

LETTERA AL RISPARMIATORE

Enav, nel radar più ricavi esteri
La scommessa sul satellite

di **Vittorio Carlini**

Lil core business di **Enav** resta, ovviamente, legato al mercato domestico. E, tuttavia, c'è anche la volontà d'incrementare i ricavi realizzati all'estero. Certo: la loro percentuale, sull'intero giro d'affari, è destinata a rimanere con un'incidenza a singola bassa cifra percentuale. Ciò detto però l'obiettivo, prendendo come base di riferimento il fatturato oltreconfine del 2015, è di raddoppiare il numero in oggetto. Vale a dire: raggiungere, in valore assoluto, circa 20 milioni nel medio periodo. Insomma, si guarda oltreconfine. Attraverso quali mosse? I focus, a ben vedere, sono su tre aree geografiche: l'Africa; gli Emirati Arabi e, poi, il Sud-Est asiatico. Tutte zone dove l'obiettivo è incrementare i ricavi. Ma



non è solo una questione di geografia. **Enav**, infatti, scommette anche sul satellite. La società, con un impegno di circa 61,5 milioni di dollari, è salita al 12,5% di Aireon. Quest'ultimo è un gruppo che ha l'obiettivo di mettere in orbita un servizio di sorveglianza satellitare globale. L'impegno finanziario, è chiaro, non è da poco. Tanto che può indursi il dubbio rispetto ai razionali dell'investimento. **Enav**, dal canto suo, si dice tranquilla e sottolinea la valenza strategico industriale dell'operazione.

Servizio ► pagina 20

APPROFONDIMENTO ONLINE

La «Lettera» online per gli abbonati www.ilsole24ore.com/finanza

Lettera al risparmiatore

INFRASTRUTTURE IN BORSA
PROSPETTIVE E PROBLEMATICHE

Enav, non c'è solo l'Italia:
nel radar più ricavi esteri
La scommessa sul satellite

Il core business aziendale resta legato al mercato domestico
Nel 2017 Capex tra 115 e 120 milioni: focus sulla tecnologia

CONTI E STRATEGIE

Nei primi nove mesi dell'anno in corso ricavi e redditività in aumento. Il gruppo sottolinea gli sforzi sostenuti per realizzare più efficienze e ridurre i costi

di **Vittorio Carlini**

Lil core business di **Enav** resta, ovviamente, legato al mercato domestico. E, tuttavia, c'è anche la volontà d'incrementare i ricavi realizzati all'estero. Certo: la loro percentuale, sull'intero giro d'affari, è destinata a rimanere con un'incidenza a singola bassa cifra percentuale. Ciò detto però l'obiettivo, prendendo come base di riferi-

mento il fatturato oltreconfine del 2015, è di raddoppiare il numero in oggetto. Vale a dire: raggiungere, in valore assoluto, circa 20 milioni nel medio periodo. Inoltre la valenza, soprattutto dal punto di vista strategico, non può essere trascurata: **Enav** guarda all'estero per ampliare il suo perimetro. Già, guardare oltreconfine. Attraverso quali mosse? Per rispondere alla domanda è dapprima necessario ricordare l'oggetto sociale del gruppo. Orbene: la società svolge la quasi totalità dell'attività in un settore regolamentato e in regime di monopolio. In generale si tratta della gestione e controllo del traffico civile nello spazio aereo italiano. A ciò si aggiungono, poi, altri servizi per la navigazione: dalla cartografia aeronautica ai piani di



