



SOTTOVALUTAZIONI NELLE COSTRUZIONI

I Bond Lafarge

In questo articolo analizziamo alcuni bond appartenenti al settore Construction & Real Estate Development; ci concentriamo su un solo emittente, al fine di fare confronti che mettano in evidenza, per ogni scadenza, il bond più sottovalutato.



Massimo Gotta

Trader e advisor indipendente, specializzato su fixed income, fondi ed ETF, oggi Amministratore di G&D Investimenti srl. Dopo aver lavorato all'interno di un primario gruppo bancario nazionale ha operato come trader privato, svolgendo anche un'intensa attività di formazione in tema di tutela del risparmio e operatività sui mercati finanziari. Cura la rubrica "ETF&ETC - Fondi&Sicav" su LombardReport.com e la rubrica "Fixed Income Trading" su Lettera di Borsa.

INDIVIDUARE I MISPRICING

Come sempre, l'idea che guida le nostre scelte di investimento è quella di tentare di individuare prontamente situazioni di mispricing, avvalendoci di tutti gli strumenti necessari in termini di screening iniziale e, in seguito, di modelli di valutazione e pricing puntuali.

La costruzione dell'asset di medio termine e la conseguente movimentazione del portafoglio obbligazionario,

devono sempre trarre origine dall'opportunità di detenere in portafoglio i titoli sottovalutati, in favore dei titoli al loro fair price o addirittura sopravvalutati. Ciò significa cogliere prontamente la maggiore o minore convenienza ad acquistare o detenere in portafoglio un dato bond.

La persistente stasi del mercato obbligazionario – che rimane avaro di opportunità – rende necessario analizzare centinaia (se non addirittura migliaia di bond quotidianamente), cercando eventuali situazioni di interesse anche nei settori solitamente meno frequentati, come potrebbe essere quello delle costruzioni.

In questo caso, anziché analizzare tutto il settore, ci siamo concentrati su un solo emittente, Lafarge, il quale gode di un buon Credit Risk, con valori di CDS sotto i 90 bps per tutte le scadenze entro i 5 anni, e sotto i 150 bps per le scadenze decennali, come illustrato dalla curva dei CDS in Fig.1.

Abbiamo effettuato uno screening preliminare dei bond a tasso fisso emessi da Lafarge, quotati in Europa e denominati in Euro, attraverso il software I-Rating/Bond Selector (www.irating.it). Lo screening preliminare è attività fondamentale e preziosa, che permette di estrapolare, a seconda delle esigenze, un elenco di titoli potenzialmente interessanti in termini di mispricing, per poi analizzare

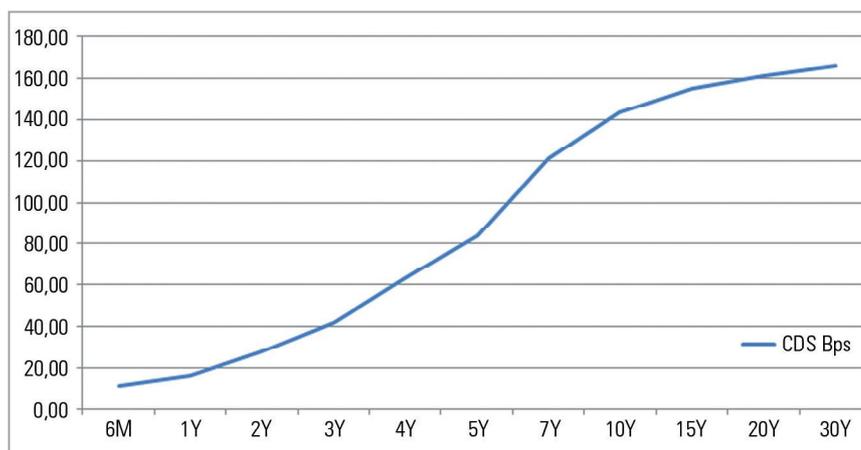


Figura 1 Lafarge – Curva CDS per maturity

La figura mostra la curva dei CDS di Lafarge per maturity dai 6 mesi ai 30 anni; come si nota l'emittente ha un buon merito di credito, con livelli di CDS contenuti su tutto il tratto di curva.

