

## **US value Small-cap: un'opportunità tanto sottovalutata quanto straordinaria**

*Di Andrew Beck, presidente e CEO di River Road Asset Management, portfolio manager delle strategie North American Value e North American Small Cap di Nordea*

Le continue e maggiori sfide del *value* rispetto al *growth investing* sono ormai note, ma forse ciò che molti operatori del mercato sottovalutano è semplicemente la lunga durata di questa fase. Negli Stati Uniti, i titoli *value* cedono il passo a quelli *growth* dal 2006, vale a dire il periodo più lungo mai registrato finora. Basti pensare che la seconda fase di sottoperformance in quanto a durata si è protratta, fra il 1993 e il 2000, per circa la metà del tempo. Il principale motore delle migliori performance dell'approccio *growth* è stato la debole crescita economica che ha caratterizzato quest'ultimo ciclo, anch'esso di durata eccezionale.

Sino a quando tale crescita resterà modesta, il *value investing* continuerà a essere di scarso appeal per il mercato. Tuttavia, gli investitori non potranno ignorare ancora a lungo i gap nelle valutazioni dei titoli, dato che i *growth* vengono scambiati a multipli decisamente superiori rispetto alle loro controparti *value*, e ciò indipendentemente dalla capitalizzazione di mercato.

Benché le valutazioni siano tuttora inferiori ai massimi storici (visti ad esempio durante la bolla dei titoli TMT), è estremamente improbabile che nei prossimi anni i titoli *growth* possano ancora dominare il mercato.

Restando in tema di frenetici sali scendi di mercato ricordo come, quando ero portfolio manager a cavallo del nuovo millennio, le dot.com avessero contribuito a plasmare la mia personale filosofia di investimento. Sono tutt'ora fermamente convinto che il prezzo pagato per un qualsiasi investimento sia fondamentale tanto quanto gli altri parametri. Il margine di sicurezza associato ai titoli *value* mi conferisce quindi quella tranquillità necessaria per investire i risparmi accumulati con tanta fatica dai nostri clienti.

Detto ciò, come accade per tutti gli investimenti *value*, è altresì importante rispettare un processo rigoroso, al fine di evitare le classiche trappole dei titoli apparentemente convenienti. Il nostro approccio proprietario Absolute Value® è stato studiato specificamente per evitare ciò, concentrandosi su società di alta qualità che scambiano a un livello interessante rispetto al relativo valore intrinseco anziché su aziende di qualità inferiore che presentano quotazioni interessanti dovute a un *discount rate* elevato.

È inoltre indispensabile agire secondo una strutturata disciplina di vendita che eviti di ampliare l'esposizione ai titoli in perdita, il che costituisce uno dei principali errori di molti investitori *value*. Di conseguenza, il nostro stile si propone come un interessante mix di caratteristiche *value*, *quality* e anche *growth*.

### **Un'oasi di opportunità fra le small cap**

Benché siano usciti dai riflettori ormai da tempo, i titoli *value* offrono a nostro avviso cospicue opportunità, soprattutto nel settore industriale, nei servizi di comunicazione e nella tecnologia. Una posizione sbilanciata nel comparto tecnologico potrebbe sembrare insolita per un investitore orientato al *value investing*, ma non tutti i titoli del settore scambiano a multipli estremi come i FAANG. Diverse società mature di qualità elevata presentano infatti sconti ragionevoli.

In ambito industriale i nostri investimenti riguardano per lo più fornitori di servizi alle aziende e distributori e meno le imprese manifatturiere, più cicliche. Per contro, abbiamo un parere negativo sulle small cap del settore bancario americano, penalizzate da gravi difficoltà di lungo periodo.

In termini di capitalizzazione di mercato, a nostro avviso la citata oasi di opportunità è rappresentata da società con una market cap pari o inferiore ai 10 miliardi di dollari (USD). In questo segmento troviamo in continuazione opportunità di investimento *value* ancora inesplorate. Inoltre, erano anni che le small cap non presentavano valutazioni così interessanti rispetto alle large cap.

