



# Perché investire nelle PMI italiane

novembre 2023



# Perché investire nelle PMI italiane

Da inizio anno l'azionario italiano è il migliore mercato europeo con un ritorno del 19.9% alla data di quando scriviamo\*. Cosa ha determinato questa performance eccezionale? Le società a grande capitalizzazione hanno trainato il mercato nel 2023 (Tabella 1). Le banche si sono dimostrate il migliore settore in Italia da inizio anno, grazie al rialzo dei tassi che ha portato a un forte aumento della profittabilità. Tuttavia, anche società industriali come Iveco, Leonardo, Stellantis e Saipem, che avevano chiuso il 2022 su livelli di prezzo particolarmente bassi, hanno avuto forti ritorni positivi. A fronte di questa performance, cosa alimenta il nostro ottimismo sul mercato?

**Tabella 1 | Principali contributori: listino a grande capitalizzazione**

<b>FTSE MIB INDEX</b>	<b>19.92%</b>
LEONARDO SPA	76.49%
UNICREDIT SPA	69.87%
IVECO GROUP NV	59.91%
BPER BANCA	56.74%
FERRATI NV	48.45%
STELLANTIS NV	43.35%
BANCO BPM SPA	43.34%
A2A SPA	40.09%
SAIPEM SPA	35.92%
MEDIOBANCA SPA	35.91%

Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 13/10/2023

## SCENARI

### Il caso del Segmento STAR

Lo scenario cambia completamente se ci focalizziamo sulle società a piccola e media capitalizzazione. Analizzando il Segmento STAR di Borsa Italiana, il ritorno da inizio anno è del -10.4%, con un differenziale di performance di oltre 30 punti percentuali rispetto alle large.

Questa performance negativa è un valore anomalo rispetto ai ritorni storici dell'indice STAR, che ha conseguito, negli anni, notevoli risultati. Il ritorno annualizzato dell'indice è infatti di oltre l'8% da quando è stato introdotto, considerando anche la recente correzione. Nel grafico 1 mostriamo il differenziale di ritorno dei due segmenti di mercato.

**Grafico 1 | Società STAR rispetto alle società a grande capitalizzazione**



Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati dal 30/12/2022 al 19/10/2023

\*13 ottobre 2023

Da quando esiste il segmento STAR di borsa, i periodi con ritorni negativi sono stati quattro oltre a quello attuale (Tabella 2): nel 2002 a seguito dello scoppio della bolla Internet (ma in quel caso il mercato in generale veniva da anni di extraritorni anomali), nel 2007/2008 a seguito della grande crisi finanziaria globale, nel 2011 con la crisi dei debiti sovrani nei paesi del sud Europa e nel 2018 quando la FED ha cominciato ad alzare aggressivamente i tassi.

Come è evidente, le prime tre correzioni su quattro sono avvenute su eventi eccezionali, singolarità distanti rispetto allo scenario di riferimento attuale. La correzione del 2022/2023 assomiglia molto di più alla correzione del 2018, scarsamente giustificata dai fondamentali e rivelatasi poi un'enorme opportunità di acquisto.

In ogni caso, ognuno dei periodi caratterizzati da ritorni negativi è stato susseguito da almeno due anni di ritorni positivi. **Il recupero medio di performance dopo questi periodi è stato del 146%, ed è proprio in questo segmento che identifichiamo una grande opportunità di investimento adesso.**

Perché il mercato delle società a media e piccola capitalizzazione si comporta in questo modo? È possibile che non rivedremo più i ritorni del passato?

Riteniamo che dopo questo reset di mercato, ci sarà un forte recupero di performance e che non ci siano motivi strutturali per pensare che l'azionario italiano di qualità smetta di funzionare. **I fattori che hanno determinato l'andamento di mercato non sono di natura fondamentale, ma di natura tecnica.**

## FONDAMENTALI

### Un panorama solido

I fondamentali di mercato rimangono solidi sia sul 2023 che sul 2024. I ricavi aggregati delle società STAR sono cresciuti del 7,9% nel primo semestre 2023. A fronte di una diminuzione dei volumi, le società hanno più che compensato con aumenti di prezzo, attuati per far fronte alla tempesta perfetta del 2022, effetto combinato degli aumenti dei prezzi delle materie prime, delle inefficienze nella catena di approvvigionamento e della crisi energetica. L'EBITDA aggregato del primo semestre ha superato la crescita dei ricavi, crescendo del +17,5%, con un margine in miglioramento di 110 bps al 14,1%.

