

Report mensile sulle Mid Small Cap italiane

Stagione degli utili positiva, ma la liquidità è ancora fragile

A cura del Team di Ricerca di Intermonte

- **Performance (+).** Il mercato azionario italiano (prezzi al 21 agosto 2023) è sceso del 2,9% nell'ultimo mese, ma è in rialzo del 16,5% su base annua. L'indice FTSE Italy Mid-Cap (-2,3%) ha leggermente sovraperformato l'indice principale dello 0,6% nell'ultimo mese (-11,9% YtD su base relativa), mentre l'indice FTSE Italy Small Caps (+0,3%) ha registrato una performance del 3,2% superiore al mercato, ma del -20,0% su base relativa dall'inizio del 2023. Guardando alle performance delle mid/small cap in Europa, l'indice MSCI Europe Small Caps è sceso del 4,8% nell'ultimo mese, registrando una performance peggiore rispetto alle mid/small cap italiane.
- **Stime (+).** Dall'inizio del 2023, abbiamo attuato una revisione al rialzo del +17,5% delle nostre stime sugli EPS del 2023, mentre la revisione è stata più contenuta (+10,9%) sugli EPS per il 2024; concentrandoci sulla nostra copertura mid/small cap, invece, dal 1° gennaio 2023 abbiamo aumentato gli EPS 2023 di appena il 5,8%. In particolare, nell'ultimo mese abbiamo alzato significativamente le stime sia per i titoli del FTSE MIB (+8,4% sugli EPS 2023) sia per la nostra copertura mid-cap (+7,2%, soprattutto grazie ai margini sorprendentemente elevati registrati dai titoli del cemento), mentre abbiamo ridotto le stime per la nostra copertura small-cap (-6,2%).
- **Valutazioni (=).** Se confrontiamo la performance YtD con la variazione delle stime per l'esercizio '23 nello stesso periodo, vediamo che i titoli del FTSE MIB hanno registrato un de-rating dello 0,5% su base annua (la stessa metrica era +12,9% un mese fa, prima dell'aggiornamento delle stime); le mid-cap hanno registrato un de-rating del 4,0%, mentre le small cap si sono rivalutate del 14,4%. Su base P/E, il nostro panel è scambiato con un premio del 32% rispetto alle large cap, ben al di sopra del premio medio storico (17%), ma sostanzialmente in linea con il livello di un mese fa (30%).
- **Liquidità (-).** Osservando l'andamento degli indici ufficiali italiani, notiamo che la liquidità delle large cap nell'ultimo mese (misurata moltiplicando i volumi medi per i prezzi medi in un determinato periodo) è superiore del 51,6% rispetto allo stesso periodo di un anno fa (anche grazie agli ottimi risultati del 2Q23), ma rimane inferiore dell'1,2% a livello annuale. Il quadro è molto più preoccupante per le mid/small cap: nello specifico, la liquidità YtD per le mid-cap è scesa del 20,1% YoY, mentre per le small cap è scesa del 28,4% YoY.
- **Strategia di investimento.** I risultati semestrali pubblicati finora hanno fornito indicazioni complessivamente positive e le principali sorprese sono arrivate, per quanto riguarda la nostra copertura mid small cap, nei settori del cemento e finanziario, più che compensando alcune delusioni sugli utili soprattutto tra le small cap. Tuttavia, il quadro generale rimane fragile non solo a causa dei timori macroeconomici recentemente innescati dalla crisi immobiliare in Cina, ma anche perché, finora, la liquidità investita in titoli a media e bassa capitalizzazione ha continuato a diminuire; per quanto ne sappiamo, è più

probabile che la prolungata debole performance di alcuni titoli di alta qualità (ad esempio alcune società del settore digital) sia correlata al fatto che alcuni gestori di fondi hanno ridotto la loro sovraesposizione per bilanciare il rischio nei loro portafogli piuttosto che alle preoccupazioni sulle stime sugli utili societari. Sebbene sia difficile prevedere i tempi, siamo convinti che questa tendenza si invertirà alla luce delle valutazioni di molti titoli di qualità (pensiamo ancora in particolare a quelli del settore digitale) che sono diventate molto attraenti. I deflussi di fondi PIR ordinari sono rimasti significativi nel 2Q23, un miglioramento di questo trend potrebbe rappresentare un importante segnale di inversione anche per le valutazioni del segmento.