volo fino al meteo. Le attività non regolate, dal canto loro, ricomprendono la consulenza aeronautica o le commesse per servizi sul mercato terzo (non regolamentato). Quest'ultimo comparto, per l'appunto, è quello coinvolto nella strategia sull'estero. Un progetto il quale è caratterizzato dal focus su tre aree geografiche: l'Africa (in particolare il Nord del Continente); gli Emirati Arabi e, poi, il Sud-Est asiatico. Su quest'ultimo fronte **Enav** è presente con una sua controllata (**Enav Asia Pacific**). L'impegno, tra le altre cose, riguarda la consulenza per l'avvio del nuovo centro di controllo dello scalo di Kuala Lumpur (Malesya). L'attività in generale, da una parte, richiede un coinvolgimento di medio lungo periodo; e dall'altra, proprio per questo motivo, ha spinto alla creazione della controllata. La società, a ben vedere, costituisce una sorta di hub per l'area. **Enav**, infatti, guarda anche ai mercati vicini dove il traffico aereo è in aumento e le autorità locali hanno piani d'investimento nelle infrastrutture. Qualche esempio? Il Vietnam, le Filippine o Singapore. Un po' diverso, invece, il discorso nel Medio Oriente. Negli Emirati Arabi **Enav** ha aperto una branch commerciale. L'obiettivo, anche qui, è la crescita. E però, allo stato attuale, non si vede la necessità di fare il "salto di qualità" attraverso la creazione di una controllata come nel Sud-Est asiatico. Infine il Continente Nero. In quest'area **Enav** è presente in diversi Paesi: dal Marocco fino al Kenya. Qua non è previsto alcun ufficio commerciale.

Ma non è solamente l'attività di servizi o consulenza. L'impegno al di fuori del business tradizionale, e della stessa Italia, riguarda anche i satelliti. **Enav**, infatti, in ottobre ha completato l'investimento (tramite la controllata **Enav North Atlantic**) di circa 61,5 milioni di dollari in Aireon. Un esborso che ha consentito di acquisire il 12,5% della società che ha l'obiettivo di mettere in orbita un servizio di sorveglianza satellitare globale. L'impegno finanziario, è chiaro, non è da poco. Tanto che, anche perché fuori dal tradizionale perimetro del gruppo, può indursi il dubbio rispetto ai razionali dell'investimento. La società, dal canto suo, si dice tranquilla e sottolinea al contrario la valenza dell'operazione. *In primis* sotto il profilo strategico-industriale. Da una parte infatti il satellite permette di coprire vaste aree terrestri (come l'oceano e i deserti) dove il radar non arriva. Il che, gioco forza, costituisce un appeal significativo al progetto. Dall'altra l'uso combinato delle due tecnologie consente, oltre all'acquisizione di importanti know how, di realizzare maggiori efficienze e riduzioni dei costi. Non solo. **Enav** ricorda infine la finalità finanziaria del programma. Entro il 2018 la costellazione dovrebbe essere completata. Ebbene: attualmente, è l'indicazione dell'azienda, già ci sono contatti avanzati con potenziali clienti interessati al servizio. Tanto che, dopo il 2020-2021, **Enav** indica che dovrebbe iniziare ad incassare i primi dividendi legati alla sua quota azionaria.

Fin qui alcune indicazioni sulle strategie nei settori non regolati o nei sistemi satellitari. Ma quali le priorità rispetto al core business aziendale? La società sottolinea il continuo

focus sulla ricerca di maggiori efficienze e riduzione dei costi. Proprio rispetto a quest'ultimo argomento gli oneri operativi sono passati da 454,086 milioni al 30/9/2016 ai 442,52 milioni dello scorso 30 settembre. Cioè: c'è stata una riduzione del 2,5%. L'andamento è l'effetto del processo di razionalizzazione del business portato avanti da **Enav**. Un programma composto da un mix di attività: dalla ri-negoziazione dei contratti di approvvigionamento all'internalizzazione della gestione del magazzino fino all'efficientamento di alcune infrastrutture civili. Uno sforzo che induce la società a prevedere, salvo eventi eccezionali, che la traiettoria di calo dei costi operativi è confermata sull'intero 2017.

Al di là dei tagli dei costi, però, rileva la stessa maggiore efficienza. Una condizione che viene perseguita anche grazie agli investimenti sul fronte delle tecnologie. In generale i Capex stimati nel 2017 sono compresi tra 115 e 120 milioni. Di questi una parte rilevante è appannaggio, per l'appunto, dell'innovazione. Così può, tra le altre cose, ricordarsi il completamento (previsto nel 2019-2020) del nuovo processore per i dati di volo. Oppure il cosiddetto data link. Vale a dire: un sistema che consente al controllore di volo non solo di dialogare a voce con i piloti bensì di comunicare con quest'ultimi anche attraverso la trasmissione di dati. Insomma: un mix d'interventi che, da un lato, consentono alla società di continuare nella ricerca della maggiore efficienza e dei minori costi; e, dall'altro, le permettono (anche) di confermare per fine 2017 l'Ebitda margin intorno al 30%.