Questo tasso di crescita è l'effetto combinato di un grande numero di società con un margine EBITDA sostanzialmente in linea con la prima metà del 2022, e di alcune società che hanno registrato un EBITDA molto forte nel primo semestre 2023, beneficiando in modo significativo degli aumenti dei prezzi di vendita e dell'efficienza produttiva. In seguito ad i risultati del primo semestre 2023, ci si attende una crescita dei ricavi ed EBITDA aggregati per l'intero 2023 rispettivamente del 6.5% e del 10.5%, con marginalità stabile. Si tratta di una riduzione di circa 1% sulle stime di fatturato e 1.5% sulle stime di EBITDA rispetto alle stime precedenti.

**Tabella 2 | Ritorni storici dell'Indice STAR dal 2002 ad oggi (annuali)**

2022	-28.34%
2021	+44.71%
2020	+14.10%
2019	+28.04%
2018	-16.62%
2017	+34.73%
2016	+4.19%
2015	+39.83%
2014	+9.57%
2013	+55.70%
2012	+16.59%
2011	-18.96%
2010	+2.93%
2009	+31.49%
2008	-40.47%
2007	-15.24%
2006	+21.08%
2005	+32.87%
2004	+15.85%
2003	+11.98%
2002	-18.77%

Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 30/12/2022

**In uno scenario di rallentamento della domanda ed elevata inflazione, le società STAR hanno visto una revisione solo moderata delle stime.**

**In uno scenario 2023 prevedibilmente debole**, caratterizzato da un rallentamento della domanda e da un'elevata inflazione e da prezzi delle materie prime ancora elevati, parzialmente mitigati da minori inefficienze nella catena di approvvigionamento, **le società STAR hanno finora proceduto ad una revisione solo moderata dei ricavi aggregati per consenso e delle stime dell'EBITDA.**

Dopo una buona serie di risultati nei primi sei mesi del 2023, con ricavi aggregati in crescita del 7,9% ed EBITDA aggregato in crescita del 17,5%, la crescita implicita nel secondo semestre 2023 secondo le attuali stime prevede ricavi aggregati ed EBITDA in crescita del 4,5%.

Per quanto riguarda il 2024, al momento il mercato si attende una crescita in continuità con i valori attesi nel secondo semestre 2023: 5% per quanto riguarda i ricavi, 6% per quanto riguarda l'EBITDA.

Analizzando i driver di natura tecnica che hanno influenzato negativamente il mercato, sottolineiamo i tassi in risalita e i deflussi dai fondi, in un contesto di scarsa liquidità.

I tassi nell'area euro hanno subito costanti incrementi durante tutto l'anno, con il rendimento del BTP a 2 anni che ha recentemente raggiunto il 4%. I maggiori rendimenti sull'obbligazionario, anche di breve durata, hanno determinato un reset delle valutazioni e drenato liquidità dal mercato.

**Tabella 3 | Risultati aggregati delle aziende STAR, primo semestre 2023**

EUR M	1H22	1H23	chg %	2H22	2H23E	chg%
Revenues	19,432	20,969	7.9	22,549	23,570	4.5
EBITDA	2,519	2,960	17.5	2,981	3,115	4.5
EBITDA margin %	13.0	14.1		13.2	13.2	

Fonte: Intesa Sanpaolo Research elaboration on FactSet data, 10 ottobre 2023.

**Tabella 4 | Evoluzione delle stime aggregate 2023 per le aziende STAR**

EUR M	2023 post FY2022	2023 post 1Q23	2023 post 1H23
Aggregated revenues	106.5	107.3	106.0
Aggregated EBITDA	110.5	111.9	109.9
Aggregated EBITDA margin %	13.5	13.7	13.8

Fonte: Intesa Sanpaolo Research elaboration on FactSet data, 10 ottobre 2023.

