

Dir. Resp.: Roberto Napolitano

Enav punta su tecnologie e più efficienza operativa

di Vittorio Carlini

Proseguire nel miglioramento dell'efficienza operativa e qualità del servizio. Inoltre: investire sul fronte tecnologico. Sono tra le priorità di Enav a sostegno del business. Un'attività, a ben vedere, che nel primo semestre del 2016 ha visto sia il fatturato che la redditività aumentare. In particolare l'*Ebitda margin*, vale a dire il rapporto tra Mol e fatturato, ha raggiunto il 25,3% contro il 23,1% di un anno fa. Al di là dei dati di bilancio, **Enav** punta per l'appunto a sviluppare la tecnologia. Tanto che, nel 2016, dei circa 105 milioni previsti negli investimenti due terzi saranno appannaggio del miglioramento tecnologico del business. Ma non è solamente una questione hi-tech. Il risparmiatore è anche interessato all'andamento della Posizione finanziaria netta (Pfn). Questa, al 30 giugno scorso, è salita rispetto alla fine del 2015. La dinamica in-

duce dei dubbi. Enav non condivide la perplessità. *In primis* l'incremento è l'effetto del pagamento del dividendo contabilizzato entro la fine del 30 giugno. Inoltre, è l'indicazione, la dinamica del indebitamento netto è stagionale. Tradizionalmente le unità di servizio sono maggiori nella seconda metà dell'anno e, con loro, i flussi di cassa. Non solo. Nel 2016, ricorda **Enav**, il traffico è per l'appunto migliore rispetto al 2015. Quindi, conclude il gruppo, alla fine dell'esercizio da una parte l'indebitamento netto dovrebbe calare rispetto a giugno scorso. E, dall'altro, il rapporto tra Pfn e Mol è stimato sotto l'unità. Vale a dire un valore, dice **Enav**, di assoluta tranquillità.

Servizio > pagina 16

www.ilssole24ore.com/finanza
La «Lettera» online per gli abbonati

Enav, più tecnologia ed efficienza operativa per spingere i margini

Nell'anno 105 milioni d'investimenti: due terzi per le soluzioni hi-tech A fine 2016 debito netto su Mol sotto a uno - La variabile costo del lavoro

SCENARIO

Nel primo semestre ricavi e redditività del gruppo sono risultati in crescita. Il meccanismo della tariffa comporta la limitazione dell'impatto sul fatturato delle eventuali variazioni di traffico di **Vittorio Carlini**

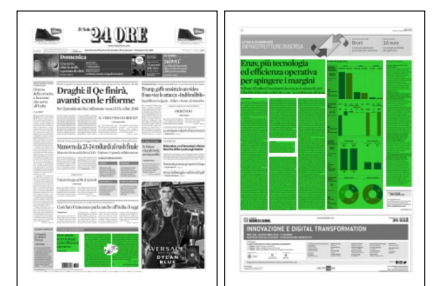
Proseguire nel miglioramento dell'efficienza operativa e riduzione dei costi. Inoltre: investire sul fronte tecnologico. Sono tra le priorità di **Enav** a sostegno del business. Un'attività, a ben vedere, che nel primo semestre del 2016 ha visto sia il fatturato (+4,3%) che la redditività aumentare (utile netto a 22,19 milioni). In particolare l'*Ebitda margin*, vale a dire il rapporto tra Mol e fatturato, ha raggiunto il 25,3% contro il 23,1% di un anno fa.

Al di là della semestrale è però utile comprendere al meglio l'oggetto sociale di **Enav**. Ebbene: la società svolge la quasi totalità delle proprie attività (99% dei ricavi del 2015) in un settore regolamentato e in regime di monopolio. Si tratta, in linea generale, della gestione e controllo del traffico civile nello spazio aereo italiano. A ciò si aggiungono, poi, altri servizi per la navigazione: dal

meteo ai piani di volo fino alla cartografia aeronautica. Le attività non regolate, invece, sono costituite da funzioni di consulenza aeronautica o commesse per servizi sul mercato terzo (non regolamentato). Ad esempio: attività a favore di gestori di aeroporti (soprattutto all'estero).

