
High yield europeo: L'impatto dell'aumento dei tassi per ora resta contenuto

Reddito fisso | Agosto 2023



Tom Southon
Responsabile Ricerca High Yield, EMEA

- **I parametri del credito dovrebbero restare buoni fino al 2024, anche se la crescita dei ricavi e degli utili potrebbe rallentare a fronte delle ripercussioni del contesto macro**
- **Quasi tutte le imprese continuano a usufruire di finanziamenti a tasso fisso nettamente al di sotto del costo del mercato. Si prevede tuttavia un aumento del costo medio del debito, e gli emittenti con rating più basso sono particolarmente esposti al maggior rischio di finanziamento**
- **Dalle ripartizioni settoriali emerge una buona tenuta dei comparti TMT, gaming e trasporti, mentre l'immobiliare e parti dell'industria di base arrancano**

Di qui alla fine del 2023 e nella prima parte del 2024 ci aspettiamo un rallentamento della crescita dei ricavi e dell'EBITDA (utili al lordo di interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti) del mercato High Yield europeo (EHY), a fronte dei primi effetti del deterioramento del contesto macro sugli utili societari. In aggregato, ci aspettiamo una crescita dell'EBITDA dell'1,7% nel 2023, dal 23,9% del 2022 (Figura 1).

Figura 1: Dati previsionali aggregati

Dati previsionali aggregati	2020	2021	2022	2023	2024
Crescita dei ricavi (a/a)	n/d	12,9%	24,3%	6,5%	4,6%
Crescita dell'EBITDA (a/a)	n/d	44,7%	23,9%	1,7%	6,1%
Margine EBITDA	12,1%	15,5%	15,5%	14,8%	15%
Indebitamento netto/EBITDA	6,7x	5,2x	4,3x	4,3x	3,9x
Debito netto/EBITDA	5,5x	4,2x	3,6x	3,6x	3,2x
EBITDA/Interessi	4,4x	5,7x	6,1x	5,5x	5,7x
FCF/debito netto	0,4%	2,4%	4,4%	3,7%	6,5%

Fonte: Columbia Threadneedle Investments, al 6 luglio 2023

Il free cash flow (FCF) e l'indice di copertura degli interessi dovrebbero restare positivi fino al 2024, anche se ci aspettiamo un parziale deterioramento nel resto del 2023 a causa dell'aumento dei costi di finanziamento. Nel complesso, tuttavia, l'impatto dell'aumento dei tassi d'interesse resta relativamente contenuto a fronte della prevalenza di strutture a tasso fisso o con copertura.

Ci aspettiamo un aumento del costo medio del debito di 100 pb al 4,4% dal 2021 al 2024, molto meno rispetto all'incremento di circa 450 pb dei rendimenti nel mercato EHY registrato negli ultimi due anni.

L'applicazione di ulteriori 300 pb al nostro costo del debito per il 2024, quale indicatore dei rendimenti prevalenti nel segmento BB/B, implicherebbe un crollo del tasso di copertura degli interessi da 5,7x a 3,4x e del rapporto FCF/debito netto dal 6,5% al 3,9%. Gli emittenti con rating più basso sono particolarmente esposti all'aumento del costo di finanziamento e il rischio di rifinanziamento resta un aspetto importante da monitorare.

Commenti per settore

Industria di base Avevamo previsto una flessione dell'EBITDA del 17% nel 2023, a fronte dell'inizio delle ripercussioni del l'aumento dei tassi d'interesse e dell'inflazione persistente sulla domanda di prodotti chimici e di prodotti per l'edilizia. Tale effetto è amplificato dalla riduzione delle scorte, tendenza che pare destinata a proseguire nella seconda metà dell'anno. Il settore dei prodotti per l'edilizia è esposto inoltre alla tendenza a rimandare le spese di importo più consistente, mentre la domanda di nuove costruzioni da inizio anno segna un calo del 20%-30%.

Auto La pandemia di Covid-19 e le conseguenti interruzioni delle catene di approvvigionamento hanno pesato sui risultati del settore auto nel periodo 2020-2022, in particolare per i fornitori. Per il 2023 ci aspettiamo una crescita dell'EBITDA intorno al 10%, nonostante la situazione più critica dei consumi, a fronte dell'aumento della produzione associato all'abbassamento del costo delle materie prime e agli interventi di ristrutturazione dei costi. La prima metà del 2023 avrà probabilmente un andamento migliore rispetto alla seconda.

