

# In ordine sparso

**Grande frammentazione unita ad elevata competitività. Kingfisher, Natuzzi, Topps Tiles e Ekornes: buoni titoli per puntare in Borsa sul settore dell'arredamento-casa.**

Il settore dell'arredamento-casa europeo è caratterizzato da un **elevato grado di frammentazione** sia a livello di manifattura che di distribuzione (in Europa continentale, come risulta da recenti studi settoriali, i primi cinquanta produttori detengono una quota di mercato che non raggiunge il 50%, con punte al di sotto del 40% nei paesi dell'area del Mediterraneo).

Tale estrema parcellizzazione dal lato dell'offerta rappresenta l'elemento strutturale di fondo, il quale, eventualmente, va poi ad aggiungersi ad altri di tipo contingente, soprattutto legati all'andamento della congiuntura, da cui deriva un **elevato livello di competitività** nel comparto, con relative conseguenze negative sui margini reddituali delle aziende. A parte la *private company* svedese **Ikea** (per la quale, al

momento, non risulta allo studio alcun dossier di quotazione in borsa), non vi sono in Europa realtà di una certa dimensione congiuntamente caratterizzate da un alto livello di internazionalizzazione e fortemente diversificate per linee di prodotto.

L'italiana **Natuzzi** (quotata, nella forma di Adr, al Nyse dal maggio 1993) è un *player* di nicchia, che detiene la *leadership* globale nel comparto dei divani e poltrone in pelle (marchio Natuzzi con riferimento alla fascia medio-alta del mercato e Italsofa, *brand* lanciato nel 2002, nel segmento di prezzo più basso). La società, fondata da Pasquale Natuzzi alla fine degli anni '50 e controllata al 51% circa dall'omonima famiglia, presenta un elevato grado di diversificazione in senso geografico: quasi il 90% del fatturato viene realizzato al di fuori dell'Italia. La ripartizione geografica delle vendite risulta



però estremamente sbilanciata sull'area nordamericana, la quale genera circa la metà dei ricavi totali; con costi in gran parte denominati in Euro. Tale esposizione all'andamento del rapporto di cambio Euro-dollaro non ha potuto che avere un certo impatto sui risultati di bilancio 2004 e, in parte, sull'andamento del titolo in borsa (+ 7,6% l'anno scorso e + 1,3% nei primi due mesi del 2005). Per quanto riguarda i canali di vendita, le produzioni del gruppo sono commercializzate nei principali negozi di arredamento e nei punti vendita monomarca Natuzzi e Divani & Divani by Natuzzi.

Le società europee quotate che per tipologia di business più si avvicinano a Natuzzi sono la britannica **Mfi Furniture** e le norvegesi **Ekornes** e **Hjellegjerde**. Mfi Furniture, la più grande in termini di capitalizzazione e l'unica presente

TITOLO - PAESE	PREZZO 28/2/2005	MAX 52 SETT	MIN	EPS 2005E	EPS 2006E	P/E 2005E	P/E 2006E	DIVIDEND YIELD LORDO 2005E	BETA VS LISTINI NAZIONALI
<b>CARPETRIGHT (Gran Bretagna)</b>	1064	1180	947,5	66,500	72,095	15,94	14,75	4,41%	0,52
<b>EKORNES (Norvegia)</b>	138,5	151	124	10,130	10,911	13,67	12,69	5,92%	0,66
<b>HJELLEGJERDE (Norvegia)</b>	38,4	49	31,94	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,47
<b>HORNBACK HOLDING pref (Germania)</b>	65,09	67,50	52,00	4,640	5,060	14,09	12,92	1,75%	0,27
<b>HUNTER DOUGLAS (Paesi Bassi)</b>	40,55	42,00	35,71	3,583	3,924	11,41	10,42	3,47%	0,52
<b>KINGFISHER (Gran Bretagna)</b>	291,5	318,75	267,25	20,623	22,344	14,13	13,05	3,46%	1,03
<b>MFI FURNITURE GROUP (Gran Bretagna)</b>	134,75	166	100,25	8,968	12,119	14,91	11,04	3,45%	0,87
<b>MR. BRICOLAGE (Francia)</b>	19,8	28,53	16,15	1,596	1,968	12,41	10,06	2,41%	0,29
<b>NATUZZI (Italia; quotazione in USA)</b>	10,99	11,66	9,18	0,745	0,923	14,75	11,90	1,78%	1,09
<b>TOPPS TILES (Gran Bretagna)</b>	247	277,75	123	12,731	14,592	19,58	17,08	3,55%	0,44

**LEGENDA** - Max = valore massimo del titolo ad un anno; Min = valore minimo del titolo ad un anno; EPS (Earning per share) = utile per azione = utilizzano gli utili stimati per gli anni 2005 e 2006; P/E (Price/earning) = prezzo/utile = utilizzano gli utili stimati per gli anni 2005 e 2006; Beta = misura del rischio sistematico: se > 1 il titolo è speculativo, se = 1 il titolo si comporta come il mercato, se < 1 il titolo si muove meno del mercato.

Fonte elaborazione Bank Insinger de Beaufort su dati consensus IBES.

## Dieci azioni in Eurolandia a confronto

nell'indice DJ Stoxx 600, risulta caratterizzata, come la stessa Natuzzi, da un modello di business ad alto grado di integrazione verticale. Essa produce un'ampia gamma di articoli di arredamento commercializzati attraverso insegne di proprietà ad ampio spazio di vendita (centri Mfi Furniture e outlet Howden) presenti esclusivamente in territorio britannico. Le attività estere, concentrate prevalentemente in Francia, rappresentano solo l'8% circa del giro d'affari. Alcune problematiche legate all'area "supply chain management" e ben due revisioni nel deficit del fondo pensione aziendale hanno determinato, nel corso dell'anno passato, una **serie di profit warning**, fortemente penalizzanti sulle performance borsistiche del titolo (-17,8% nel 2004 e -10,7% in relazione al periodo 31/12/03 - 28/2/05). Recentemente qualche *rumour* circa un possibile *takeover* sul titolo ne ha ravvivato l'interesse.

