



L'enigma delle small cap... o delle large cap?

18 marzo 2024

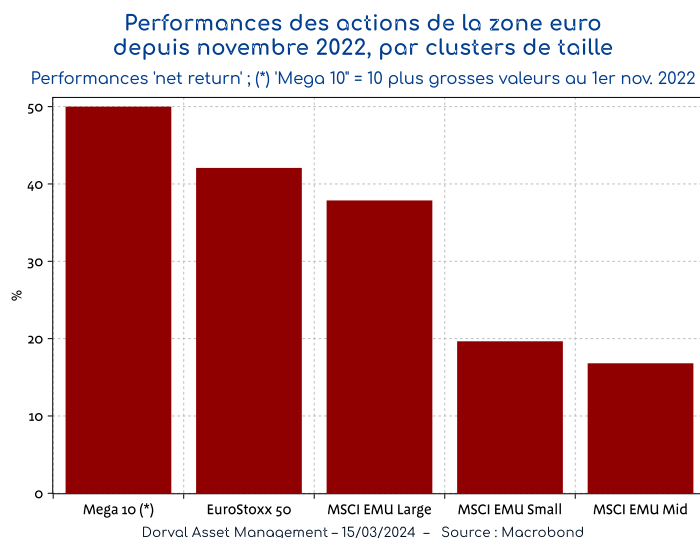
Gentili Clienti, gentili Partner,

Si è scritto molto sulla sottoperformance delle small cap europee rispetto agli indici. Si tratta di un'illusione ottica o di un problema reale?

Dall'inizio della ripresa del mercato azionario, ossia dal punto di minimo del novembre 2022, l'universo delle small cap europee sembra - ci dicono - essere in ritardo rispetto al resto del mercato. Ad un esame più approfondito (grafico 1), questa idea è in parte fuorviante. In effetti, le mid cap (€7 miliardi di capitalizzazione media) hanno registrato una performance in linea con le small cap (€1 miliardo di capitalizzazione media). Quindi, quello a cui stiamo assistendo è più che altro un fenomeno di mercato azionario, per il momento favorevole alle large cap in generale, e particolarmente favorevole ad alcuni "pesi massimi".

Performance dell'azionario dell'area euro da novembre 2022, per cluster di dimensioni

Performance "rendimento netto"; (*) 'Mega 10' = 10 titoli di maggiori dimensioni al 1° nov. 2022



Se affiniamo l'analisi, osserviamo che questo effetto "large cap" non è dovuto principalmente alle differenze tra gli indici, in termini di composizione settoriale. Secondo i calcoli di Bloomberg, dal 1° novembre 2022 solo il 6% della sovraperformance del 22% dell'EuroStoxx 50 rispetto all'MSCI EMU small cap può essere spiegato dalle divergenze settoriali.

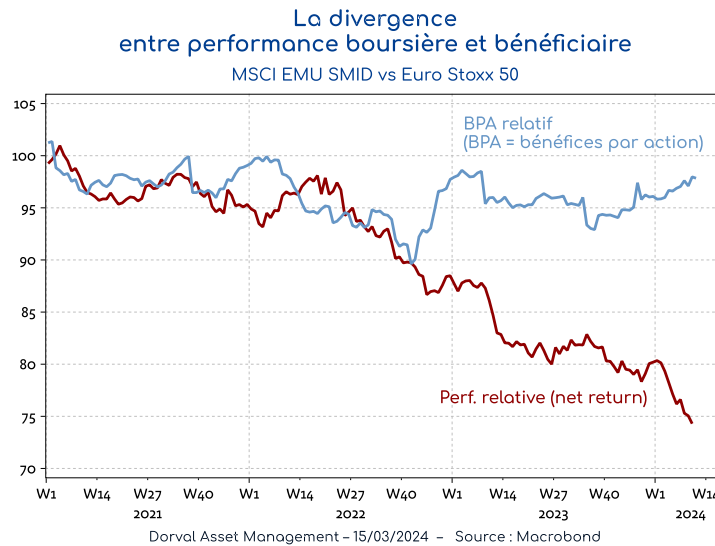
La prima spiegazione possibile è, ovviamente, quella dei profitti. E se le large cap avessero superato le small cap semplicemente perché i loro profitti sono cresciuti più rapidamente? No, perché in termini di utili per azione (EPS), le small e mid cap hanno



