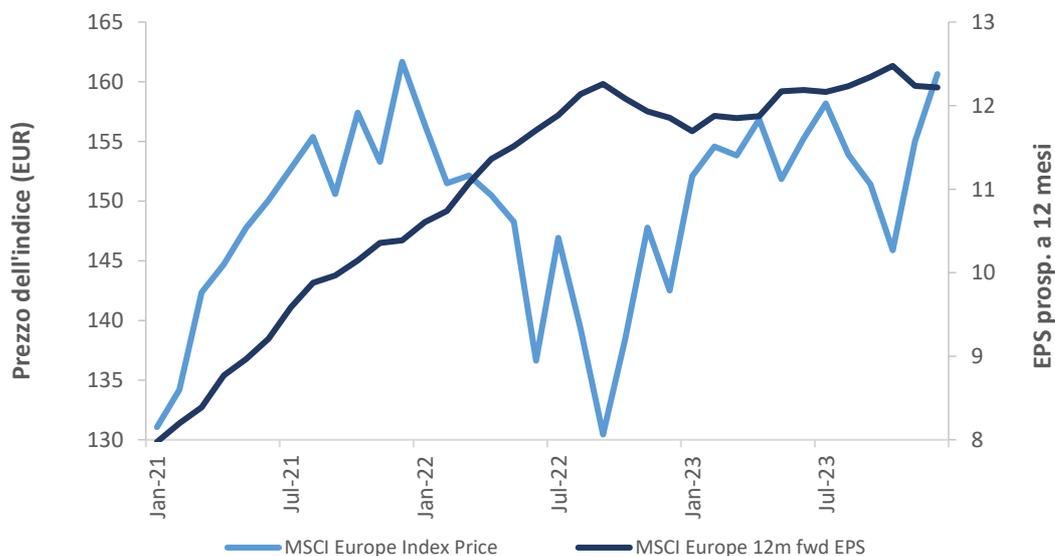


Fonte: Bloomberg, dicembre 2023

Valutazioni

Nonostante il contesto economico poco favorevole e la volatilità della situazione geopolitica, le revisioni degli utili per azione dell'eurozona sono state positive per tutto il 2023 (Figure 4). Al momento l'Europa presenta valutazioni allettanti, soprattutto rispetto agli Stati Uniti. Le small cap ne beneficeranno tanto quanto le large cap.

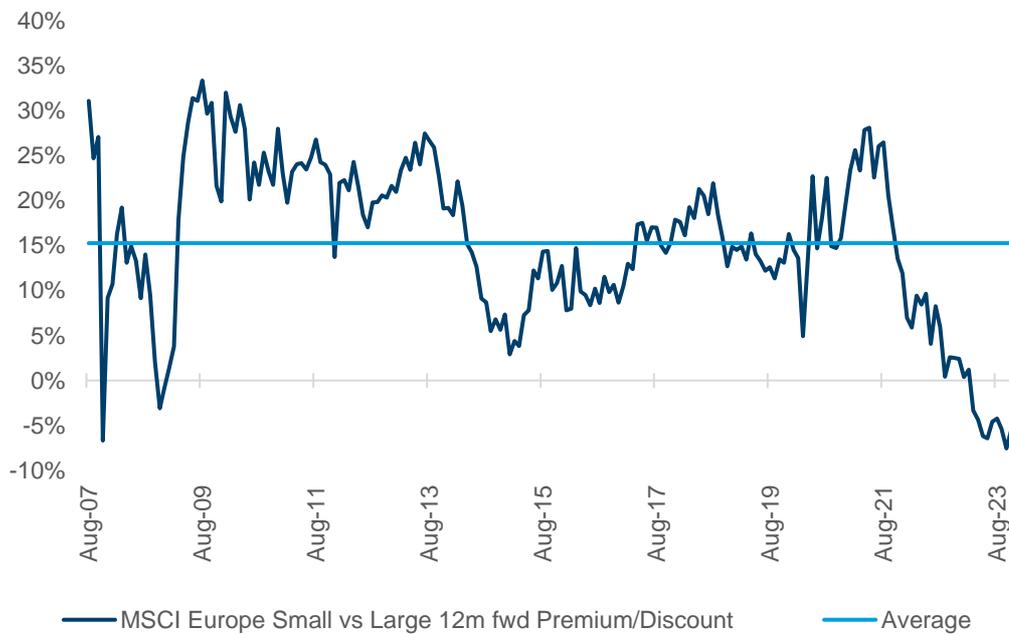
Figura 4: Gli utili in Europa continuano ad essere rivisti al rialzo