Gli scenari prospettati potrebbero non realizzarsi. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

**Tabella 5 | Risultati e stime aggregate per le aziende STAR**

EUR M	2H22	2H23E	chg %	2023E	2024E	chg%
Revenues	22,549	23,570	4.5	44,539	46,789	5.1
EBITDA	2,981	3,115	4.5	6,074	6,456	6.3
EBITDA margin %	13.2	13.2		13.6	13.8	

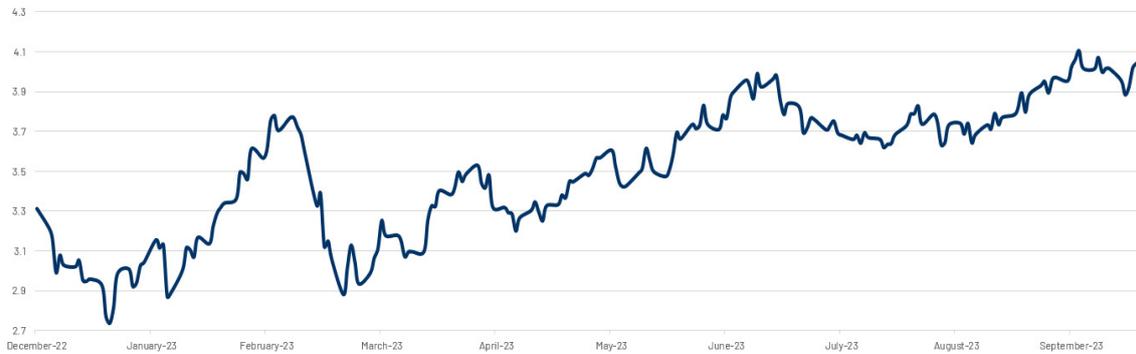
Fonte: Intesa Sanpaolo Research estimates, 10 ottobre 2023.

Gli scenari prospettati potrebbero non realizzarsi. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

I rimborsi PIR hanno influenzato le prestazioni dell'indice STAR. Finora, nel 2022 e nel 2023, i rimborsi hanno avuto un forte impatto: infatti, i primi fondi PIR lanciati nel 2017 hanno raggiunto la soglia di longevità quinquennale per ottenere i benefici fiscali. Questo deflusso ha penalizzato

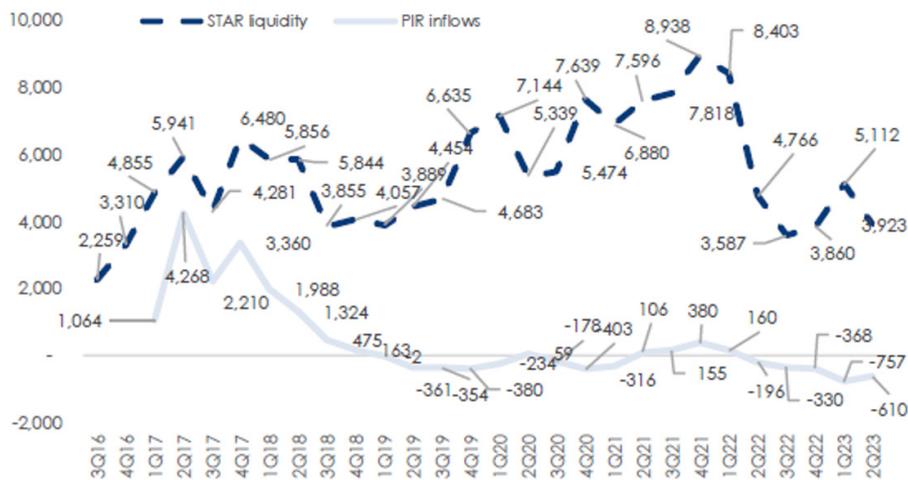
le medie imprese, con l'indice STAR che ha sottoperformato il FTSE IT All Shares di circa il 14% nel 2022, e di circa il 27% nel 2023 YTD. Riteniamo che questo deflusso dovrebbe gradualmente attenuarsi nei prossimi trimestri.