Source: Elaborazione excel su dati VWD-Market Manager

specificatamente – caso per caso – i candidati reputati più interessanti.

Abbiamo quindi ordinato le varie emissioni per maturity, effettuando un confronto in Z-Spread per individuare rapidamente le emissioni più interessanti. In un secondo momento analizzeremo compiutamente i candidati, valutandoli in ASW.

LA SELEZIONE DEI BOND LAFARGE

La Tabella 1 riporta l'elenco completo dello screening preliminare effettuato con I-Rating/Bond Selector, già ordinato per maturity. Si tratta di 11 emissioni obbligazionarie, tutte a tasso fisso, e con scadenze dal 2016 al 2020 e denominate in Euro. La tabella originale è già stata elabo-

ISIN	NAME	MATURITY	CPN	YTM	Z.RATE	Z.SPREAD
XS0235605853	LAFP 4.250 03/23/16 MTNEUR4.25	08.04.2016	4,25	0,89%	0,28%	61,23
XS0434974217	LAFP 8.875 11/24/16 MTNEUR8.88	04.12.2016	8,87	1,33%	0,21%	112,47
XS0307005545	LAFP 5.375 06/26/17 MTNEUR5.38	02.07.2017	5,37	1,14%	0,24%	90,48
XS0794797133	LAFP 5.375 06/26/17 MTNEUR5.38	02.07.2017	5,37	1,14%	0,24%	90,48
XS0803652170	LAFP 5.000 01/19/18 MTNEUR5.00	28.01.2018	5,00	2,28%	0,27%	201,11
XS0501648371	LAFP 6.250 04/13/18 MTNEUR6.25	29.03.2018	6,25	1,98%	0,28%	170,10
XS0562783034	LAFP 6.625 11/29/18 MTNEUR6.63	24.11.2018	6,62	2,25%	0,32%	192,68
XS0801954867	LAFP 5.875 07/09/19 MTNEUR5.88	22.06.2019	5,87	1,52%	0,37%	114,97
XS0473114543	LAFP 6.750 12/16/19 MTNEUR6.75	19.12.2019	6,75	2,32%	0,42%	190,42
XS0215159731	LAFP 4.750 03/23/20 MTNEUR4.75	18.03.2020	4,75	1,59%	0,44%	115,01
XS0975113498	LAFP 4.750 09/30/20 MTNEUR4.75	14.09.2020	4,75	1,63%	0,49%	113,75

Tabella 1 Estrazione titoli Lafarge

La tabella riporta l'estrazione, da un database di oltre 30.000 bond quotati nelle principali valute (EUR, USD, GBP, JPY e CHF), dei bond emessi da Lafarge e appartenenti al settore costruzioni. Ordinati per maturity, ai bond è stata già assegnata una valutazione preliminare in Z-Spread.

Source: Estrazione da piattaforma I-Rating ed elaborazione excel

rata, aggiungendo ai dati estratti da I-Rating/Bond Selector (ISIN, nome, cedola e YTM), la scadenza, il valore per maturity ricavabile dalla ZC-Yield Curve ed il conseguente Z-Spread.

Particolare attenzione va posta alla colonna Z-Spread, poiché già ci indica non solo il bond più sottovalutato in assoluto, ma ci permette altresì di individuare in termini relativi alla maturity i bond eventualmente sottovalutati per "fascia" di scadenza/Credit Risk.

Già a colpo d'occhio siamo così in grado di eliminare dai potenziali candidati, i quali andranno poi valutati puntualmente in ASW, le emissioni che non presentano particolare appetibilità poiché, a parità di rischio, possiamo puntare sull'emissione potenzialmente più redditizia in termini di rivalutazione in caso di riallineamento al fair price.

Da questa analisi preliminare, ancorché rapida e per certi versi superficiale, già possiamo individuare alcune emissioni di sicuro interesse per essere inserite in portafoglio: innanzitutto è evidente che l'emissione XS0803652170 con scadenza 2018 sia la più sottovalutata in assoluto. Infatti è quella che gira con Z-Spread più elevato fra tutte (201 bps), in ragione anche del fatto che emissioni con scadenza superiore – e che quindi dovrebbero avere Z-Spread maggiore – quotano invece a livelli di spread inferiori; inoltre, per ogni coppia di maturity (con la sola esclusione della scadenza 2017) abbiamo un bond da preferire poiché sottovalutato (Z-Spread maggiore) rispetto al "gemello", con l'immediata selezione delle obbligazioni che andran-

no valutate puntualmente in ASW con relativo calcolo del fair price.

