

Capacci (Compass AM), buone opportunità dai bond della svedese Norcell

Il settore Cable/internet, scrive il d.g. della società di asset management, si è dimostrato a prova di recessione...



Sul mercato delle obbligazioni ad alto rendimento, una delle ultime emissioni del 2011 è stata la svedese Com Hem (ticker Bloomberg Norcell), un operatore di tv via cavo ed internet a suo tempo fondato da Telia Sonera ed in seguito passato attraverso le mani di Carlyle per essere infine acquistato nello scorso settembre da BC partners.

In passato, scrive Corrado Capacci, Direttore Generale di Compass Asset Management, "abbiamo scritto più volte circa emittenti nel settore Cable/internet (Virgin Media, il gruppo Liberty media, Wind, Telecom Italia) sottolineando gli aspetti positivi di questo settore che si è dimostrato a prova di recessione ed in lenta ma inesorabile crescita. In Germania e nei paesi bassi gli operatori di cable TV, grazie ad importanti investimenti nella rete tecnologia docsis 3.0, sono in grado di offrire alla clientela una connettività internet nettamente più veloce ed affidabile di quanto possono dare gli operatori telecom e stanno dunque erodendo quota di mercato agli incumbent con offerta "triple play" di elevato valore. Per ragioni storiche in Svezia la situazione è diversa in quanto gli operatori telecom hanno in passato investito molto nella rete che ha una densità di fibra ottica elevatissima e le offerte di connettività a 100Mb/s sono ormai il "pacchetto base".

"Come riflesso di questa diversa impostazione di mercato, la strategia di Com Hem è stata impostata sin dall'inizio sul noleggiare la rete) fino all'ultimo nodo da Telia o dagli operatori municipali (se ne contano 175 in Svezia) e gestire direttamente "l'ultimo miglio" che dà l'accesso ai clienti, con il risultato di avere una minor intensità di capitale rispetto a business analoghi in altri paesi, a fronte di una marginalità leggermente più bassa per via della necessità di affittare buona parte della rete".

"Questa considerazione è molto importante nel raffrontare il grado di leva finanziaria secondo il classico multiplo tra debito netto e margine operativo lordo (MOL) che in Com Hem appare un po' più elevato rispetto alle società comparabili, senza che ciò sia in effetti rilevante ai fini della capacità della società di abbattere il debito per via della maggiore generazione di cassa dopo gli investimenti (free cash flow) che in Com Hem sono minori (11% del fatturato rispetto ad una media del settore di 21%)".

"La struttura di capitale della società al momento è impostata su quattro livelli. Il primo strato è quello del debito senior secured, sottoforma di prestiti bancari con scadenza 2015, fino ad un livello di 4.4 volte il mol. Il secondo strato è quello dei bond in euro 10.75% 2019 che ci porta fino ad un livello di 5.8 volte il mol; questi bond sono subordinati ai prestiti bancari ma vengono prima del terzo strato di debito, un prestito pik (pay in kind, ovvero con cedole che non sono pagate alla loro scadenza, ma si accumulano al fine rimborso finale) che arriva fino a 6.5 volte il mol".

"Ultimo livello nella struttura è ovviamente il capitale azionario della società che, sulla base delle valutazioni di società comparabili quotate in borsa, si può stimare possa arrivare fino a totalizzare un ulteriore "giro" di MOL per una valutazione totale dell'azienda (enterprise value, EV) di 7.5 volte il mol. E' interessante notare che l'attuale azionista BC partners ha acquistato anche il debito PIK e dunque rispetto al classico LBO hanno investito una quota abbastanza elevata del totale del valore dell'azienda (33% dell'EV al costo)".

"Al prezzo corrente di 96 il bond in oggetto offre un rendimento a scadenza dell' 11.88% che ci sembra molto attraente considerato il rischio paese molto basso, la stabilità del business, le