Fonte: Bloomberg, dicembre 2023

Avendo sottoperformato le large cap, le small cap in Europa presentano le valutazioni relative più interessanti mai registrate dalla crisi finanziaria globale (Figura 5).

Figura 5: Le small cap europee quotano a sconto per la prima volta dalla crisi finanziaria globale

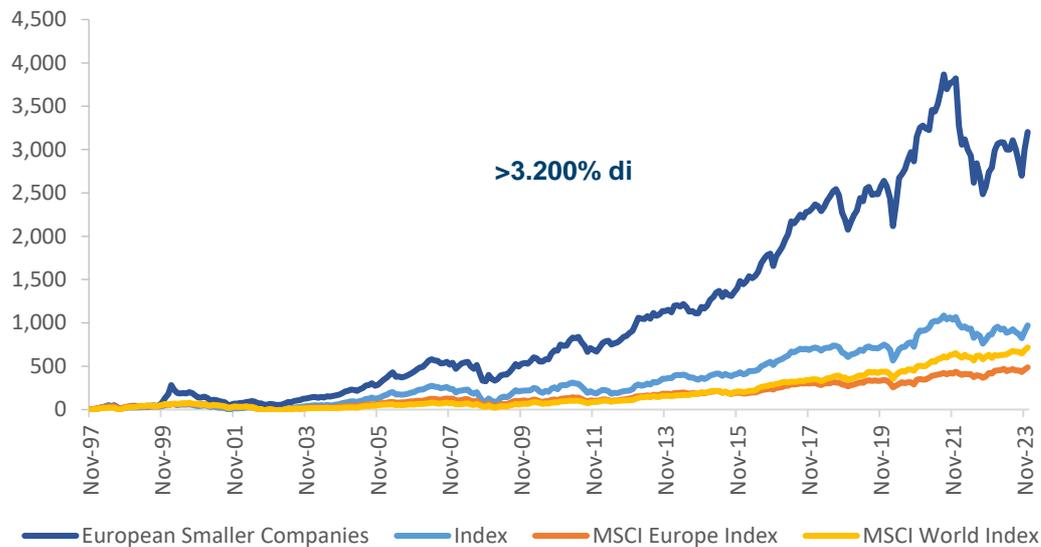


Fonte: Bloomberg, dicembre 2023

Performance di Columbia Threadneedle Investments

Il nostro team dedicato alle small cap vanta un track record di lungo periodo invidiabile. La performance della nostra strategia incentrata sulle società europee di minori dimensioni, che nel 2022 ha festeggiato il suo 25° anniversario, è illustrata nella Figura 6.

Figura 6: Sovraperformance di lungo periodo della strategia European Smaller Companies



Fonte: Columbia Threadneedle Investments e FactSet, dati al 31 dicembre 2023. >3.200% è il rendimento cumulato dal lancio. I rendimenti passati non sono una garanzia di risultati futuri. Tutti i dati sono su base geometrica e sono espressi in EUR. I rendimenti dei fondi al lordo delle commissioni si basano sui tassi di rendimento ponderati nel tempo al netto di commissioni, costi di transazione e imposte non recuperabili su dividendi, interessi e plusvalenze usando l'ultimo prezzo negoziato degli investimenti o la valutazione basata sull'offerta. I flussi di cassa sono calcolati alla fine della giornata e non includono le commissioni di entrata e di uscita. I rendimenti dell'indice comprendono le plusvalenze e presuppongono il reinvestimento del reddito. L'indice non include commissioni o spese e non è possibile investirvi direttamente. Il rendimento del vostro investimento può variare a seguito di fluttuazioni valutarie qualora il vostro investimento sia effettuato in una valuta diversa da quella utilizzata nel calcolo dei risultati passati. I dati si riferiscono a un conto rappresentativo. A scopo puramente informativo. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione di acquisto o di vendita. Data di lancio: 10 novembre 1997.