**Grafico 2 | Rendimento del BTP a due anni**



Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 13/10/2023

**Grafico 3 | Flussi PIR e trading STAR 3Q16 - 2Q23 (EUR M)**



Fonte: Intesa Sanpaolo Research elaborations on Borsa Italiana and Assogestioni data

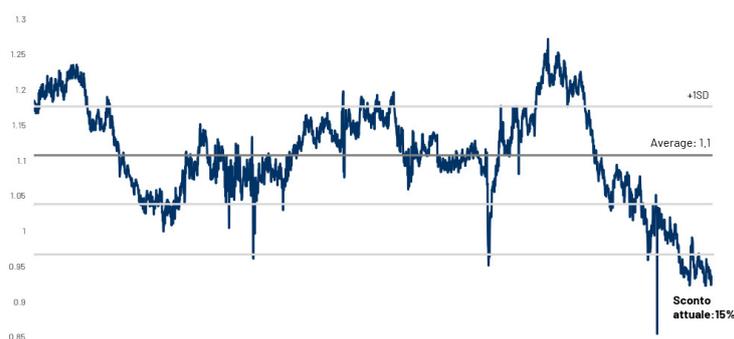
## VALUTAZIONI

### Contrazione come opportunità di mercato

A livello valutativo le azioni di media e piccola capitalizzazione sono in forte contrazione, non solo in Italia ma in tutta Europa. Come si vede dai grafici 4 e 5, infatti, lo sconto di questo segmento rispetto alle large si è fortemente allargato. La media storica vede un premio di circa il 10%, mentre attualmente lo sconto è di oltre il 15%, un valore record storico e distante più di due standard deviation dalla media. Notiamo inoltre come il differenziale di performance dal picco sia ormai del 23%, un valore simile a quanto verificatosi in un periodo straordinariamente negativo come quello della crisi finanziaria (Grafico 5).

Tornando a focalizzarci sull'Italia, il rapporto P/E del FTSE STAR 2023 è di circa il 30% sotto la propria media P/E 2004-21, mentre il 2024 P/E si attesta a di circa il 37% sotto la media. Concludendo, possiamo affermare con convinzione che ci troviamo in presenza di una significativa opportunità di mercato. Abbiamo infatti la possibilità di investire adesso in una **classe di attivo di qualità**. Investire nel segmento delle società a media e piccola capitalizzazione significa infatti avere un'esposizione diversificata a società solide e poco indebitate, che crescono e che generano ottimi ritorni sul capitale investito. Oggi, l'investitore può comprare in un mercato caratterizzato da valutazioni ai minimi storici. La qualità a sconto è un'occasione rara.

Grafico 4 | Mid-small cap: sconto record rispetto alla media



Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 13/10/2023

Grafico 5 | Le piccole e medie imprese quasi mai così attrattive



Differenza relativa alla performance dell'indice MSCI Europe SMID vs Large.

Fonte: Kepler Cheuvreux, dati al 10/2023

Tabella 5 | P/E per FTSE STAR e Stoxx Small 200

	P/E		EPS growth (%)		PEG
	2023	2024	2023/22	2023/24	2024*
FTSE STAR	14.5	13.0	6.6	10.4	1.40
STOXX Small 200	13.4	11.6	27.9	14.9	0.90

Fonte: Intesa Sanpaolo Research elaborations on FactSet data; \*basato sul P/E 2022 e la crescita 2023-22 EPS