In seconda battuta, ma non meno importante, sono immediatamente individuabili le emissioni sopravvalutate: infatti le due scadenze 2020 e la scadenza 2019 XS0801954867 sono evidentemente sopra il loro fair price, poiché girano a spread decisamente ridotti rispetto alle altre emissioni.

I PIÙ INTERESSANTI

Nella Tabella 2 abbiamo aggiunto il calcolo dell'ASW (incorporando quindi il Credit Risk espresso dai CDS), e quanto già osservato con lo Z-Spread trova conferma: le scadenze 2020 sono entrambe sopravvalutate, e quindi da scartare, mentre il bond XS0803652170 con scadenza 2018 si conferma il più a sconto del lotto.

E così, ad esempio, il bond XS0803652170 dovrebbe quotare ad un livello di spread corretto per il Credit Risk – rispetto alla curva "free risk" – intorno ai 69 bps mentre invece ne offre ben 201; la coppia di bond con scadenza 2020, invece, dovrebbe quotare rispetto alla curva "free risk" intorno ai 150 bps, mentre ne offrono solo 115 circa.

Ancor più evidenti le sopra/sottovalutazioni se si osserva la colonna O/U che esprime la differenza in basis points tra il valore di Z-Spread (cioè quello a cui gira effettivamente il bond) e lo spread corretto per il Credit Risk, incorporando quindi il rendimento aggiuntivo del valore puntuale di CDS ricavabile per maturity dalla curva dei credit default swap dell'emittente.

ISIN	NAME	MATURITY	CPN	YTM	Z.RATE	Z.SPREAD	CDS	C.RISK ADJ	O/U
XS0235605853	LAFP 4.250 03/23/16 MTNEUR4.25	08.04.2016	4,25	0,89%	0,28%	61,23	14,05	41,82	19,41
XS0434974217	LAFP 8.875 11/24/16 MTNEUR8.88	04.12.2016	8,87	1,33%	0,21%	112,47	28,06	48,59	63,89
XS0307005545	LAFP 5.375 06/26/17 MTNEUR5.38	02.07.2017	5,37	1,14%	0,24%	90,48	35,11	58,63	31,85
XS0794797133	LAFP 5.375 06/26/17 MTNEUR5.38	02.07.2017	5,37	1,14%	0,24%	90,48	35,11	58,63	31,85
XS0803652170	LAFP 5.000 01/19/18 MTNEUR5.00	28.01.2018	5,00	2,28%	0,27%	201,11	42,15	69,04	132,07
XS0501648371	LAFP 6.250 04/13/18 MTNEUR6.25	29.03.2018	6,25	1,98%	0,28%	170,10	42,15	70,05	100,06
XS0562783034	LAFP 6.625 11/29/18 MTNEUR6.63	24.11.2018	6,62	2,25%	0,32%	192,68	63,11	95,43	97,26
XS0801954867	LAFP 5.875 07/09/19 MTNEUR5.88	22.06.2019	5,87	1,52%	0,37%	114,97	73,53	110,55	4,42
XS0473114543	LAFP 6.750 12/16/19 MTNEUR6.75	19.12.2019	6,75	2,32%	0,42%	190,42	83,95	125,53	64,89
XS0215159731	LAFP 4.750 03/23/20 MTNEUR4.75	18.03.2020	4,75	1,59%	0,44%	115,01	102,44	146,43	-31,43
XS0975113498	LAFP 4.750 09/30/20 MTNEUR4.75	14.09.2020	4,75	1,63%	0,49%	113,75	102,44	151,68	-37,93

Tabella 2 Selezione dei bond sottovalutati

La tabella riporta la nostra selezione di bond scaturente dallo screening preliminare, i quali presentano una potenziale sottovalutazione, e sono certamente da preferire in termini relativi agli altri bond dell'emittente analizzato.

Source: Elaborazione excel su dati piattaforma I-Rating