Ciò detto, all'interno del business regolamentato, da un lato è previsto un piano quinquennale di performance con obiettivi in diverse aree (dalla sicurezza alla qualità del servizio) che **Enav** deve raggiungere; e, dall'altro, che la sua remunerazione passi attraverso il pagamento, da parte delle compagnie, di una tariffa. Questa si suddivide in due categorie: le tariffe di rotta (per i servizi di volo del nostro spazio aereo) e di terminale (riconducibili all'avvicinamento, decollo o atterraggio sugli scali). Il loro ammontare, da una parte, è definito in base ai costi che la società prevede di sostenere (inclusa la remunerazione del capitale investito) nell'arco di piano. E, dall'altra, in funzione della stima dei volumi di traffico nell'arco di piano.

Già, il traffico. Con riferimento all'andamento di questa variabile esiste un complesso meccanismo che ripartisce il rischio tra **Enav** e le avio-linee. Così: se il traffico risulta maggiore del -2% o minore del 2% rispetto a quello previsto tutti i costi/benefici sono in capo alla società. Nel mo-



mento in cui lo scostamento è maggiore (dal 2% al 10%) o minore (dal -2% al -10%) gli effetti, limitatamente al business in più o in meno che rientra nelle due fasce, ricadono su Enav per il 30% mentre il resto è appannaggio delle compagnie. Infine: se la differenza tra stime e dato consuntivo è oltre il 10% o il -10% (sempre solo per queste due fasce) l'impatto è interamente in capo alle avio-linee. A fronte di un simile sistema è chiaro che, da un lato, l'eventuale volatilità della traffico viene mitigata. E, dall'altro, la visibilità sui ricavi, da parte di Enav è agevolata e si prospetta sui 5 anni.

Diverso il discorso riferito ai costi. In questo caso, infatti, le eventuali differenze in meglio (o in peggio) tra gli oneri concretamente realizzati e quelli stimati non hanno alcun meccanismo di ribilanciamento. Di conseguenza la riduzione dei costi, mantenendo ovviamente i livelli di performance prefissati, diventa una sfida importante. Tanto che, per l'appunto, Enav ha inserito la diminuzione degli oneri operativi tra i suoi focus. Al che, però, il risparmiatore ricorda un aspetto. Nel primo semestre del 2016 la totalità degli oneri operativi è salita dell'1,4%. Certo: su di essi incide l'esborso a tantum dell'Ipo (3 milioni). E, però, il trend è anche dovuto al rialzo dei costi per il personale (+1,6%). Quindi sorge il dubbio possa sussistere una qualche problematica su quest'ultimo fronte. Enav sottolinea che si tratta di un evento contingente e rigetta il timore. *In primis* l'aumento del costo del personale, viene indicato, è conseguenza dell'incremento della pianta organica causato da una parte dalla crescita del traffico; e, dall'altra, dalla nuova operatività su due aeroporti militari (Treviso e Brindisi) aperti ai voli civili. Infine, aggiunge sempre l'azienda, devono considerarsi gli oneri a bilancio legati al piano di uscita volontaria dei dipendenti.

Ciò detto può però ulteriormente obiettarsi che, in un gruppo quale Enav dove i sindacati hanno il loro peso, la dinamica del costo del lavoro ha una sua rilevanza. La società ribatte che, in estate, è stato sottoscritto un nuovo modello di relazioni industriali improntato al dialogo tra le parti sociali. Una strategia la quale già ha mostrato di funzionare e che rappresenta la corretta impostazione anche per le prossime discussioni contrattuali. Oltre a ciò, conclude Enav, gli altri costi operativi a fine giugno sono scesi (-0,9%). Quindi su questo fronte non c'è timore come peraltro dimostra la crescita dell'*Ebitda margin*.