fatto molto meglio. In effetti, negli ultimi anni il loro EPS è aumentato allo stesso ritmo di quello delle società dell'Euro Stoxx 50, in netto contrasto con la performance relativa del mercato azionario (grafico 2). Questo risultato è contrario all'idea spesso avanzata che gli utili delle small cap soffrano più di quelli delle large cap a causa del maggior peso dell'Europa nel loro fatturato.

La divergenza tra performance del mercato azionario e performance degli utili

MSCI EMU SMID vs Euro Stoxx 50

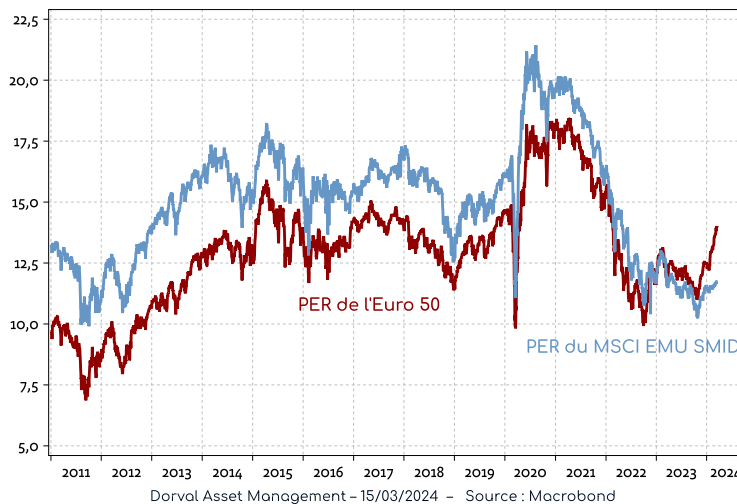


- *EPS relativo (EPS = utile per azione) / Perf. relativa (rendimento netto)*

Il risultato matematico di questa divergenza tra l'andamento dell'economia e quello del mercato azionario è un declassamento delle valutazioni (grafico 3). Non solo il P/E delle small e mid cap è per la prima volta ben al di sotto di quello dei large cap, ma il loro P/E assoluto registra lo stesso livello di quello registrato durante la crisi esistenziale dell'euro del 2011-2012. Questo livello di declassamento sembra difficile da giustificare. Ai livelli attuali, l'universo degli SMID europee ci sembra molto interessante.

SMID europee a buon mercato come durante la crisi dell'euro del 2011-2012

Les SMID européennes aussi bon marché que pendant la crise de l'Euro de 2011-2012