PIR: sono continuati significativi deflussi nel secondo trimestre 2023

Nella sua revisione trimestrale del 25 maggio 2023, **Assogestioni ha pubblicato i dati aggiornati sulla raccolta PIR del primo trimestre '23. Nel corso del trimestre, i PIR ordinari hanno registrato deflussi per 779 milioni di euro, mentre i PIR alternativi hanno registrato afflussi per 58 milioni di euro.** In termini di AuM, i PIR ordinari hanno gestito 17,8 miliardi di euro, mentre 1,5 miliardi di euro sono stati investiti in fondi PIR alternativi. Per quanto riguarda i PIR ordinari, la raccolta netta trimestrale è ulteriormente peggiorata rispetto al 4° trimestre e al 3° trimestre del 2022, quando la raccolta netta era stata rispettivamente di -368 milioni di euro e -330 milioni di euro. Il dato di afflusso è peggiore rispetto a quello reso noto dall'Osservatorio PIR de Il Sole 24 Ore, che stimava 667 milioni di euro di deflussi nel 1° trimestre '23 (con gennaio, febbraio e marzo rispettivamente a -166 milioni di euro, -268 milioni di euro e -233 milioni di euro).

Per quanto riguarda i PIR alternativi, gli afflussi nel 1° trimestre '23 sono stati pari a 58 milioni di euro, invertendo il trend negativo del 4° trimestre '22 (-9 milioni di euro).

Secondo l'Osservatorio PIR, i deflussi sono proseguiti in aprile, a 144 milioni di euro, in rallentamento rispetto ai trend di febbraio e marzo. Tuttavia, in maggio e giugno sono stati registrati deflussi per, rispettivamente, 196,9 milioni di euro e a 201,9 milioni di euro, segnando un nuovo deterioramento che lascia poco spazio all'ottimismo per i prossimi mesi.

Ricordiamo che le caratteristiche del PIR 3.0 sono le seguenti: almeno il 70% del fondo deve essere investito in titoli emessi da società quotate italiane o comunitarie con stabile organizzazione in Italia; di questo 70%, il 25% (cioè il 17,5% del totale del fondo) deve essere investito in titoli non presenti nell'indice principale (FTSE MIB nel caso di titoli quotati in Italia). La principale novità del nuovo regolamento è un investimento minimo obbligatorio del 5% del 70% (o del 3,5% del fondo totale) in small cap non quotate né nel FTSE MIB né nel FTSE MID. Questa misura dovrebbe convogliare i flussi verso un universo di piccole imprese che si prevede possano trarre particolare beneficio dal rinnovato interesse degli investitori. La nuova normativa consente inoltre ai fondi pensione italiani di investire fino al 10% del loro patrimonio in fondi PIR. Il beneficio fiscale (invariato) riguarda ancora l'eliminazione dell'imposta sulle plusvalenze a condizione che l'investimento sia stato mantenuto nel fondo per almeno 5 anni.

Il PIR alternativo, d'altro canto, è un wrapper con benefici fiscali simili a quelli del PIR (esenzione fiscale delle plusvalenze per gli investimenti detenuti per almeno 5 anni) e a sua volta è in grado di investire in ELTIF, fondi di private equity o fondi di private debt. A causa degli investimenti in attività illiquide (più vicine all'economia reale ma più rischiose), gli investitori affluent sono i clienti target. L'importo massimo investibile all'anno è di 300.000 euro per persona (contro i 40.000 euro dei PIR) fino a un massimo cumulativo di 1,5 milioni di euro per persona. Inoltre, il limite di concentrazione (cioè il massimo investimento cumulativo in un singolo titolo) è stato fissato al 20% (il 10% è il limite per i normali fondi PIR). Questi strumenti alternativi sarebbero infatti adatti a superare la volatilità del mercato, dato il loro impegno a lungo termine, e sono complementari ai fondi PIR in senso più ampio (sono pensati per investitori semi-professionali piuttosto che retail). Riteniamo che l'introduzione dei PIR alternativi potrebbe anche rappresentare una soluzione intelligente all'attuale impasse a livello europeo sugli ELTIF, in quanto i nuovi PIR alternativi hanno il diritto di acquistare fondi ELTIF, beneficiando così indirettamente questi ultimi.