Ma non è solamente una questione di costi operativi. Altra priorità, per l'appunto, sono gli investimenti sul fronte delle tecnologie che, ovviamente, aiutano anche l'efficienza operativa. In generale Enav, nel piano d'investimenti approvato lo scorso marzo, ha previsto un impegno complessivo tra il 2016 e il 2020 di 559 milioni. In particolare nell'esercizio in corso la stima della società è un impegno per 105,9 milioni. L'esborso, a ben vedere, è in linea con quello del 2017. Poi, nel 2018 e 2019, gli investimenti previsti sono rispettivamente circa 110,1 e 114,3 milioni. Infine, nel 2020, la voce contabile sarà attorno a 122 milioni. Al di là dei dati per singoli anni, Enav punta comunque a sviluppare la tecnologia. Tanto che, nel 2016, dei circa 100 milioni previsti due terzi saranno appannaggio del miglioramento tecnologico. Su che fronti? I più diversi. Così c'è la sostituzione in alcuni scali, da completarsi in più esercizi, dei cosiddetti radar di su-

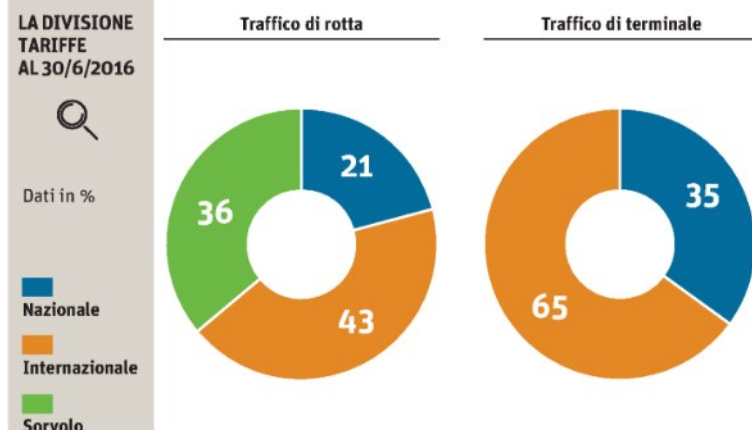
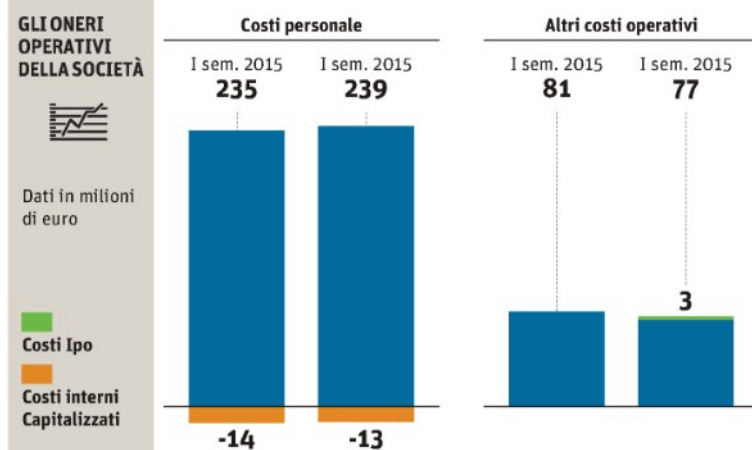
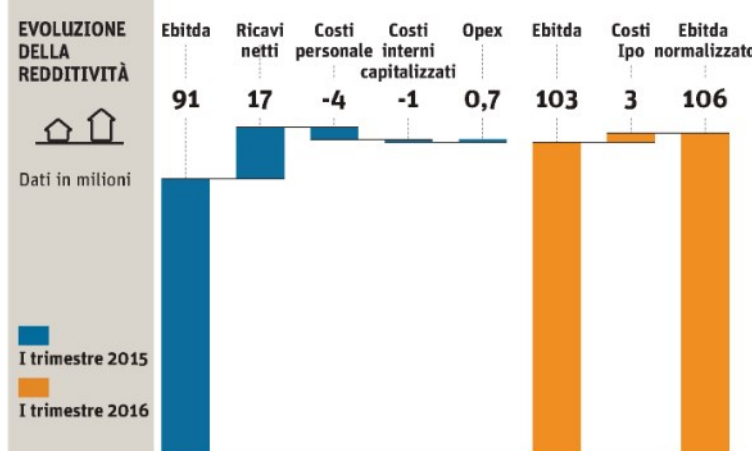
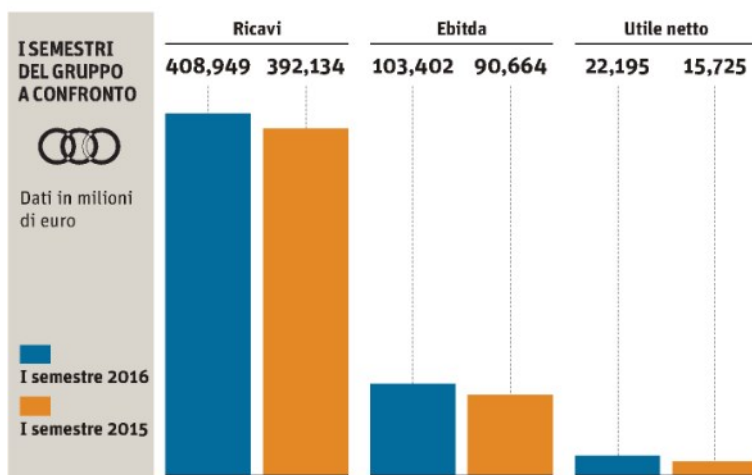
perfece. Cioè: la tecnologia che permette agli operatori di conoscere tutti i movimenti dei veicoli sulla pista (dall'aereo che sta rullando fino alla navetta per i passeggeri) in qualsiasi momento e condizione. Ma non solo. Può ricordarsi lo stesso piano di sviluppo della piattaforma 4-flight/Coflight. Vale a dire: il sistema integrato di dati da scambiare con società di controllo del traffico aereo dei Paesi confinanti con l'Italia (Francia, Germania, Svizzera e Austria).