TMT Il settore tecnologia, media e telecomunicazioni 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. A tal proposito, nel 2023 ci aspettiamo di assistere a una certa pressione sui margini legata alle tempistiche, ma nel complesso prevediamo una crescita positiva dell'EBITDA e una leva finanziaria stabile.

Gaming Il settore ha registrato un deciso recupero dopo i lockdown causati dal Covid, e ha continuato a mostrarsi resiliente a potenziali contrazioni del numero di clienti. Fusioni e acquisizioni Le fusioni e acquisizioni continuano a esercitare un effetto accrescitivo sui dati finanziari, con FCF generalmente forti che favoriscono la riduzione dell'indebitamento, una priorità per i gruppi dirigenti del settore. Le scadenze obbligazionarie sono tendenzialmente più lunghe in questo settore, ma alcune emissioni recenti hanno attirato una forte domanda, mitigando un sostanziale incremento dei costi di finanziamento.

Trasporti Ci aspettiamo un altro anno di crescita superiore al livello del trend per noleggi e compagnie aeree, a fronte di continui segnali di domanda in eccesso, capacità limitata e potere di determinazione dei prezzi. Tuttavia, la sostenibilità di questi livelli di crescita anche nel 2024 appare sempre più incerta a fronte della situazione più generale. Per il prossimo anno ci aspettiamo una certa normalizzazione della redditività.

Locali pubblici e tempo libero Le iscrizioni alle palestre hanno dato segni di rapido recupero, tornando ai livelli pre-Covid, e le società del settore sono inoltre state capaci di trasferire gli aumenti dei costi. Ne è conseguita una solida crescita dei ricavi e della remuneratività per iscritto, che è stata sfruttata per operazioni di fusione e acquisizione per incorporazione con obiettivi di espansione delle reti. Nel 2023 e nel 2024 ci aspettiamo una moderazione delle iscrizioni, che non dovrebbe causare un deterioramento della fondamentale solidità delle obbligazioni del settore. Le società di pub e locali di ristorazione informale sono state le prime a mostrare segni di difficoltà, in quanto faticano a trasferire interamente l'aumento del costo della manodopera e dei prezzi dei prodotti agricoli su consumatori a basso reddito. Questa tendenza è a nostro avviso destinata a proseguire, e potrebbe fare di questo comparto il più a rischio nel settore del tempo libero.

Retail Prevediamo un aumento dei ricavi nella vendita al dettaglio di alimentari, per lo più risultante dall'aumento dei costi dei fattori produttivi, in parte controbilanciato da volumi più bassi e dalla tendenza dei consumatori a fare economia. I margini EBITDA in lieve espansione su base annua nel 2023 rispecchiano il leggero miglioramento dei margini lordi e la sensibile flessione del costo dell'energia, parzialmente controbilanciati dal costante "investimento sui prezzi" a fronte di una concorrenza settoriale ancora intensa. Nel settore della grande distribuzione non alimentare ci aspettiamo una modesta crescita del fatturato, dovuta al fatto che l'inflazione compensa la riduzione dei volumi in un contesto difficile per i consumatori. L'EBITDA dovrebbe diminuire a fronte di pressioni sui costi ancora elevate.

Real estate Il settore immobiliare resta molto critico, con valutazioni sotto pressione e un contesto di elevata leva finanziaria che desta preoccupazioni in merito alla sostenibilità della struttura patrimoniale di numerosi emittenti. Prevediamo una flessione dei ricavi su base annua, che rispecchia un basso volume di cessioni in quello che resta un mercato molto anemico in termini di transazioni, in parte controbilanciato dalla crescita del reddito da locazioni su base comparabile. La generazione di liquidità resterà probabilmente molto limitata in quanto la riduzione delle spese in conto capitale è compensata dall'aumento della spesa per interessi. In

flessione anche il tasso di copertura degli interessi, anche se gran parte del debito è a tasso fisso e quindi passerà del tempo prima che gli effetti degli aumenti dei tassi si facciano sentire.



Avvertenze

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o di tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). 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.

Per il SEE: pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A., registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, e/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

Il presente documento potrebbe essere messo a disposizione del destinatario da una società affiliata facente parte del gruppo Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited nel Regno Unito; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

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