Come già detto, il 2022 è stato una tempesta perfetta e i nostri portafogli non ne sono usciti indenni. Molte delle nostre società hanno conseguito ottimi risultati sul piano operativo, ma le valutazioni sono crollate. La nostra strategia, che consiste nello sfruttare i punti di forza delle small cap acquistando aziende con modelli di business sostenibili e prevedibili e che generano rendimenti elevati e in crescita, ne ha risentito più dell'indice.

Tuttavia, la nostra tesi è che la tempesta sia finita. Il contesto macroeconomico potrebbe tornare almeno in parte alle tendenze precedenti, la crescita potrebbe nuovamente giustificare valutazioni più elevate e le società di alta qualità potrebbero tornare a quotare a premio.

In questo contesto di mercato mutevole non siamo rimasti inattivi. Il nostro processo è sempre stato flessibile e ha fatto leva sui punti di forza dei singoli membri e del team. Ora rivalutiamo con un rigore ancora maggiore le società le cui quotazioni possono essere scese a causa di cattive notizie. Lavoriamo insieme a colleghi specializzati nelle large cap che conoscono in modo approfondito i settori e le aziende dell'Europa continentale. Collaboriamo anche con il nostro team azionario britannico, leader del settore, che ci aiuta a identificare i titoli migliori su quel mercato. Sempre più spesso ci avvaliamo di un team interno di specialisti che forniscono

ricerche di prim'ordine sui settori del mercato più ampi, in cui è importante avere una prospettiva globale. Con questi team, che sono più grandi di prima, abbiamo contatti più stretti, il che rende queste risorse ancora più preziose nella nostra ricerca finalizzata a ottenere il meglio per i portafogli dei nostri clienti.

Prospettive

Continuiamo a concentrarci su aziende di qualità superiore e in crescita che possono prosperare in qualsiasi contesto macroeconomico. I tassi d'interesse, e quindi i tassi di sconto, più elevati significano che dobbiamo essere sempre più critici nei confronti delle valutazioni di questi titoli.

Figura 7: Lo stile "quality" sovraperforma "growth" e "value" nel lungo periodo



Fonte: Bloomberg, dicembre 2023. Rendimenti dividendi esclusi degli indici di stile MSCI Europe normalizzati rispetto all'indice MSCI Europe.

Rimaniamo cautamente ottimisti; le valutazioni sono interessanti in termini sia assoluti che relativi e la qualità è tornata in auge: il calo dell'inflazione e il picco dei tassi d'interesse favoriranno i nostri portafogli di small cap.

Threadneedle Europe ex UK Small Cap Composite

GIPS Report

Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC

Reporting Currency: USD

Statement of Performance Results

Calendar Year	Gross-of-fees Return (%)	Net-of-fees Return (%)	Index Return (%)	Composite 3-Yr St Dev (%)	Index 3-Yr St Dev (%)	Internal Dispersion (%)	Number of Portfolios	Total Composite Assets (mil.)	Total Firm Assets (bil.)
2023	21.06	20.05	17.55	23.57	21.68	N.A.	≤ 5	1,937.5	122.45
2022	-33.98	-34.55	-26.40	26.03	26.52	N.A.	≤ 5	1,847.9	114.86
2021	16.00	15.03	14.33	20.13	22.26	N.A.	≤ 5	3,217.0	161.32
2020	26.50	25.87	22.68	21.17	22.95	N.A.	≤ 5	3,004.3	149.82
2019	30.73	30.09	25.47	13.87	13.30	N.A.	≤ 5	2,762.0	140.52
2018	-15.44	-15.87	-17.79	14.10	14.51	N.A.	≤ 5	2,447.4	121.83
2017	42.23	41.54	34.97	13.11	13.50	N.A.	≤ 5	3,049.1	147.49
2016	-1.25	-1.74	3.38	13.88	14.64	N.A.	≤ 5	1,868.5	130.04
2015	18.33	17.75	10.80	12.12	14.53	N.A.	≤ 5	2,051.8	141.34
2014	-4.75	-5.22	-7.63	13.19	17.36	N.A.	≤ 5	1,622.5	148.22