Un buon esempio di opportunità *value* fra le small cap è rappresentato da Cannae Holdings, gruppo guidato da Bill Foley, uno degli investitori di maggior successo che abbiamo mai incontrato. Foley, che da oltre 30 anni acquista, sviluppa e vende società con ottimi risultati, nel 2014 ha scorporato Cannae da Fidelity National Financial, la sua compagnia di assicurazione mutui. Poco dopo abbiamo inserito il titolo in portafoglio.

Cannae detiene partecipazioni consistenti in società di svariati settori, fra cui Ceridian HCM (servizi per le risorse umane), Dun & Bradstreet (data service provider), T-System Holdings (documentazione clinica) e American Blue Ribbon (ristorazione). Dal 2014 Cannae ha ridotto il numero di azioni in circolazione del 22% circa, acquistando a un prezzo medio inferiore alla metà di quello attuale. La società vanta inoltre un bilancio solido, poiché gran parte del debito è a carico delle controllate. utilizzando una valutazione "sum-of-the-part" Cannae risulta infatti decisamente sottostimata rispetto al suo valore intrinseco da noi calcolato.

Un'altra opportunità non considerata dal mercato è Hostess Brands, marchio iconico di snack nato in America cent'anni fa. Nel 2013 Hostess è stata salvata dalla bancarotta dalla società di private equity Apollo Global e dall'investitore di private equity Dean Metropoulos, per essere poi quotata nel 2016. Con una quota di mercato del 18%, oggi Hostess è al secondo posto nel segmento dei prodotti dolciari da forno negli Stati Uniti. Inoltre, i suoi prodotti presentano un premio consistente rispetto all'attuale leader del settore. Il management ha migliorato nettamente l'efficienza operativa e la redditività, oltre a far crescere brand e capacità grazie all'acquisizione di Cloverhill Bakery (Chicago) a un prezzo decisamente conveniente. Come Cannae, il titolo scambia con uno sconto interessante rispetto alla nostra stima del valore intrinseco, un dettaglio che fa gola a potenziali acquirenti.

### **Nordea Asset Management**

Nordea Asset Management (NAM, AuM 225,5 miliardi di EUR\*), è l'unità di gestione del risparmio del Gruppo Nordea, il maggior istituto finanziario della regione nordica con 306,5 miliardi di EUR\* di masse gestite. NAM offre agli investitori europei e internazionali un'ampia gamma di fondi d'investimento attraverso un'estesa rete di intermediari, tra cui banche, asset manager, consulenti finanziari indipendenti e compagnie di assicurazione.

Nordea Asset Management è presente con team locali con sede a Colonia, Copenaghen, Francoforte, Helsinki, Londra, Lussemburgo, Madrid, Milano, New York, Oslo, Parigi, Santiago de Chile, Singapore, Stoccolma, Vienna e Zurigo. Questa presenza locale è volta a garantire accessibilità e un elevato livello di servizi alla clientela internazionale.

Il successo di Nordea è fondato su un approccio multi-boutique sostenibile e unico che combina l'esperienza di boutique interne specializzate con competenze esclusive esterne che ci permettono di generare alfa in modo stabile a beneficio dei nostri clienti. Le soluzioni di investimento di NAM coprono tutte le asset class dal segmento fixed income e azionario a quello multi asset, e gestiscono sia soluzioni locali sia soluzioni con focus su Europa, USA, mercati emergenti e globali.

\*Fonte: *Nordea Investment Funds S.A., 30.06.2019*

### **Contatto per ulteriori informazioni:**

Fabio Caiani, Head of Fund Distribution Italy, +39 02 83 43 85 53, [Fabio.Caiani@nordea.lu](mailto:Fabio.Caiani@nordea.lu)

