

ANALISI

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE

FINANZA

I titoli del largo consumo

Aumentano le opportunità d'investimento nelle emissioni corporate per i beni di largo consumo, ma il mercato italiano è ancora poco sviluppato.

di **Stefania Pescarmona**

Approfondimenti:
<http://tinyurl.com/ILCBorsa>

I beni di largo consumo rientrano fra i segmenti di mercato più appealing per gli investitori di titoli obbligazionari corporate, in quanto appartengono a uno dei settori di eccellenza del made in Italy nel mondo. Questa l'opinione di **Filippo Napoletano**, gestore di **Finint** (Finanziaria Internazionale).

«C'è un effetto rarità sul mercato» aggiunge **Angelo Dipasquale**, responsabile della divisione Fixed Income di **Equita Sim**, che distingue le grandi emissioni di prestiti obbligazionari, tipo quelle di **Campari** o **Ivs**, dai minibond, il cui ammontare è inferiore ai 50 milioni di euro. «Tante società appartenenti a questo settore, dall'alimentare alla Gdo, sono aziende padronali, che producono molta cassa e che magari non hanno un estremo bisogno di finanziarsi sul mercato, anche perché, generalmente, è più costoso emettere un bond che non finanziarsi presso gli istituti di credito attraverso il classico debito bancario (e quindi attraverso le varie linee di fidi, ndr)» spiega Dipasquale, secondo cui le banche hanno un buon incentivo a effettuare prestiti a corporate di ottimo standing.

In ogni caso, le finalità delle due forme di finanziamento non sono le stesse. «Le grandi aziende da sempre utilizzano i mercati dei capitali, soprattutto per coprire esigenze aziendali di più lungo periodo, lasciando invece la copertura delle esigenze di cassa e di gestione del circolante al sistema bancario attraverso

linee di credito, anticipo fatture e similari», dichiara **Francesca Cerminara**, responsabile bond e valute di **Zenit Sgr**, che ricorda che i titoli obbligazionari hanno in media scadenze che vanno dai 5 ai 10 anni.

“Campari oggi ha in essere 3 diverse emissioni, per un totale di 1,35 miliardi di euro”

Negli ultimi anni, però, anche le imprese di minor dimensione hanno iniziato a prendere confidenza con questo, per loro, nuovo strumento di finanziamento. «A fronte di un maggiore costo, questo canale alternativo di finanziamento può rappresentare per l'azienda un'ottima

vetrina per farsi conoscere al mercato, anche dal punto di vista del debito», commenta Dipasquale. «L'apertura al mondo del credito alle imprese più piccole, anche a quelle non quotate, il cui capitale è quasi totalmente in mano ai fondatori, è stata resa possibile dall'evoluzione della normativa, che per far fronte alla crisi di liquidità in cui versavano gli istituti bancari dal 2011 in avanti, ha permesso a tutte le società, escludendo solo le micro imprese (con fatturato al di sotto dei 2 milioni di euro), di chiedere risorse al mondo finanziario attraverso l'emissione di obbligazioni», prosegue Cerminara che, citando uno studio di **Banca d'Italia**, ricorda che le emissioni delle imprese italiane non bancarie sono passate complessivamente da 46 miliardi nel 2014 a 52 miliardi nel 2015, senza però che le imprese aumentassero il loro grado di leva finanziaria, che in media è già al 40%: più elevata, quindi, rispetto agli altri Paesi europei, come per esempio Francia e Uk dov'è circa il 36%. «Le nuove emissioni di debito sono andate quindi a rifinanziare i debiti in scadenza e di norma a tassi decisamente inferiori, vista la generalizzata riduzione dei tassi di interesse a cui stiamo assistendo da qualche anno, dinamica che creerà un circolo

virtuoso nella redditività aziendale, gravata da minori oneri finanziari», puntualizza Cerminara. Questo, per esempio, il caso di **Ivs Group**, che a fine 2015 ha emesso un nuovo bond, scadenza 2022, con cedola 4,50%, per rifinanziare una precedente obbligazione, che aveva una cedola superiore al 7%, ottimizzando così il costo del debito. Ma la riscadenziatura del debito è solo una delle motivazioni. Tra le altre finalità si devono infatti citare i piani di espansione e sviluppo commerciale, la crescita per linee interne, come l'apertura di filiali, o la crescita per linee esterne, come fusioni e acquisizioni.

