

## Commento ai mercati n. 44 – sabato 13 Febbraio 2010

### Nuove obbligazioni ENEL: un'analisi con qualche alternativa

Nella settimana appena trascorsa si è fatto un gran parlare del nuovo collocamento obbligazionario di ENEL al pubblico retail che partirà lunedì 15 febbraio. Si sono lette numerose analisi a volte molto approfondite a volte un po' frettolose. Vediamo di analizzare questa emissione non solo dal punto di vista intrinseco ma anche dal punto di vista delle alternative possibili.

#### Le caratteristiche delle emissioni

Saranno emesse due tipologie di obbligazioni, una a tasso fisso, una a tasso variabile. Non sono ancora noti né il prezzo di emissione né le cedole. Il prospetto parla di un range di prezzi, di cedole e quindi è possibile fare solo alcune ipotesi di rendimento basate su una forchetta minima, media e massima che andiamo ad analizzare.

Il valore complessivo in offerta è di due miliardi di euro. Tale importo potrà essere aumentato sino a tre miliardi di euro in caso di richieste che superino l'offerta iniziale. Nel caso in cui le richieste superino i tre miliardi, si andrà al riparto. Il periodo di offerta è dal 15 al 26 Febbraio, salvo chiusura anticipata. Le obbligazioni successivamente all'emissione saranno quotate al MOT.

#### 1. Caratteristiche Bond a Tasso Fisso (ENELTF2010-2016, codice ISIN IT0004576978)

**Pagamento interessi** Annuale in via posticipata

**Prezzo di emissione** compreso fra 99,00 e 99,99

**Cedola annuale** non ancora determinata, verrà determinata al termine del periodo di offerta in base al rendimento offerto

**Rendimento:** Tasso midswap a 6 anni + un margine compreso tra i 65 e i 125 punti base determinato alla fine dell'offerta. Comunicazione rendimento entro 5 giorni dalla conclusione del periodo d'offerta. La società comunica che il tasso midswap a 6 anni nel secondo semestre 2009 è stato compreso fra il 2,82% e il 3,22%.

**Il tasso midswap a 6 anni venerdì scorso 12/2 era il 2,78%**

Inoltre a pagina 161 del prospetto si legge che:

**Il Margine sarà determinato in base ai prezzi di mercato delle obbligazioni di durata sostanzialmente simile emesse dall'Emittente e da Enel Finance International SA** (obbligazioni a tasso fisso con cedola 5.25% e scadenza 14 gennaio 2015, codice ISIN IT0004292683, obbligazioni a tasso fisso con cedola 4% e scadenza 14 settembre 2016, codice ISIN XS0452187759, obbligazioni a tasso fisso con cedola 5.25% e scadenza 20 giugno 2017, codice ISIN XS0306644344). Sono citate anche 2 obbligazioni a tasso variabile.

Per avere quindi un'idea in anticipo del rendimento che verrà offerto andiamo a calcolare il rendimento di queste 3 obbligazioni sulla base dei prezzi di mercato di venerdì 12/02.

	cedola	scadenza	Prezzo 12/02	Rend. eff. lordo	Tasso swap (circa)	margine
IT0004292683	5,25%	14.01.2015	107,99	3,456%	2,574%	88 bps
XS0452187759	4,00%	14.09.2016	102,03	3,645%	2,925%	72 bps
XS0306644344	5,25%	20.06.2017	108,635	3,875%	3,065%	81 bps

Alla data odierna quindi il margine più probabile sembrerebbe la media di questi 3, cioè 80 bps. Ciò porterebbe ad un rendimento effettivo del bond di nuova emissione del 3,66%. Quindi una cedola probabile del 3,50%-3,625% lordo con un prezzo di emissione fra 99,40 e 99,85.

Questo ovviamente se i prezzi dei 3 bond rimarranno costanti e il tasso midswap non subirà cambiamenti nei prossimi 15 giorni.

## 2. Caratteristiche Bond a Tasso Variabile (ENELTV2010-2016, codice ISIN IT0004576994)

**Pagamento interessi** Semestrale in via posticipata

**Prezzo di emissione** 100

**Cedola semestrale** non ancora determinata, verrà determinata al termine del periodo di offerta e sarà parametrato al tasso Euribor a 6 mesi maggiorato di un margine compreso tra i 65 e i 125 punti base determinato alla fine dell'offerta. La società comunica che il tasso Euribor a 6 mesi negli ultimi sei mesi del 2009 è stato compreso fra 0,987% e 1,303%.

**Il tasso Euribor a 6 mesi venerdì scorso 12/2 era il 0,967%**

Inoltre a pagina 180 del regolamento si legge che:

**Il Margine di Rendimento Effettivo sarà determinato in base ai prezzi di mercato delle obbligazioni di durata sostanzialmente simile emesse dall'Emittente e da Enel Finance International SA** (obbligazioni a tasso variabile con cedola indicizzata al tasso Euribor a 3 mesi e scadenza 20 giugno 2014, codice ISIN "XS0306644930", emesse da Enel, obbligazioni a tasso variabile con cedola indicizzata al tasso Euribor a 6 mesi e scadenza 14 gennaio 2015, codice ISIN "IT0004292691"). Sono citate anche 3 obbligazioni a tasso fisso.