Ciò detto il risparmiatore volge lo sguardo verso lo stato patrimoniale. Ebbene qui, alla fine dei primi nove mesi del 2017, il rosso della Posizione finanziaria netta (Pfn) è salito rispetto al 31 dicembre del 2016. Una dinamica che preoccupa? **Enav** risponde negativamente. *In primis*, è l'indicazione, il rapporto tra debito netto ed Ebitda è di 0,6. Un valore basso, addirittura inferiore all'unità. Cioè, ricordano gli esperti, il livello soglia che indica come la società sia in grado di fare fronte agli impegni debitori solamente con il proprio reddito operativo lordo. Inoltre, ricorda sempre **Enav**, c'è il dividendo staccato a maggio. Senza dimenticare, poi, la stagionalità dell'attività: l'incremento del traffico, e quindi del business, tipico del periodo estivo impatta sulla Pfn. Con il che il confronto con il dato di fine 2016 è poco significativo. Anche perché, aggiunge la società, la Pfn al 31/12/2016 è stata positivamente influenzata da eventi non ricorrenti quali, ad esempio, l'anticipazione di incassi sui redditi Iva. In conclusione, dice **Enav**, l'andamento della Pfn non desta alcuna preoccupazione.

Analogamente all'incremento dei crediti commerciali legato, in parte, alle vicende di Alitalia. Qui, si legge nella relazione sui dati dei primi nove mesi, l'aumento della voce contabile è riconducibile per circa 17 milioni al mancato incasso dei crediti vantati verso la compagnia area. La quale però, ricorda dapprima **Enav**, paga regolarmente ogni mese quanto dovuto per l'attività di rotta e quella di terminale. Ciò detto la somma in oggetto, peraltro già segnalata nella semestrale, riguarda somme congelate e riconducibili a marzo

ed aprile scorsi. Vale a dire, spiega **Enav**, i due mesi antecedenti all'avvio della procedura concorsuale di Alitalia. In tal senso **Enav**, rispetto al tema in oggetto, da un lato si dice fiduciosa che la posizione verrà risolta positivamente; e, dall'altro, non vede un particolare rischio di credito rispetto ad Alitalia

A fronte di un simile contesto, e ricordando che le stime sul traffico aereo globale sono in rialzo, quali allora le prospettive sull'intero 2017? Il gruppo, che nei primi nove mesi del 2017 ha visto sia i ricavi che la redditività aumentare, conferma il fatturato netto in aumento a bassa singola cifra percentuale. L'Ebitda margin, dal canto suo, dovrebbe per l'appunto assestarsi intorno al 30%.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

