
High yield europeo: i rischi di rifinanziamento sembrano più gestibili

Reddito fisso | Gennaio 2024



Tom Southon

Responsabile Ricerca High Yield, EMEA

- **Continuiamo a prevedere una crescita degli utili moderata per l'esercizio 2024 e cash flow generalmente robusti**
- **Il costo medio del debito dovrebbe aumentare di 100 pb, ma il recente rally dei rendimenti sottostanti contribuisce a mantenere livelli nel complesso gestibili**
- **Dalle ripartizioni settoriali emerge una buona tenuta dei comparti TMT, gaming, viaggi e tempo libero, mentre l'immobiliare e parti dell'industria di base continuano ad arrancare. La traiettoria di crescita del settore sanitario dovrebbe riacquisire slancio nell'ultima parte del 2024, ma a partire da aspettative di crescita in precedenza ridotte.**

Guardando alla fine dell'esercizio 2023 e in vista dell'esercizio 2024, ci aspettiamo un miglioramento della crescita dei ricavi e dell'EBITDA (utili al lordo di interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti) del mercato High Yield europeo (EHY). Nell'insieme, prevediamo una crescita dell'EBITDA del 2,6% per l'esercizio 2023 e del 6,7% per l'esercizio 2024. La leva finanziaria netta dovrebbe rimanere stabile per il resto del 2023, per poi diminuire nel 2024.

Il free cash flow (FCF) e l'indice di copertura degli interessi dovrebbero restare positivi per tutto l'anno, anche se ci aspettiamo un calo dell'indice di copertura a causa dell'aumento dei costi di finanziamento. Nel complesso, prevediamo che il costo medio del debito del nostro universo di copertura aumenterà al 4,9% nell'esercizio 2024, rispetto al 3,8% dell'esercizio 2022, in ragione dell'attività di rifinanziamento a tassi nettamente più elevati.

Sebbene ci aspettiamo che l'attività di rifinanziamento continui a esercitare una pressione al rialzo sui costi di finanziamento, il recente rally dei rendimenti core ha contribuito a mitigare questo rischio a un livello che nell'insieme appare gestibile.

Ipotizzando un aumento di circa 100 pb del costo del debito per il 2024 come indicatore dei rendimenti BB/B prevalenti, il rapporto free cash flow/debito netto si attesterebbe ancora su un livello relativamente robusto del 4-7%.

Commenti per settore

Industria di base La domanda in una serie di mercati finali chiave dell'edilizia e del consumo ha continuato a deteriorarsi nel corso del 2023, determinando un prolungato ciclo di riduzione delle scorte e tassi operativi nettamente ridotti per i settori dei prodotti chimici e dei prodotti per l'edilizia. Abbiamo pertanto rivisto al ribasso le previsioni relative all'esercizio 2023 rispetto alle nostre prospettive di metà 2023 e ci aspettiamo ormai che gli utili rimangano depressi fino a metà 2024.

Auto Il 2023 è stato un anno solido per il settore automobilistico, grazie all'allentamento delle restrizioni legate al Covid e delle turbolenze sulle filiere produttive, alla riduzione dell'inflazione dei costi delle materie prime e a una domanda persistentemente sostenuta. Il portafoglio ordini e la domanda dei consumatori dovrebbero diminuire nel 2024, il che si riflette in una crescita più debole ma comunque positiva rispetto al 2023. I piani di ristrutturazione dei costi, il recupero, il calo delle materie prime e la normalizzazione della produzione dovrebbero sostenere l'EBITDA dei fornitori di auto nel 2024, il che a sua volta dovrebbe favorire una marginale riduzione della leva finanziaria. Rimane l'incertezza sulla spesa per beni voluttuari e sul costo dei finanziamenti per il settore automobilistico e le previsioni potrebbero essere troppo ottimiste se i tassi rimarranno elevati nel 2024. Il predominio delle emissioni BB di alta qualità, la liquidità consistente e i significativi rifinanziamenti completati prima del 2023 hanno limitato i costi di finanziamento.