## MULTIPLI

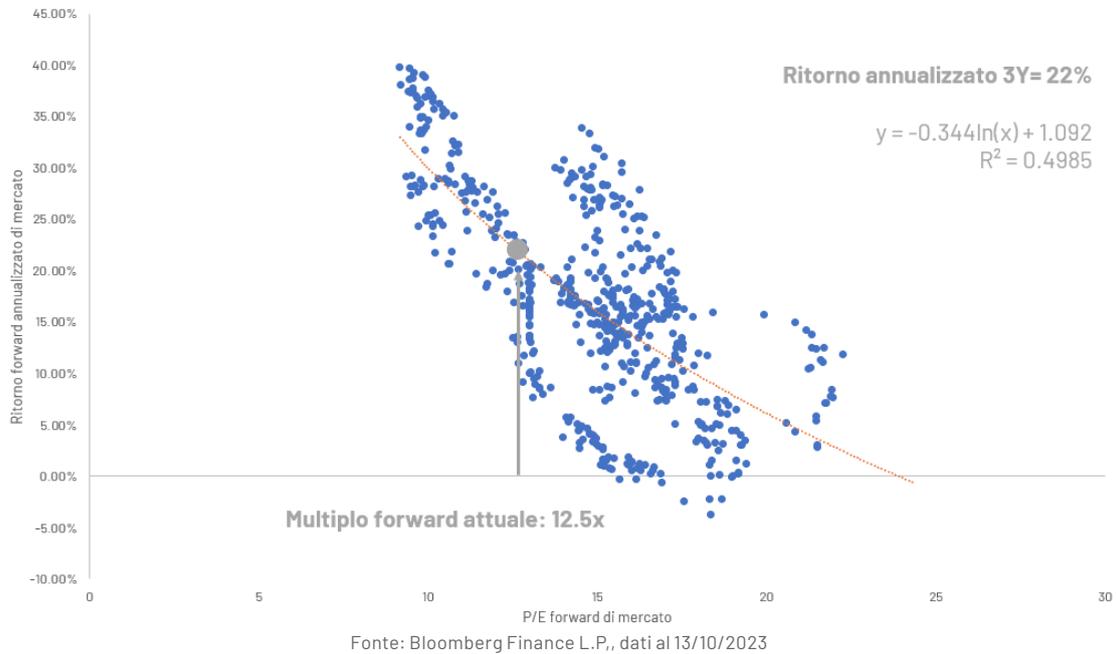
### Tra i migliori indicatori dei ritorni attesi

Il multiplo forward è uno dei migliori indicatori dei ritorni attesi futuri di mercato. Sulle stime attuali, le small e mid caps trattano a 12.5 volte gli utili forward a dodici mesi di consenso: si tratta del 16esimo percentile di sempre come valutazione. **Il mercato è molto ben prezzato.**

Cosa comporta ciò per i ritorni attesi? Per rispondere a questa domanda, abbiamo lavorato ad un modello che ci consentisse di prevedere il ritorno futuro a 3 anni, usando le valutazioni attuali di consensus come regressore. Sulla base del multiplo attuale ci possiamo aspettare un ritorno atteso futuro del **22% annualizzato (82% di total return nei prossimi 3 anni\*)**. Riteniamo che il risul-

tato ottenuto sia verosimile alla luce del fatto che attualmente ci troviamo in un mercato dislocato che sta esprimendo prezzi oltremodo compressi a causa di tematiche tecniche di liquidità e volumi. **Compriamo sui fondamentali.**

**Grafico 6 | Relazione fra multiplo STAR e ritorno atteso a 3 anni**



## TASSI DI INTERESSE

### Un fattore determinante per i multipli di mercato

Riteniamo che i multipli di mercato siano stati profondamente influenzati dall'attuale scenario di alti tassi d'interesse. Con il forte aumento di tasso avvenuto negli ultimi due anni le valutazioni azionarie hanno subito una compressione. In particolare, le valutazioni sono esposte al livello di tasso reale. Nel seguente modello (grafico 7) abbiamo messo in relazione il tasso reale americano con il multiplo forward dell'indice STAR.