Le *small caps* Ekornes (manifattura di poltrone, divani e materassi esclusivamente per il segmento casa) e Hjellegjerde (produttore di poltrone, divani, tavoli, ecc... anche con riferimento all'area business: hotel, ristoranti e navi), rispetto alle due società sopra menzionate, sono presenti solo nell'attività di design e produzione. In entrambi i casi si tratta di società abbastanza internazionalizzate, con una presenza non solo nei principali mercati europei ma anche in America e Asia. La prima, molto più capitalizzata della seconda, ha realizzato, negli ultimi quattordici mesi (alla data 28/2/05), un rialzo nei valori di borsa del 12,6%; le azioni dell'altra, fortemente più illi-



guide, nello stesso arco temporale, si sono apprezzate dell'80,6%. In settori complementari o comunque collegati a quello del mobile e arredamento, considerando le sole società con un certo livello di capitalizzazione e flottante, possiamo citare l'olandese **Hunter Douglas** (leader mondiale nella produzione di tende, persiane e rivestimenti finestre) e le britanniche **Carpetright** (distribuzione organizzata di tappeti e moquette) e **Topps Tiles** (catena di circa duecento negozi di piastrelle e mattonelle in ceramica da muro e pavimento). La prima è una società altamente diversificata da un punto di vista geografico e con un'esposizione all'area del dollaro intorno al 50% del fatturato; negli altri due casi, invece, realtà operanti solo o quasi esclusivamente sul mercato domestico. Per quanto concerne il loro andamento borsistico (nei 14 mesi dal 31/12/03 al 28/2/05) abbiamo, nell'ordine, i seguenti risultati: + 9,2%, + 28,4% e +117,6%.

A completamento di tale rassegna, segnaliamo altri tre titoli (**Kingfisher, Hornbach Holding e Mr. Bricolage**) appartenenti al "vicino" settore del "fai-da-te" e ferramenta. La britannica Kingfisher, tra i primi cento titoli della Borsa di Londra (indice Ftse 100), nonché fra i componenti del DJ Stoxx 600, è sicuramente la società più nota, oltre che a più alta capitalizzazione, tra tutte quelle qui analizzate. Il gruppo si è pressoché completamente trasformato nel corso degli ultimi anni: la radicale riorganizzazione ha portato, da un lato, allo scorporo, e successiva quotazione in borsa, delle divisioni Woolworths (catena di supermercati generalista) e Kesa (*retailer* di prodotti di elettronica di consumo), nonché alla cessione di una serie di attività *non-core*; e, dall'altro, attraverso un'offerta pubblica d'acquisto sulla quota minoritaria di capitale (45% circa) non ancora in suo possesso, all'assunzione del pieno controllo di Castorama (catena di negozi specializzati in articoli per il "fai-da-te", ferramenta e "home and garden decoration"). Il fatturato di Kingfisher, leader di settore in Europa e terzo player a livello mondiale, viene realizzato per la quasi totalità in Gran Bretagna (poco meno del 60%) e Francia (oltre il 30%). Il trend borsistico

del titolo nell'anno 2004 e con riferimento agli ultimi quattordici mesi (a fine febbraio 2005) è stato, rispettivamente, del +11,2% e del +4,6%. Gli ultimi due *retailer* da analizzare, la tedesca Hornbach Holding (partecipata dalla stessa Kingfisher) e la francese Mr. Bricolage, presentano dimensioni aziendali assai modeste, un giro d'affari generato in gran parte sul mercato domestico e, soprattutto con riferimento alla prima, un'elevata illiquidità del titolo derivante da un basso flottante. La performance di borsa delle due, nel periodo considerato di quattordici mesi, è stata, rispettivamente, del +5,4% e -14,2%. I settori connessi ai beni durevoli e caratterizzati da discrezionalità nei consumi sono altamente ciclici. Il trend nelle quotazioni dei titoli qui esaminati viene perciò influenzato dalle aspettative sul tasso di crescita dell'economia. Se si confronta, in relazione al periodo 31/12/03 - 28/2/05, l'andamento dell'indice Msci Pan-Euro con il derivante sottindice settoriale Msci Europe Consumer Discretionary, entrambi denominati in valute locali, si ottiene come risultato una sostanziale parità: + 13,1% per il primo e + 12,7% per il secondo. Tale equilibrio si potrebbe "rompere", a favore dell'uno o dell'altro indice, qualora le aspettative da essi rispettivamente scontate venissero disattese.

I risultati economici delle società del settore arredo-casa e comparti collaterali sono influenzati da una serie di fattori, i quali tipicamente impattano su tutte le realtà aziendali operanti nell'ambito dei beni di consumo durevoli e ciclici: grado di fiducia dei consumatori, crescita del reddito disponibile e quindi della spesa per consumi, livello di competizione del mercato, ecc. Un'importante peculiarità dei titoli in oggetto è la loro **dipendenza dallo stato di salute del mercato immobiliare** (quello delle nuove costruzioni residenziali in particolare); il livello dei tassi d'interesse e, di conseguenza, l'andamento del settore dei mutui ipotecari sono elementi affatto trascurabili nella valutazione di tali società. Sui titoli del settore analizzato prevalgono le raccomandazioni di neutralità da parte delle diverse case di brokeraggio; i titoli preferiti risultano essere: Kingfisher, Natuzzi, Topps Tiles e Ekornes. 