Nordea Asset Management è il nome funzionale delle attività di asset management svolte dalle persone giuridiche, Nordea Investment Funds S.A. e Nordea Investment Management AB ("Entità Legali") e le loro filiali, società controllate e succursale. Il presente documento ha lo scopo di fornire al lettore informazioni su specifiche capacità di Nordea. **Il presente documento (ed eventuali pareri o opinioni ivi contenute) non costituisce una consulenza d'investimento** e non costituisce una raccomandazione all'investimento in particolari prodotti, strumenti o strutture d'investimento, all'apertura o alla chiusura di qualsivoglia operazione o alla partecipazione a una particolare strategia di trading. Questo documento non costituisce un'offerta né una sollecitazione di un'offerta ad acquistare o vendere titoli o strumenti o a partecipare a tale strategia di trading. Eventuali offerte di questo tipo possono essere effettuate esclusivamente mediante un Memorandum di offerta o un analogo accordo contrattuale. Ne consegue che le informazioni qui contenute saranno sostituite nella loro interezza da tale Memorandum di offerta o accordo contrattuale nella sua forma definitiva. Qualsiasi decisione di investimento dovrebbe pertanto essere effettuata unicamente sulla base della documentazione legale definitiva, che include, senza limitazioni e ove applicabile, il Memorandum di offerta, l'accordo contrattuale, l'eventuale prospetto informativo pertinente e l'ultimo Documento di Informazioni chiave per gli investitori (ove applicabile) relativo all'investimento. L'adeguatezza di un investimento o di una strategia dipenderà dalle condizioni e dagli obiettivi dell'investitore. Nordea Investment Management raccomanda agli investitori di valutare in maniera indipendente i singoli investimenti e le strategie e inoltre incoraggia gli investitori a chiedere il parere di consulenti finanziari indipendenti, qualora lo ritengano necessario. Eventuali prodotti, titoli, strumenti o strategie menzionate nel presente documento potrebbero non applicarsi a tutti gli investitori. Le informazioni contenute nel presente documento provengono da svariate fonti. Sebbene le presenti informazioni siano considerate esatte, non è possibile rilasciare alcuna dichiarazione o garanzia in merito alla loro assoluta accuratezza o completezza e gli investitori possono utilizzare altre fonti in modo da operare una scelta d'investimento informata. Le controparti o gli investitori potenziali sono invitati a rivolgersi al/ai proprio/i consulente/i professionale/i in materia fiscale, legale, contabile e di altro tipo per conoscere le possibili conseguenze di un dato investimento, inclusi i suoi possibili rischi e benefici. Le controparti o gli investitori potenziali dovrebbero inoltre comprendere appieno la natura dell'eventuale investimento e accertarsi di aver effettuato una valutazione indipendente circa l'adeguatezza di tale investimento potenziale, esclusivamente sulla base delle proprie intenzioni e ambizioni. Gli investimenti in strumenti derivati e le operazioni in valuta estera possono essere soggetti a oscillazioni significative che possono influire sul valore degli investimenti stessi. **Gli investimenti nei Mercati emergenti implicano un rischio più elevato. Il valore dell'investimento può variare in misura significativa e non può essere garantito. Gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi dalle banche rischiano di essere soggetti al meccanismo di bail-in, come previsto dalla Direttiva europea 2014/59/UE (ciò significa che i titoli di capitale e di debito potranno essere svalutati, assicurando perdite adeguate ai creditori non-garantiti dell'ente).** Nordea Asset Management ha deciso di assorbire i costi di ricerca, pertanto tali costi saranno in futuro coperti dall'attuale struttura commissionale (commissioni di gestione e di amministrazione). Pubblicato e creato dalle Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management. Le Entità Legali sono debitamente riconosciute e controllate, rispettivamente, dall'Autorità di vigilanza finanziaria in Svezia e in Lussemburgo. Le filiali, le società controllate e succursale delle Entità Legali sono debitamente autorizzate e regolate dall'Autorità di vigilanza finanziaria locale nel rispettivo paese di domiciliazione. Fonte (salvo altrimenti specificato): Nordea Investment Funds, S.A. Se non diversamente indicato, tutti i punti di vista qui espressi sono quelli delle Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management e ad ogni filiale, società controllata e succursale delle Entità Legali. Il presente documento non può essere riprodotto o distribuito senza previa autorizzazione. Il riferimento a società o altri investimenti menzionati in questo documento ha carattere puramente illustrativo e non deve essere interpretato alla stregua di una raccomandazione all'acquisto o alla vendita degli stessi. Il livello di passività e benefici fiscali dipende dalle circostanze del singolo investitore e può essere soggetto a future modifiche. © Le Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management e ad ogni filiale, società controllata e/o succursale.