Sanità Nel complesso, abbiamo ridimensionato le nostre aspettative di crescita per il settore, a causa del calo della domanda nei segmenti dei test e dei laboratori. Prevediamo un ritorno alla crescita a doppia nell'esercizio 2024.

TMT Il settore dovrebbe andare incontro a un andamento degli utili piuttosto stabile, rispecchiando la nostra idea che l'inflazione dei costi possa essere trasferita con modesti aumenti dei prezzi, che sono in gran parte in corso di attuazione in tutto il settore. Di conseguenza, ci aspettiamo una ripresa dei margini nel 2024 e una relativa crescita dell'EBITDA. Visto che la spesa in conto capitale è praticamente ai massimi, questo dovrebbe contribuire a ridurre la leva finanziaria nel settore nel 2024.

Gaming Il settore ha dato prova di un'ottima tenuta di fronte alle preoccupazioni di una flessione dei consumi e la crescita, seppur in rallentamento, dovrebbe proseguire nel 2024. Le fusioni e acquisizioni continuano a esercitare un effetto accrescitivo sui dati finanziari, con FCF generalmente forti che favoriscono la riduzione dell'indebitamento, tutt'ora una priorità per i gruppi dirigenti del settore. Le scadenze obbligazionarie sono tendenzialmente più lunghe ma un'emissione recente ha attirato una forte domanda, mitigando un sostanziale incremento dei costi di finanziamento.

Viaggi e tempo libero Le palestre hanno registrato una netta ripresa dopo la pandemia e hanno investito la liquidità per espandere le proprie reti. Il numero di iscrizioni ha così continuato a crescere, mentre il trasferimento dell'inflazione ai clienti ha aumentato il rendimento per socio. Negli ultimi mesi, il comparto ha sovraperformato le aspettative, senza alcun segnale di deterioramento nel 2024. Per quanto riguarda i viaggi, la domanda inespressa continuerà a far crescere i ricavi e i profitti per tutto il 2024. I segmenti con il ciclo di prenotazione più lungo, come le crociere, evidenziano un andamento ancora migliore di quello osservato nel 2023.

Retail Le vendite al dettaglio di alimentari hanno continuato a registrare una crescita del fatturato piuttosto robusta nel 2023, sullo sfondo di un'inflazione elevata compensata da volumi più contenuti. Per il 2024 anticipiamo una crescita più moderata inferiore al 5%, mentre i margini EBITDA dovrebbero evidenziare un leggero miglioramento (in genere di circa +20 pb). Per quanto riguarda il resto del settore retail, la crescita delle vendite per il 2023 dovrebbe ormai superare le nostre precedenti previsioni, in quanto i consumatori hanno dato prova di buona tenuta nonostante l'inflazione. Questo vale soprattutto per gli emittenti incentrati sul travel retail e sui prodotti di bellezza/cosmesi. L'unico settore più debole del previsto è stato quello dei mobili di lusso (International Design Group), con una crescita passata in territorio negativo e margini sotto pressione. Ci aspettiamo una prosecuzione di questi trend nel 2024.

Real estate Sebbene il settore immobiliare abbia perlopiù beneficiato di prospettive più rosee sul fronte dei tassi d'interesse, rimaniamo cauti nei confronti degli emittenti high yield con elevata leva finanziaria. La leva finanziaria netta rimane molto alta (pari a circa il 25% per alcune società), anche se è prevista una diminuzione. Analogamente, l'indice di copertura degli interessi resta molto basso, previsto a 1,9x sia nel 2023 che nel 2024. In generale, le aziende beneficiano ancora di strutture di capitale perlopiù a tasso fisso, che non hanno ancora integrato l'impatto dell'aumento dei tassi. Gran parte di queste strutture non sarebbero sostenibili se dovessero rifinanziarsi oggi. In un'ottica più positiva, si prevede che le operazioni sottostanti rimangano generalmente solide in tutto l'universo di copertura, con bassi tassi di sfritto e continui aumenti dei canoni di locazione su base comparabile.

AVVERTENZE. RISERVATO A INVESTITORI PROFESSIONALI (non utilizzare o trasmettere a terze parti). Per scopi di marketing

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.