Per avere quindi un'idea in anticipo del margine che verrà offerto andiamo a calcolare il rendimento di queste 2 obbligazioni sulla base dei prezzi di mercato di venerdì 12/02.

	Tasso nominale	scadenza	Prezzo 12/02	Margine effettivo
XS0306644930	Eur3m+0,20%	20.06.2014	99,07	42 bps
IT0004292691	Eur6m+0,80%	14.01.2015	101,00	59 bps

Alla data odierna il margine effettivo sul tasso base pagato da questi bond è quindi minore del limite inferiore del range 65-125.

Dal momento che è molto probabile che il margine delle obbligazioni a tasso fisso verrà fissato nella stessa misura di quelle a tasso variabile, è ipotizzabile un margine effettivo compreso fra 65 e 80 bps per entrambe le emissioni, anche perché si prevede un successo dell'operazione e quindi margini verso la parte bassa della forchetta.

In questi giorni le quotazioni dell'obbligazione **IT0004292691** stanno precipitando e stanno per raggiungere il prezzo di equilibrio rispetto alla nuova emissione (grafico a lato).

Il prezzo di equilibrio della vecchia obbligazione è 100,73. A questo prezzo la vecchia obbligazione ha lo stesso margine di 0,65% sull'Euribor a 6 mesi del minimo della forchetta. In altre parole, chi detiene questa obbligazione può venderla fino al prezzo di 100,73 e sottoscrivere la nuova avendo la certezza che il rendimento della nuova sarà pari o superiore. Questo spiega il movimento al ribasso.

Ultimo Prezzo: **101**  **+0,08% (12/02)**



## Valutazione dei bond rispetto ai CDS

Il CDS di ENEL, sorta di assicurazione sul default dell'emittente, ha toccato un massimo negli ultimi sei mesi attorno a 118. La quotazione di venerdì 11/2 è attorno a 100-105.

Se il margine pagato dai bond in emissione sarà effettivamente attorno a 65-80 l'emissione non avrà un grosso appeal dal punto di vista del rapporto rischio/rendimento. Più interessante ed equilibrato sarebbe un margine nella parte alta della forchetta ma questo al momento sembra un'ipotesi più difficile da realizzarsi.

## Conclusioni e alternative

Il rendimento a scadenza del bond a tasso fisso non ci sembra particolarmente interessante se si posizionerà come probabile nella parte bassa della forchetta. Un inconveniente di questo tipo di collocamento è che il dato di rendimento definitivo è noto solo al termine del periodo di collocamento e inoltre per tutto il periodo di collocamento la liquidità viene bloccata sul conto del cliente ed è sostanzialmente infruttifera.

L'obbligazione a tasso variabile, pur non avendo un margine molto interessante, può essere vista come una sorta di scommessa sulla ripresa dei tassi a breve. Sulla base della curva forward dei tassi, per quanto questi dati previsivi vadano presi con grande prudenza, il tasso Euribor6m fra un anno viene calcolato all'1,50% e fra 2 anni al 2,50% circa.

L'alternativa più diretta all'acquisto di queste obbligazioni per un cassetista interessato ad un flusso cedolare è l'investimento diretto in azioni ENEL.

Chi acquista azioni ENEL con un'ottica reddituale in questo momento fa con ogni probabilità un buon affare. ENEL ha sempre distribuito cospicui dividendi. Il dividendo viene pagato 2 volte l'anno, a maggio-giugno e a novembre. Il dividendo per l'esercizio 2008 è stato di 0,49 euro, pagato a novembre 2008 (acconto 0,20) e a giugno 2009 (saldo 0,29). Non è ancora noto il saldo dividendo per l'esercizio 2009, è stato pagato un acconto a novembre 2009 di 0,10 euro.

Il dividendo sarà certamente inferiore a quello del 2008 anche per effetto della diluizione derivante dall'aumento di capitale dello scorso mese di giugno.

Volendo ipotizzare un flusso di dividendi futuri dobbiamo tenere conto che dal collocamento ENEL ha sempre pagato dividendi, e il valore minimo è stato €0,33. Possiamo ipotizzare prudentemente flusso dividendi futuro di €0,25. La chiusura dell'azione di venerdì scorso è stata di €3,81. Ciò significa un rendimento annuo lordo di circa il 6,50%. Ovviamente una scelta di questo genere presuppone una scelta di lungo periodo che esula da considerazioni tecniche sulle prospettive a breve del corso dell'azione.

Buona settimana e buoni investimenti a tutti

---

Le presenti informazioni sono state redatte con la massima perizia possibile in ragione dello stato dell'arte delle conoscenze e delle tecnologie. Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. La pubblicazione del presente documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio. Le informazioni ed ogni altro parere resi nel presente documento sono riferiti alla data di redazione del medesimo e possono essere soggetti a modifiche. [LUPOTTO & PARTNERS](#) non può essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento.

Dati e strumenti di analisi sono quelli della Suite APM (Asset & Portfolio Management) fornita da Consultique SIM spa e del software di charting ProRealTime