- *P/E dell'Euro 50 / P/E del MSCI EMU SMID*



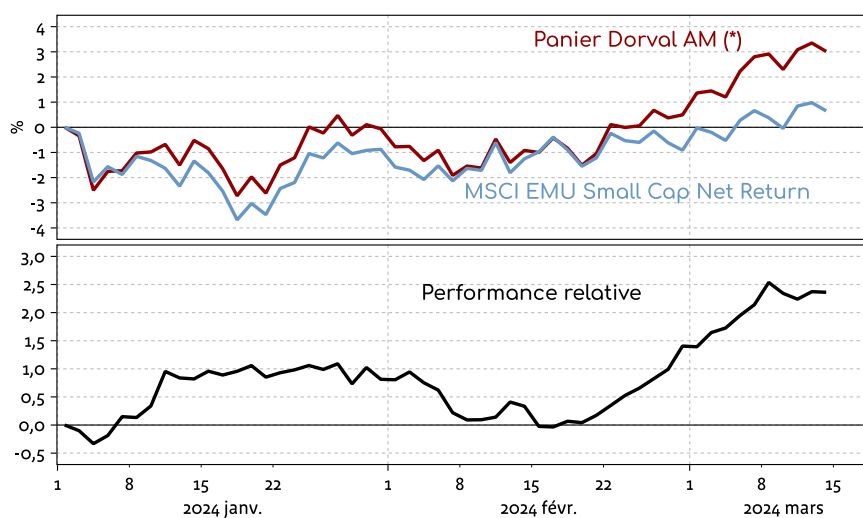
Nei fondi flessibili europei conserviamo un'esposizione molto elevata pari all'8,5% alle small cap della area euro. Tale esposizione è espressa attraverso un paniere equiponderato di 50 titoli di piccole dimensioni ai quali abbiamo applicato filtri di liquidità, solidità finanziaria e crescita degli utili e che si distinguono per il loro rating di governance. Questo paniere sta attualmente realizzando una performance superiore all'indice MSCI EMU small cap (grafico 4).

Selezione Dorval AM di 50 small cap vs MSCI EMU Small

Perf. rendimento netto

Sélection Dorval AM de 50 petites valeurs vs MSCI EMU Small

Perf. net return



Dorval Asset Management - 15/03/2024 - Source : Macrobond
(*) Panier de 50 valeurs sélectionnées sur des critères de liquidité, de solidité et de gouvernance

- *Paniere Dorval AM (*) / Rendimento netto MSCI EMU Small Cap / Performance relativa*

(*) paniere di 50 titoli selezionati sulla base di criteri di liquidità, solidità e governance

I nostri tassi di esposizione:

- **Dorval Convictions:** tasso di esposizione azionaria 63%.

Dorval Asset Management

Società anonima con capitale di 303,924 euro

Registro delle imprese di Parigi

B 391392768 - APE 6630 Z - Autorizzazione AMF n. GP 93-08

1 rue de Gramont, 75002 Paris – Tel.: +33 1 44 69 90 44 – Fax: +33 1 42 94 18 37

www.dorval-am.com



Note legali

Il presente documento a carattere promozionale è rivolto a clienti professionali e non professionali ai sensi della MIFID. Può essere utilizzato esclusivamente per lo scopo previsto e non può essere riprodotto, diffuso o comunicato, in tutto o in parte, a terzi senza la preventiva autorizzazione scritta di Dorval Asset Management. Nessuna informazione contenuta nel presente documento deve essere interpretata come avente un qualsivoglia valore contrattuale. Il presente documento è prodotto a titolo puramente indicativo. Costituisce una presentazione concepita e realizzata da Dorval Asset Management sulla base di fonti che reputa attendibili. Dorval Asset Management si riserva la facoltà di modificare, in ogni momento e senza preavviso, le informazioni illustrate nel presente documento, in particolare quelle relative alla descrizione dei processi di gestione. Tali informazioni non costituiscono in nessun caso un impegno da parte di Dorval Asset Management. Dorval Asset Management non potrà essere ritenuta responsabile di eventuali decisioni adottate o meno in base al contenuto del presente documento né dell'utilizzo che di questo potrà essere fatto da terzi. L'OICVM è autorizzato alla distribuzione in Francia ed eventualmente in altri Paesi dove la legge lo consente. Prima di procedere a un investimento, è opportuno verificare se l'investitore è legalmente autorizzato a sottoscrivere quote di un OICVM. Le caratteristiche, le commissioni e il profilo di rischio e di rendimento associati all'investimento in un OICVM sono illustrati nel documento contenente le informazioni chiave (KID) di quest'ultimo. Il KID e i documenti periodici sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Dorval Asset Management. L'investitore deve prendere visione del KID fornito prima di procedere alla sottoscrizione. La definizione degli indicatori di rischio menzionati nel presente documento è disponibile sul sito Internet: www.dorval-am.com.