Annualized Trailing Performance as of December 31, 2023

Period	Gross-of-fees Return (%)	Net-of-fees Return (%)	Index Return (%)
1 Year	21.06	20.05	17.55
5 Years	8.92	8.15	8.77
10 Years	7.45	6.81	5.98
Inception	10.58	9.98	7.40

Inception Date: December 31, 1999

1 Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC ("la Società") dichiara di essere conforme ai Global Investment Performance Standards (GIPS®) e ha redatto e presentato questa relazione in conformità agli Standard GIPS. Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC è stata sottoposta a revisione indipendente da Ernst & Young LLP per i periodi compresi tra il 1° gennaio 2000 e il 31 dicembre 2022. Le relazioni dei revisori sono disponibili su richiesta. Un'azienda che dichiara di essere conforme agli standard GIPS deve implementare politiche e procedure finalizzate all'osservanza di tutti i requisiti applicabili previsti dagli standard GIPS. La revisione verifica che le politiche e le procedure aziendali relative al mantenimento del composite e dei fondi collettivi, nonché al calcolo, alla presentazione e alla distribuzione della performance, siano state definite nel rispetto degli standard GIPS e che siano state implementate a livello di azienda. La revisione non garantisce l'accuratezza della presentazione di una specifica relazione sulla performance. GIPS® è un marchio registrato del CFA Institute. Il CFA Institute non promuove questa organizzazione né garantisce l'accuratezza o la qualità del contenuto del presente materiale.

2. Per "Società" si intendono tutti i portafogli gestiti da Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC (nota come Threadneedle Asset Management anteriormente al 1° gennaio 2021), che comprende Threadneedle Asset Management Limited (TAML), Threadneedle International Limited (TINTL), Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited (TIS) e Threadneedle Management Luxembourg S.A. (TMLSA), esclusi i portafogli immobiliari investiti direttamente. La definizione di Società è stata ampliata nel 2015 per includere i portafogli gestiti dalle nuove affiliate di Threadneedle Asset Management a Singapore. TAML e TINTL sono autorizzate e regolamentate nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority (FCA). TINTL è inoltre registrata in qualità di consulente per gli investimenti presso la U.S. Securities and Exchange Commission e in qualità di Commodities Trading Advisor (consulente per la negoziazione di materie prime) presso la U.S. Commodity Futures Trading Commission. TIS è regolamentata a Singapore dalla Monetary Authority of Singapore. TMSLA è autorizzata e regolamentata in Lussemburgo dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). In data 1° luglio 2020 Threadneedle Asset Management Malaysia Sdn. Bhd (TAMM) è stata rimossa dalla Società. Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle. A partire dal 30 marzo 2015 il gruppo di società di Columbia e Threadneedle, costituito da molteplici imprese distinte e separate conformi agli standard GIPS, ha cominciato a utilizzare il marchio globale Columbia Threadneedle Investments.

3. La strategia investe in azioni di società che hanno sede o che svolgono una parte significativa della propria attività nell'Europa continentale. Le società in cui investe la strategia (al momento dell'acquisto) generalmente non comprendono le 300 maggiori società europee (misurate in base alla capitalizzazione di mercato del flottante libero). Gli strumenti derivati possono essere utilizzati con finalità di efficiente gestione del portafoglio e di gestione valutaria. L'impiego primario di derivati non è finalizzato alla creazione di posizioni d'investimento con elevata leva finanziaria. Il composite è stato creato il 30 giugno 2006.