Le nostre stime per i PIR ordinari

I dati di Assogestioni relativi al 1° trimestre del 2023 mostrano 779,1 milioni di euro di deflussi, superiori al dato dell'intero 2022 (733,8 milioni di euro): un risultato decisamente più negativo delle attese, che ci induce a rivedere le nostre stime per l'anno in corso, prevedendo deflussi pari a 1,5 miliardi di euro. Le nostre previsioni confermano le aspettative di un miglioramento dei numeri nel secondo semestre 2023, nonostante la visibilità rimanga bassa (i deflussi nel 1° semestre '23 dovrebbero essere di circa 1,3 miliardi di euro). Se si guarda alle cause dei riscatti dai fondi PIR, si può certamente ipotizzare che molti investitori, per via delle performance positive alla scadenza dei 5 anni (periodo di investimento minimo necessario per godere dei benefici fiscali sulle plusvalenze), abbiano deciso di incassare per poter indirizzare i propri risparmi verso altri fondi e mercati.

Secondo la stampa, il governo italiano sta studiando un emendamento per consentire agli investitori di detenere più di un piano di risparmio personale (PIR). Il piano non comporterebbe alcun costo aggiuntivo per il governo, poiché il tetto di investimento di 40.000 euro all'anno per persona (o 200.000 euro in 5 anni).

rimarrebbe invariato. Accogliamo con grande favore questa iniziativa, che, se approvata, pensiamo possa rilanciare gli afflussi verso i fondi PIR, in quanto il vantaggio di diversificare su più prodotti PIR potrebbe aumentare gli investimenti dei singoli.

Nel lungo termine, le nostre ipotesi si basano sull'aspettativa che l'interesse per questo prodotto rimanga piuttosto elevato grazie al beneficio fiscale e, dal punto di vista del distributore, al fatto di poter contare su un impegno a lungo termine da parte dell'investitore.

Le principali ipotesi alla base delle nostre attuali stime sono le seguenti:

- Per il 2023, ipotizziamo una raccolta lorda di nuovi sottoscrittori di PIR pari a 300 milioni di euro;
- Per quanti sottoscrivono PIR in modo continuativo, prevediamo che la raccolta complessiva nel secondo anno sarà pari a una parte della somma accantonata nel primo anno (dal 35% al 40% nel nostro modello); nei restanti anni (cioè dal terzo al quinto anno) prevediamo una raccolta stabile, pari in media al 50% degli investimenti effettuati nel secondo anno;
- Infine, calcoliamo che l'ammontare del capitale che verrà ritirato dagli investitori che decideranno di uscire dal fondo prima del termine dei cinque anni (per qualsiasi motivo) sarà pari al ~15% degli Assets under Management nel 2023 e oltre.

INTERMONTE

Intermonte è una Investment bank indipendente leader in Italia e punto di riferimento per gli investitori istituzionali italiani e internazionali nel segmento delle mid & small caps. Quotata sul mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, presenta un modello di business diversificato su quattro linee di attività, "Investment Banking", "Sales & Trading", "Global Markets" e "Digital Division & Advisory". L'Investment Banking offre servizi rivolti a imprese quotate e non quotate in operazioni straordinarie, incluse operazioni di Equity Capital Markets, M&A e Debt Capital Markets. Le divisioni Sales & Trading e Global Markets supportano le decisioni di oltre 650 investitori istituzionali italiani ed esteri grazie a una ricerca di alto standing di più di 50 operatori professionali specializzati nelle varie asset class, azioni, obbligazioni, derivati, ETF, valute e commodities. L'ufficio studi figura costantemente ai vertici delle classifiche internazionali per qualità della ricerca e offre la più ampia copertura del mercato azionario italiano sulla base di un'elevata specializzazione settoriale. La divisione "Digital Division & Advisory" è attiva nel risparmio gestito e consulenza agli investimenti. Websim è specializzata in produzione di contenuti finanziari destinati a investitori retail. T.I.E. - The Intermonte Eye - è l'area riservata a consulenti finanziari e private banker.

Contatti per la stampa:

BC Communication

Beatrice Cagnoni – beatrice.cagnoni@bc-communication.it – +39 335 5635111

Federica Guerrini – federica.guerrini@bc-communication.it – +39 340 7500862