Tra i grandi prestiti obbligazionari del settore dei beni di largo consumo, oltre al bond di **Ivs Group**, merita ricordare altre tre obbligazioni di società quotate a Piazza Affari: **Campari** (beverage), **Amplifon** (prodotti per la cura della persona)

EMISSIONI DI TITOLI OBBLIGAZIONARI CORPORATE NEL LARGO CONSUMO

| Emittente | mln euro | scadenza | % | settore |
|----------------------------------|----------|----------|-------|---------------------------|
| Davide Campari | 600,0 | set-20 | 2,750 | Alimentare&Bevande |
| Amplifon | 275,0 | lug-18 | 4,875 | Prodotti cura persona |
| Luxottica | 500,0 | mar-19 | 3,625 | Occhiali |
| Ivs Group | 240,0 | nov-22 | 4,500 | Vending company |
| Pasta Zara | 5,0 | mar-20 | 6,500 | Alimentare |
| Ferrarini | 30,0 | apr-20 | 6,375 | Alimentare |
| Rigoni | 7,0 | lug-19 | 6,250 | Alimentare |
| Coswell | 15,0 | lug-19 | 6,800 | Prodotti cura persona |
| Zobebe | 180,0 | feb-18 | 7,875 | Prodotti pulizia e igiene |
| Twin set - Simona Barbieri | 150,0 | lug-19 | 6,000 | Abbigliamento |
| 4 Madonne Caseificio dell'Emilia | 6,0 | gen-22 | 5,000 | Alimentare |
| Kiko | 100,0 | dic-20 | 6,500 | Prodotti cura persona |
| Agronomia | 1,0 | giu-19 | 8,000 | Alimentare |
| Terre Cortesi Moncaro | 5,0 | mag-20 | 6,375 | Alimentare&Bevande |
| Granarolo | 50,0 | dic-19 | 5,800 | Alimentare |
| Molinari (gruppo Buoristoro) | 5,0 | ott-19 | 6,100 | Vending company |
| American Coffee Company | 3,0 | ott-20 | 7,000 | Beverage |
| Barilla * (Us) | 185,0 | nov-27 | -- | Alimentare |
| De Cecco | 12,5,0 | feb-20 | -- | Alimentare |
| Nosio | 5,0 | gen-25 | 3,250 | Beverage |

*private placement

Fonte: Elaborazione **Largo Consumo** su dati forniti da Finint e Zenit Sgr

FINANZA

e **Luxottica** (occhiali). «Si tratta di gruppo di aziende che vantano una solidità patrimoniale e finanziaria elevata e che, grazie alla loro dimensione e alla partecipazione alle dinamiche di crescita mondiale, pagano un accesso al credito finanziario (attraverso il pagamento di cedole più basse, ndr), molto minore rispetto alle aziende più piccole», dichiara Cerminara.

Se guardiamo **Campari**, oggi la società ha in essere tre diverse emissioni, per un totale di 1,35 miliardi di euro, quotate nei segmenti di mercato ExtraMot e lussemburghese. Le tre scadenze 2016, 2019 e 2020 hanno rendimenti che vanno rispettivamente dallo 0,70 al 2% circa. «L'ultima emissione risale al settembre 2015 e presenta una scadenza al 2020, con una cedola pari al 2,75%, ma - con il restringimento del rendimento - se Campari dovesse tornare a finanziarsi, tendenzialmente oggi sarebbe in grado di farlo al 2,25% circa, quindi 50 basis point in meno rispetto a soli pochi mesi fa», illustra Dipasquale. Per un investitore queste obbligazioni presentano oggi rendimenti bassi, soprattutto se confrontati con quelli di soli pochi anni fa, ma comunque più elevati di quelli offerti dai titoli di Stato: basti considerare, infatti, che il Btp con scadenza 2023 è stato emesso a metà marzo di quest'anno allo 0,84%. Ovviamente tutto è legato alla solidità degli emittenti, ai loro numeri, alla reputazione e ai piani di sviluppo. Infatti tra un'emissione e l'altra possono esserci anche diversi punti percentuali di differenza di rendimento, pur essendo società dello stesso settore.

Alcune società, hanno preferito scendere in campo con private placement, quindi con operazioni effettuate ad hoc per investitori istituzionali. Rientra in questo gruppo di aziende **Barilla**, «che, a novembre 2015, ha emesso un titolo obbligazionario mediante private placement, in dollari per un importo 1,85 milioni, con scadenza 2027, a conferma dell'interesse degli investitori oltre oceano per i titoli obbligazionari italiani legati al food», commenta **Vania Serena**, gestore di **Finint**.

Nel corso degli ultimi anni, anche aziende di dimensioni più piccole, appartenenti sempre al vasto settore dei beni di largo consumo, hanno deciso di lanciare prestiti obbligazionari, di importo decisamente inferiore rispetto ai big del comparto. Negli ultimi due anni, sono infatti oltre una decina quelle del largo consumo che hanno emesso obbligazioni, cosiddette minibond. Uno dei

motivi potrebbe essere legato alla chiusura dei rubinetti da parte delle banche e, di conseguenza, alla ricerca da parte delle imprese di fonti di finanziamento alternative. Non la pensa così Serena, che non ritiene che l'orientamento al mercato dei minibond sia da correlare alla chiusura del mercato bancario. «Si tratta di aziende italiane che vogliono intraprendere un percorso di crescita sul mercato dei capitali e che considerano l'emissione di un prestito obbligazionario quotato il primo step di un percorso che porterà le stesse alla quotazione in Borsa», prosegue Serena, citando **Rigoni di Asiago**, **Ferrarini** e **Pasta Zara**.