4. I rendimenti al lordo delle commissioni sono tassi di rendimento ponderati per il periodo di riferimento, con flussi di cassa calcolati alla fine della giornata. I rendimenti riflettono il reinvestimento dei dividendi e di altri proventi, al netto delle spese e di altri costi di transazione. I rendimenti sono calcolati al netto delle ritenute d'acconto non recuperabili su dividendi, interessi e plusvalenze e sono presentati al lordo delle commissioni di gestione e di custodia ma al netto delle spese di negoziazione. I rendimenti dei composite sono calcolati utilizzando i rendimenti mensili e le ponderazioni sottostanti dei portafogli all'inizio del periodo. I rendimenti periodici sono collegati geometricamente per

calcolare i rendimenti di lungo periodo. I rendimenti al netto delle commissioni sono calcolati deducendo la commissione rappresentativa dal rendimento mensile lordo. Prima del 30 settembre 2022, i rendimenti lordi erano calcolati utilizzando le valutazioni approvate giornaliere alla chiusura globale e i flussi di cassa all'inizio della giornata, ed erano presentati al lordo delle commissioni di gestione e di custodia ma al netto delle spese di negoziazione. I rendimenti sono espressi al lordo di eventuali ritenute alla fonte. Le politiche per la valutazione degli investimenti, per il calcolo della performance e per la preparazione delle presentazioni GIPS, nonché gli elenchi delle descrizioni del composite, delle descrizioni dei fondi collettivi e della distribuzione più ampia dei fondi collettivi sono disponibili su richiesta.

5. La dispersione dei rendimenti annui è misurata dalla deviazione standard equiponderata dei rendimenti dei portafogli rappresentati all'interno del composite per l'intero anno. La dispersione è riportata solo nei casi in cui sono presenti sei o più portafogli durante l'intero periodo di riferimento. La deviazione standard non viene riportata se non sono disponibili dati sui rendimenti mensili relativi ad almeno 36 mesi.

6. La deviazione standard ex-post annualizzata su tre anni misura la variabilità dei rendimenti del composite e del benchmark, al lordo delle commissioni, nel precedente periodo di 36 mesi.

7. La struttura commissionale che segue rappresenta la struttura commissionale di riferimento attualmente utilizzata per i clienti istituzionali che richiedono servizi di gestione degli investimenti nella strategia designata: 0,85% sui primi GBP 50 milioni; 0,75% sui successivi GBP 100 milioni; 0,65% sui successivi GBP 350 milioni; 0,6% sull'importo restante. Le informazioni sulla performance al lordo delle commissioni non riflettono la deduzione delle commissioni di gestione. La dichiarazione che segue dimostra, con un esempio ipotetico, l'effetto composto delle commissioni sul rendimento di un investimento: Se il tasso di rendimento annuo di un portafoglio è pari al 10% per 5 anni e la commissione di gestione annua è pari a 85 punti base, il rendimento lordo totale a 5 anni ammonterebbe al 61,1% a fronte di un rendimento a 5 anni al netto delle commissioni pari al 54,3%.

8. Il benchmark è l'MSCI Europe ex UK Small Cap Index. Prima del 30 luglio 2023 era l'EMIX Smaller European Companies Ex UK Index; la sostituzione è dovuta al fatto che gli indici EMIX non vengono più pubblicati. L'MSCI Europe ex UK Small Cap Index rappresenta le azioni di società a bassa capitalizzazione di 14 mercati sviluppati europei. Composto da 732 titoli, l'indice copre il 14% circa della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante dei mercati sviluppati europei, Regno Unito escluso. I rendimenti degli indici riflettono il reinvestimento dei dividendi e di altri proventi e non sono coperti dalla relazione dei revisori indipendenti.

9. I rendimenti passati non sono una garanzia di risultati futuri ed è possibile una perdita di valore. Non vi sono garanzie che l'obiettivo d'investimento venga raggiunto o che le aspettative di rendimento siano realizzate. Si dovrebbe prestare attenzione nel confrontare questi risultati con quelli pubblicati da altri consulenti per gli investimenti, altri veicoli d'investimento e indici non gestiti a causa di possibili differenze nei metodi di calcolo.



Avvertenze

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o di tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). La presente è una comunicazione di marketing. Il riferimento a specifici titoli non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto.

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio. Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. Gli investimenti internazionali comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi. Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia. Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Publicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A. Registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.

columbiathreadneedle.com

02.24 | CTEA6412018.1