Fin qui alcune considerazioni sulle strategie di sviluppo del gruppo. Il risparmiatore, però, volge lo sguardo anche alla concreta dinamica del traffico. Questa, per l'appunto, ha un impatto mitigato sui ricavi. La variazione dei volumi però mantiene una sua rilevanza. Ebbene le Unità di servizio (usate nel determinare il valore delle prestazioni offerte da Enav), nel primo semestre del 2016, sono salite dello 0,7% nella «rotta» e del 3,2% nel «terminale». Un combinato disposto che, anche a fronte dell'incremento traffico nel Belpaese (i passeggeri negli scali italiani sono saliti del 4,3% nel primo semestre rispetto ad un anno prima), induce Enav, *rebussic stantibus*, a indicare da una parte che le unità di servizio complessive a fine 2016 saranno di più rispetto al 2015; e, dall'altra, che il loro aumento dovrebbe aggirarsi intorno al 2 per cento.

Al di là del dato di flusso sul traffico, gli esperti focalizzano l'attenzione (ovviamente) sui dati di stock dello stato patrimoniale. Tra gli altri: la Posizione finanziaria netta (Pfn). Questa, al 30 giugno scorso, si è attestata su di un valore negativo di 236,38 milioni. Il dato rispetto alla fine del 2015 è aumentato di 47,88 milioni. Una dinamica che gioca forza fa storcere il naso. Enav non condivide la considerazione e invita ad un'analisi meno superficiale. *In primis* l'incremento è l'effetto del pagamento del dividendo contabilizzato entro la fine del 30 giugno. Inoltre, è l'indicazione, la dinamica dell'indebitamento netto è stagionale. Tradizionalmente le unità di servizio sono maggiori nella seconda metà dell'anno e, con loro, i flussi di cassa. Non solo. Nel 2016, ricorda Enav, il traffico è per l'appunto migliore rispetto al 2015. Quindi, conclude il gruppo, alla fine dell'esercizio da una parte l'indebitamento netto dovrebbe calare rispetto a giugno scorso. E, dall'altro, il rapporto tra Pfn e Mol è stimato sotto l'unità. Vale a dire un valore, dice Enav, di assoluta tranquillità.