SCENARI

Alitalia

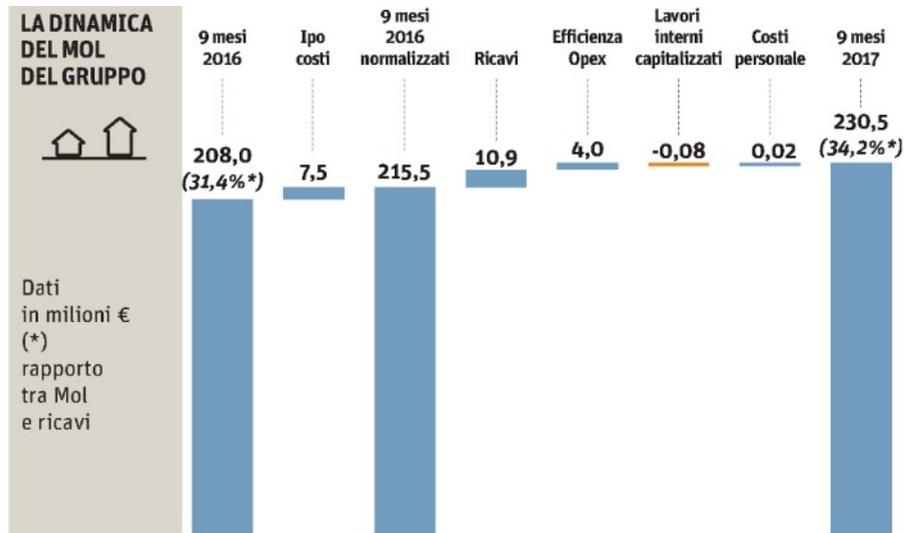
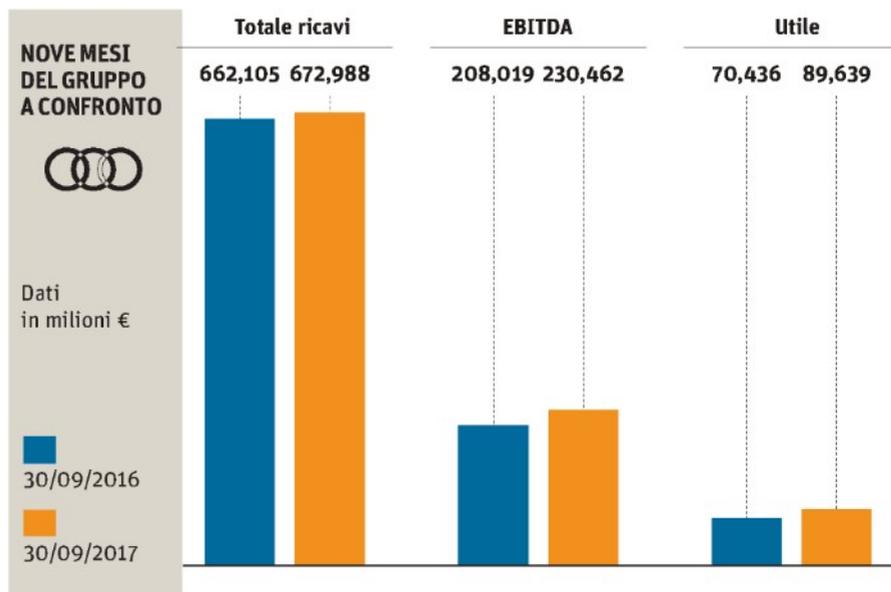
Per Enav non c'è rischio di credito sul vettore

INDEBITAMENTO NETTO

0,6

Il rapporto tra il debito netto e l'Ebitda del gruppo

I numeri del gruppo Enav



Domande & risposte

❶ Quali le considerazioni dell'analisi tecnica sul titolo Enav?

Il titolo Enav attraversa una fase di rialzi che ha spinto il titolo su nuovi massimi in area 4,5 euro. Nelle ultime settimane i prezzi hanno registrato una vera e propria impennata senza correzioni. Su base annua il progresso dell'azione è del 45,9%. Per capire le possibili evoluzioni dei prezzi è opportuno monitorare i supporti: il primo livello di guardia di rilievo passa a 4 euro, con una valenza anche di tipo psicologico. Correzioni fino a quel valore sono fisiologiche. Sotto i livelli di 4 si aprono le porte di 3,7 euro: un livello importante il cui abbandono può determinare un'inversione ribassista

(Analisi a cura di Andrea Gennai)

❷ L'eventuale volatilità del traffico delle avioeree, con riferimento all'impatto sui ricavi di Enav, è mitigata. In che modo?

Bisogna ricordare che, rispetto all'andamento del traffico, esiste un complesso meccanismo il quale ripartisce il rischio tra Enav e le compagnie aeree. 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 momento 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 indicate, 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 le due fasce in eccesso rispetto a quelle indicate prima) l'impatto è interamente in capo alle avioeree. A fronte di un simile sistema è chiaro, per l'appunto, che l'eventuale volatilità del traffico è mitigata. Non solo. Enav ha una maggiore visibilità sui ricavi.

❸ Quale la situazione sulla definizione del partner industriale per la gestione dei droni?

Deve ricordarsi che, nel marzo scorso, Enav aveva indicato l'avvio della procedura in oggetto. La definizione del partner industriale dovrebbe concretizzarsi entro la fine del primo trimestre del 2018. In generale può ricordarsi che, su questo fronte, deve essere realizzata una infrastruttura tecnologica la quale consenta di gestire le missioni dei veicoli a pilotaggio remoto. Droni i quali, peraltro, sono soggetti anche alla registrazione.

❹ A quanto ammonta il capitale immobilizzato netto?

Il capitale immobilizzato netto è pari a 1.199,5 milioni. Il dato, al 30 settembre 2017, è sceso di 80 milioni di euro rispetto al 31 dicembre 2016.

© RIPRODUZIONE RISERVATA