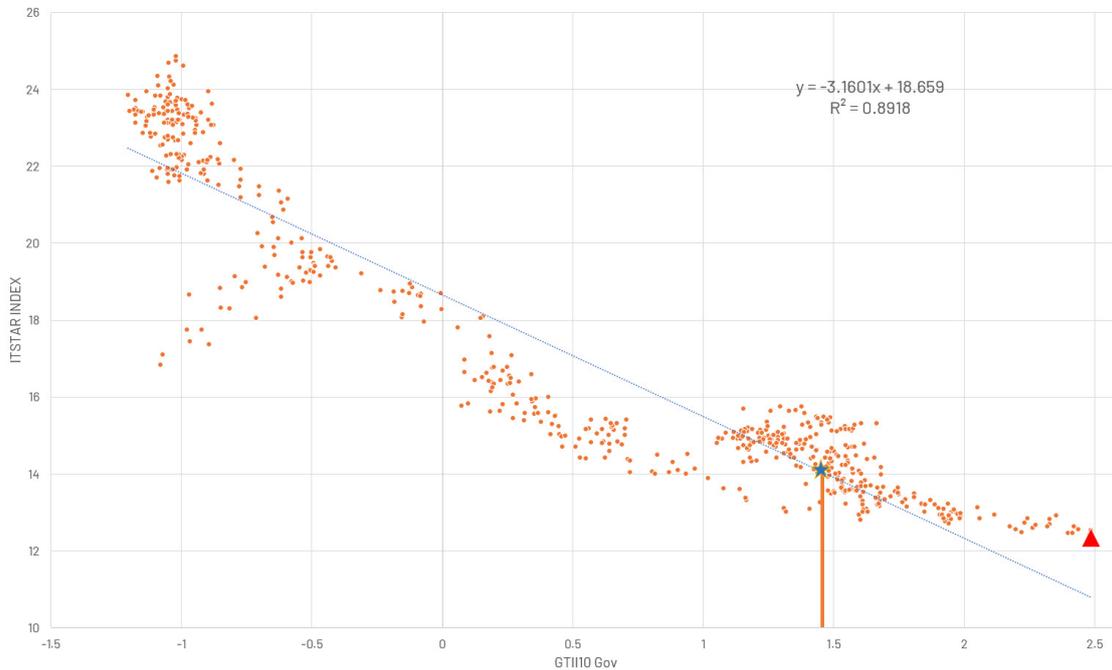
Si evidenzia una fortissima correlazione fra le due grandezze. La pendenza della curva è significativa: lo STAR perde 31 centesimi di multiplo per ogni 10 centesimi di allargamento di tasso reale. Considerando che negli ultimi due anni siamo passati da valori di tasso reale ampiamente negativo (circa -1%) agli attuali valori intorno al 2.5%, si giustifica il derating osservato a mercato. Lo STAR è passato da livelli di multiplo intorno alle 23 volte, fino ai valori attuali di circa 12.5.

Ipotizzando un ritorno verso la media storica di tasso reale e considerando la serie Bloomberg del governativo americano a dieci anni indicizzato all'inflazione da quando abbiamo dati (gennaio 1997) **possiamo ipotizzare la normalizzazione del valore intorno al 1.45%. Questo scenario è compatibile**

\*Gli scenari prospettati potrebbero non realizzarsi.

con un multiplo STAR normalizzato intorno alle 14.1 volte con un upside legato alla normalizzazione del 13%. Cosa possiamo aggiungere a questa osservazione? Dal modello si evidenziano effetti del

Grafico 7 | Tasso reale americano e multiplo forward dell'indice STAR



Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 13/10/2023

secondo ordine. In particolare, intorno ai valori estremi si notano significative differenze rispetto al modello. L'azionario STAR ha avuto la tendenza nel 2021 ad esacerbare il multiplo, andando a trattare a premio rispetto al modello. Nelle ultime rivelazioni, invece, pur in corrispondenza di multipli compressi, il valore osservato si scosta dal modello, posizionandosi significativamente al di sopra della retta di regressione.

I due fenomeni sono profondamente diversi:

- Nel primo caso (valori di luglio e agosto 2021) siamo in presenza di esuberanza irrazionale. Il mercato prezza uno scenario di forte crescita degli utili su stime già ai massimi. Probabilmente le ragioni di questa convexity sono da ricercare in fenomeni di finanza comportamentale (Paradigma TINA, e fortissimi flussi in ingresso sul mercato azionario).
- Nelle ultime rilevazioni, invece, pur in corrispondenza di multipli compressi, il valore osservato si scosta dal modello, posizionandosi significativamente al di sopra della retta di regressione. In questo caso, la convexity assume significati a cui possiamo dare varie interpretazioni: i) migliori aspettative di crescita prezzate dal mercato rispetto alle stime di consenso ii) speculazione del mercato sull'insostenibilità di livello di questo tasso reale, iii) sostanziale indipendenza, oltre certi valori, delle due grandezze.