Un'altra tranquillità che la società rivendica anche sul fronte del rischio di credito. Qui, analizzando i dati del prospetto dell'Ipo, si rileva che alla fine del 2015 i primi cinque clienti valevano circa il 43,9% dei ricavi. Un valore che può far ipotizzare l'esistenza di una eccessiva concentrazione. Enav non condivide la valutazione. La prima compagnia, infatti, incide intorno al 15%. La seconda, invece, per il 14,9%. In realtà la diversificazione delle avio-linee è presente sia per tipologia di business (low cost e società tradizionali) che per numero di compagnie. Peraltro, aggiunge il gruppo, il 70% dei ricavi arriva dalla tariffa di «rotta» che, ricordando anche l'attività di sorvolo, è maggiormente diversificata e internazionale. Infine, aggiungono gli esperti, la fatturazione e gli incassi dei crediti delle compagnie vengono gestiti da Eurocontrol. Il che aiuta a «smorzare» eventuali contrasti. Anche per questo, conclude la società, il tema non costituisce un problema.

I numeri del gruppo Enav



Domande & risposte

Quali le indicazioni dell'analisi tecnica su Enav?

Il titolo Enav è quotato da alcuni mesi. Il percorso storico dell'azione è quindi limitato. Tuttavia già si configurano delle indicazioni. Il titolo ha realizzato un triplo massimo, dopo la quotazione in area 3,8 euro, e solo oltre questa resistenza ci sarebbe un impulso rialzista molto netto. Nel breve un livello sensibile è rappresentato da area 3,6 euro: dapprima è stato violato al ribasso; poi c'è stato un tentativo di recupero; infine i prezzi sono tornati sotto. Solo alcune sedute sopra 3,6 euro annullerebbero la negatività di breve.

(di Andrea Gennai)

Nel primo semestre del 2016 i ricavi non regolati, seppure ancora limitati, sono saliti. Enav punta ad incrementare questa tipologia di business?

La risposta è positiva. Enav indica di essere interessata all'incremento del giro d'affari nel settore non regolato. In particolare sottolinea di volere aumentare il fatturato generato all'estero. Ciò detto, nel medio periodo, l'obiettivo è raggiungere, anche attraverso eventuali piccole operazioni di M&A, un'incidenza dei ricavi da business non regolato (rispetto al totale del giro d'affari) pari ad una bassa singola cifra percentuale. Sul fronte dell'impegno internazionale va peraltro ricordato che il gruppo, nel 2017, arriverà a detenere (tramite la controllata Enav North Atlantic) il 12,5% di Aircon. Quest'ultima è una società statunitense del gruppo Iridium che è responsabile per la progettazione, finanziamento e messa in opera di un sistema di sorveglianza globale satellitare con tecnologia Ads-B.

Enav ha istituito un bando per scegliere il partner tecnologico nella gestione del traffico aereo legato ai droni. Quale lo stato d'avanzamento della gara?

Il gruppo indica che la chiusura del bando, primariamente indicata nel 30 settembre scorso, è stata posticipata di 4 settimane. La decisione è stata presa anche al fine di venire incontro alle richieste degli eventuali candidati della gara.

Nel primo semestre del 2016 i flussi di cassa sono diminuiti rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Una dinamica contingente o che altro?

Enav indica che si tratta di un andamento contingente. È l'effetto, essenzialmente, del pagamento del dividendo contabilizzato nel primo semestre del 2016. Un esborso non presente nel primo semestre del 2015 che, quindi, rende non omogeneo il confronto. Ciò detto Enav aggiunge che i flussi di cassa, da un lato, sono di per sé stagionali e migliorano nella seconda metà dell'anno; e, dall'altro, che il rialzo del traffico del 2016, essendo l'incasso della tariffa ritardato di circa 2 mesi, sarà maggiormente visibile nel secondo semestre.

© RIPRODUZIONE RISERVATA