**AcomeA SGR – Un cielo pieno di Star**

A cura di Antonio **Amendola, Senior Fund Manager azionario,** e **Simone Benini, Junior Equity & ESG Analyst, AcomeA SGR**

Nell’attuale contesto macroeconomico è verosimile iniziare a credere di aver raggiunto o di essere in prossimità del **picco del ciclo di rialzo dei tassi** di interesse da parte delle banche centrali, iniziato durante l’estate 2022.

Una conseguenza delle politiche monetarie restrittive adottate è chiaramente il **maggiore costo di finanziamento e la spesa per interessi**, sia dal punto di vista degli households sia per il settore corporate. Focalizzandosi su quest’ultimo in particolare, le conseguenze di un maggiore costo del debito possono sfociare in situazioni di distress finanziario se considerate insieme ad ulteriori fattori: la reporting season della prima semestrale 2023 ha iniziato a mostrare il **rallentamento della domanda e la normalizzazione della marginalità che molte società avevano previsto a partire da fine 202**2, definendo il 2023 come un anno di transizione o di normalizzazione.

Risulta, quindi, importante **identificare quelle società che mantengono la capacità di generare cassa e di far fronte sia ai costi operativi ancora elevati** (dalla reporting season emerge come questi non siano ancora in discesa, seppur stabili), **che alla spesa per interessi e alle necessità di investimenti** che sono stati spesso rimandati negli scorsi mesi.

**Altro fattore da considerare è la performance degli indici**: **da inizio anno il più penalizzato è lo STAR (-9,5%)** con una forte sottoperformance rispetto al FTSE MIB (+19,9%), mostrando un gap a cui non abbiamo mai assistito. Inoltre, anche l’attuale decorrelazione con il Nasdaq (+39,3% YTD), i cui trend sono storicamente correlati, è senza precedenti.

In un clima macro in cui i tassi rimarranno verosimilmente elevati per i prossimi mesi, **vale la pena andare a cercare quei titoli con una bassa esposizione debitoria, alta cassa e forte capacità di far fronte a un costo del debito più elevato**. Riteniamo inoltre ingiustificata la sottoperformance e la decorrelazione dell’indice STAR, quindi, cercheremo le società meno indebitate in questo segmento.

Per individuare i titoli meglio posizionati per far fronte a un elevato costo del debito utilizziamo due indicatori (escludendo valori estremi delle due misure): il rapporto Net Debt/EBITDA (tra debito al netto della cassa ed EBITDA) e l’Interest Coverage (rapporto tra risultato operativo EBIT e spesa per interessi). **Andiamo quindi a preferire le società che presentano un basso indebitamento rispetto a quanto generato con la gestione operativa e un’alta capacità di far fronte alla spesa per interessi con la propria gestione**. **Reply, Biesse e Cementir** **sono le tre società meglio posizionate**: hanno una posizione finanziaria netta positiva (net cash) e interest coverage ratio superiore a tutto il panel. Considerando valori di interest coverage comunque accettabili, possiamo includere anche **Aeroporto di Bologna, Salcef, B&C Speakers, Sesa e Tinexta** tra i titoli meglio posizionati.

Analizzando le due metriche, **i titoli dello STAR sono in ottimo stato con un Net Debt/EBITDA mediano di 1,1x e Interest Coverage a 5,7x**, con **9 titoli che riportano una posizione finanziaria netta positiva**. Questi valori ci portano quindi a considerare, alla luce delle valutazioni di mercato del segmento fortemente compresse, il rapporto tra la capitalizzazione di mercato delle società e la cassa effettivamente a disposizione. Chiaramente, **i titoli più interessanti sono quelli il cui prezzo di mercato è più basso in rapporto alla cassa a disposizione della società**, andando in certi casi a rappresentare situazioni in cui si può dire che l’azionista si stia (in senso figurato) *comprando la cassa della società*. I titoli a sconto sulla cassa e con basso indebitamento sono, anche in questo caso, **Biesse, Cementir, Sesa e Tinexta** a cui si aggiungono **Gefran, Saes Getters e Servizi Italia**.

La sottoperformance dello STAR evidenzia la sottovalutazione del segmento, che sull’EBITDA 2023 tratta a 7,5 volte, rispetto a una media a 5 anni di 10x. Consideriamo in aggregato le sette società individuate dalla nostra analisi (*cd Sub-STAR*), ovvero i titoli meglio posizionati dal punto di vista debitorio e meno cari sulla cassa; questi trattano a sconto sia sulla media storica (5,5x vs 7,2x) che rispetto all’indice STAR stesso. Oltretutto, la performance aggregata di questi titoli è risultata più difensiva rispetto all’indice stesso da inizio anno.

Pertanto, le attuali valutazioni di mercato sono un ottimo punto di ingresso per **posizionarsi sulle Mid e Small Cap di qualità dell’indice STAR, sfruttando l’attuale sottoperformance e la decorrelazione storica dagli indici di riferimento**. Tra le società dell’indice emergono anche titoli che sembrano maggiormente predisposti ad affrontare un clima persistente di alti tassi di interesse, in cui detenere debito risulta più rischioso rispetto al passato. Il posizionamento su queste storie permette da una parte di **difendersi da rischi lato debito nel breve periodo** legati ad alti tassi, e allo stesso tempo di poter **beneficiare del re-rating dei titoli STAR** quando i tassi di interesse arriveranno al picco ed eventualmente torneranno a scendere, dato che lo STAR reagisce positivamente a un clima di tassi bassi.