Probabilmente, come spesso accade, il mercato sta prezzando un insieme di questi fattori. In ogni caso accogliamo positivamente la fine della correlazione diretta e pensiamo che a questi livelli il multiplo possa aver toccato livelli estremamente interessanti e che, con una dinamica di utile in crescita, coerente con le attuali indicazioni macroeconomiche, **lo STAR possa tornare a fare bene dal prossimo anno.**

## DISCLAIMER

Il presente documento è prodotto da Algebris Investments ed è destinato esclusivamente alla circolazione privata. Le informazioni contenute nel presente documento sono di natura strettamente confidenziale e sono riservate all'uso esclusivo della persona che ne è destinataria. Le informazioni contenute nel presente documento non possono essere riprodotte, distribuite o pubblicate da alcun destinatario, per qualsivoglia ragione o finalità, senza il previo consenso scritto di Algebris Investments. Il presente documento è adatto esclusivamente agli investitori professionali.

Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento hanno scopo meramente illustrativo, non si prefiggono di essere esaustive o complete e non costituiscono consulenza in materia di investimenti. Con la presente, Algebris Investments non sta organizzando, né accettando di organizzare, alcuna operazione in qualsivoglia investimento né sta prestando alcuna attività che richieda apposita autorizzazione ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000. Il presente documento non costituisce, o fa parte, di qualsivoglia offerta ad emettere o vendere, o sollecitazione di un'offerta a sottoscrivere o acquistare, alcun investimento e né lo stesso, né il fatto che lo stesso venga distribuito, potrà mai costituire la base per, o vi si potrà mai fare affidamento al fine di, perfezionare alcun contratto.

Non bisogna fare alcun affidamento, per nessuna ragione, sulle informazioni e opinioni contenute nel presente documento, né sulla loro accuratezza o completezza. Algebris Investments, i suoi membri, dipendenti e affiliati non forniscono alcuna dichiarazione, garanzia o impegno, espresso o implicito, in merito all'accuratezza o alla completezza delle informazioni o delle opinioni contenute nel presente documento e nessuna responsabilità può essere attribuita in capo agli stessi in merito all'accuratezza o completezza di tali informazioni od opinioni.

Il presente documento è fornito da Algebris Investments solo a persone nei cui confronti sia lecito trasmetterlo ai sensi del The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, ivi inclusi i soggetti a ciò esplicitamente autorizzati ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 del Regno Unito ("l'Atto"), determinate persone con esperienza professionale in ambito di investimenti, società/associazioni e partnership prive di personalità giuridica/fiduciari di trust di tipo high-net-worth e persone qualificate come certified sophisticated investors. Il presente documento non è soggetto al divieto di cui alla Sezione 21 dell'Atto relativo alle comunicazioni, da parte di soggetti non autorizzati ai sensi dell'Atto, che invitino od incentivino ad effettuare attività di investimento in quanto emesse solo nei confronti di tale categoria di persone. Questa è una comunicazione di marketing.

La distribuzione del presente documento potrebbe essere vietata in determinate giurisdizioni. Tutte le informazioni suesposte hanno una funzione meramente indicativa ed è pertanto responsabilità di ciascuna persona (o delle persone) in possesso del presente documento di informarsi in maniera adeguata e di rispettare tutte le leggi ed i regolamenti vigenti in ciascuna giurisdizione in questione.

Il Gruppo Algebris ricomprende Algebris(UK)Limited, Algebris Investments(Ireland)Limited, Algebris Investments(US)Inc., Algebris Investments(Asia)Pte., Algebris Investments K.K. ed altre società non regolamentate quali società veicolo specializzate (SPV), enti che agiscono quali general partner e holdings.

© 2023 Algebris Investments. Algebris Investments è il nome commerciale del Gruppo Algebris.



Londra, Milano, Roma, Zurigo, Dublino, Boston, Singapore, Tokyo  
**[www.algebris.com](http://www.algebris.com)**