In particolare Rigoni di Asiago è un'eccellenza del settore alimentare in Italia che svolge attività di produzione e commercio di prodotti derivanti da agricoltura biologica: in termini di risultati economici, presenta dati in crescita a livello di volume d'affari e ha in corso un importante piano di investimenti volto a incrementare la propria capacità produttiva.

“Queste obbligazioni hanno rendimenti bassi, ma più elevati dei titoli di Stato”

«La società negli ultimi anni ha intrapreso un importante percorso di crescita tra gli investitori istituzionali, attraverso l'emissione del minibond, avvenuta nel mese di luglio 2014 con scadenza 5 anni e cedola del 6,25%, e l'entrata di un fondo di private equity nella propria compagine azionaria», spiega l'esperta di **Finint**, che poi aggiunge che l'emissione è stata da subito molto richiesta dagli investitori e, a oggi, presenta un mercato bid only, considerata anche la size ridotta dell'emissione: 7 milioni di euro. Il prezzo del titolo è sempre stato sopra la pari e ha raggiunto valutazioni vicine a 106,5 per poi stabilizzarsi in area 102,5 (rendimento 5,4%) con nessuna offer.

Tra le vending company presenti nel mercato dei minibond si può citare invece **Molinari**, azienda appartenente al gruppo **Buoristoro**. È il tipico esempio di un'azienda con buoni fondamentali che si appropria al mercato dei capitali con un'emissione obbligazionaria: nel mese di ottobre 2014, ha quotato sul mercato ExtraMot Pro di Borsa Italiana un minibond da 5 milioni, con scadenza 5 anni e rendimento del 6,1%. «Dal punto di vista dell'investitore è sicuramente appetibile la sottoscrizione di un titolo obbligazionario emesso da una vending company in quanto presenta

flussi di cassa stabili in un settore anticiclico dove i tempi di incasso dai propri clienti sono azzerati», dichiara Serena, che poi conclude ricordando l'emissione del **Caseificio dell'Emilia Quattro Madonne**. «È un caso interessante da commentare, soprattutto per la struttura dell'emissione», spiega l'esperta di **Finint**, che ricorda che «vi è un pegno a favore degli obbligazionisti su un numero di forme di formaggio corrispondente al 120% del valore nominale complessivo dell'emissione».

In questo caso, il bond da 6 milioni ha scadenza gennaio 2022 e paga una cedola fissa del 5%. Nel corso degli ultimi anni, la cooperativa del modenese (specializzata nella trasformazione in formaggio Parmigiano Reggiano, burro, ricotta e altri derivati del latte conferito dai soci) ha compiuto un salto di qualità dimensionale, grazie anche all'incorporazione per fusione di altre cooperative della zona (San Pietro nel 1998, Solarese nel 2003, San Luca nel 2010, Giardina nel 2012 e San Giovanni nel 2013), diventando il primo produttore interprovinciale del comprensorio, con un fatturato nel 2014 di 23,5 milioni di euro, un ebitda di 1,7 milioni e una lavorazione superiore a 392.000 q di latte annui.

A differenza delle grandi emissioni corporate, per comprare questa tipologia di obbligazioni gli investitori finanziari richiedono un premio per l'illiquidità del titolo e anche il maggior rischio di insolvenza. «Le obbligazioni delle grandi imprese hanno un mercato secondario anche dopo l'emissione ed è quindi possibile comprare e vendere i bond durante tutta la vita del titolo stesso, alle condizioni che il mercato prezza in quel dato momento, mentre i minibond, nonostante siano quotati su un mercato dedicato, il segmento ExtraMot Pro di Borsa Italiana, che nel 2015 ha registrato scambi per 152 milioni di euro, sono spesso comprati da investitori istituzionali nella fase di emissione del bond e di norma lo tengono fino alla scadenza», spiega Cerminara. Si tratta, però, di un mercato ancora poco sviluppato. «Affinché si crei un vero e proprio mercato, con le caratteristiche di trasparenza e liquidità, similari a quelle degli emittenti più frequenti, è necessario che aumentino le imprese italiane, con un forte posizionamento settoriale, con brand di eccellenza e riconosciuti anche oltre confine e con esigenze di crescita credibili e realizzabili, interessate a emettere debito, diversificando quindi le proprie fonti di finanziamento», conclude la responsabile bond e valute di **Zenit Sgr**. ■