

# Analisi IPO Enav

## Dati Offerta

Nr. azioni offerte: 230,0 mln.

Intervallo: 2,90 - 3,50 Euro

Lotto minimo: 1.000 azioni

## Pagella

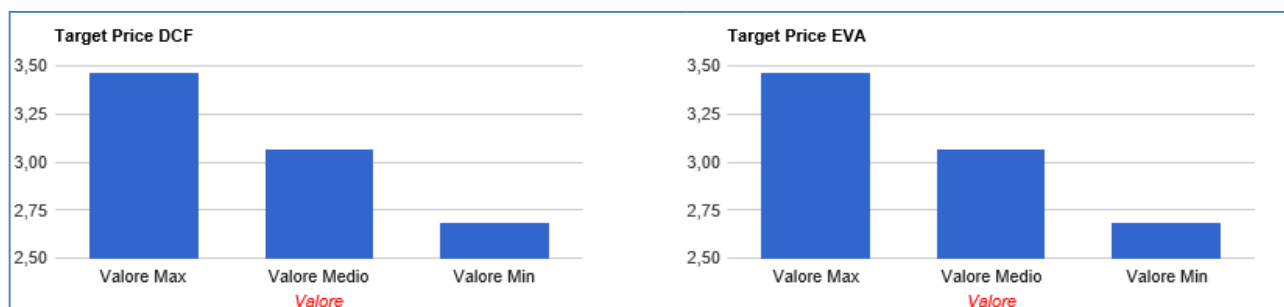
Redditività : ★★★

Solidità : ★★★

Crescita : ★

Rischio : ★★★

## Range prezzo valutazione del titolo



## Profilo Societario

ENAV è la società che gestisce il traffico aereo civile in Italia, garantendo a circa 1,8 milioni di voli l'anno sicurezza e puntualità 24 ore su 24, dalle Torri di controllo di 43 aeroporti e dai 4 Centri di Controllo d'Area. Con circa 4200 dipendenti, l'azienda fornisce i servizi alla navigazione aerea ai propri clienti, le compagnie aeree che volano in Italia.

## Analisi IPO

Sulla base dell'intervallo di prezzo stabilito (2,90 - 3,50 Euro ad azione) Enav sarà collocata ad un multiplo EV/Ebitda compreso tra 7,2 e 8,6 ed un EV/(Ebitda - Capex) tra 12,9 e 15,3. Questi valori possono essere confrontati con quattro differenti campioni di comparables attivi rispettivamente nei servizi aeroportuali (multiplo EV/Ebitda medio 10,2 e EV/(Ebitda - Capex) medio 14,4), nelle reti regolamentate (multiplo EV/Ebitda medio 11,1 e EV/(Ebitda - Capex) medio 25,8), nella gestione delle torri per telecomunicazioni (multiplo EV/Ebitda medio 13,1 e EV/(Ebitda - Capex) medio 14,9) e nelle

concessioni autostradali (multiplo EV/Ebitda medio 10,0 e EV/(Ebitda - Capex) medio 16,7). Il titolo sembrerebbe quindi essere a buon mercato sulla base dei entrambe i parametri anche nell'ipotesi di prezzo massimo.

## Dati Finanziari

Voci di bilancio	2013	var %	2014	var %	2015
Totale Ricavi	854,74	-0,80	847,87	1,30	858,88
Margine Operativo Lordo	252,54	-6,55	236,00	6,90	252,28
Ebitda margin	29,55	----	27,83	----	29,37
Risultato Operativo	93,30	-21,68	73,07	27,87	93,44
Ebit Margin	10,91	----	8,62	----	10,88
Risultato Ante Imposte	89,99	-25,03	67,47	41,88	95,72
Ebt Margin	10,53	----	7,96	----	11,15
Risultato Netto	49,57	-19,29	40,01	65,18	66,08
E-Margin	5,80	----	4,72	----	7,69
PFN (Cassa)	86,27	24,94	107,79	74,89	188,50

Voci di bilancio	2013	var %	2014	var %	2015
Patrimonio Netto	1.241,85	-0,63	1.234,06	-11,63	1.090,55
Capitale Investito	1.381,77	1,46	1.401,90	-4,62	1.337,12
ROE	3,99	----	3,24	----	6,06
ROI	7,03	----	5,45	----	7,31

## Commento ai dati di bilancio

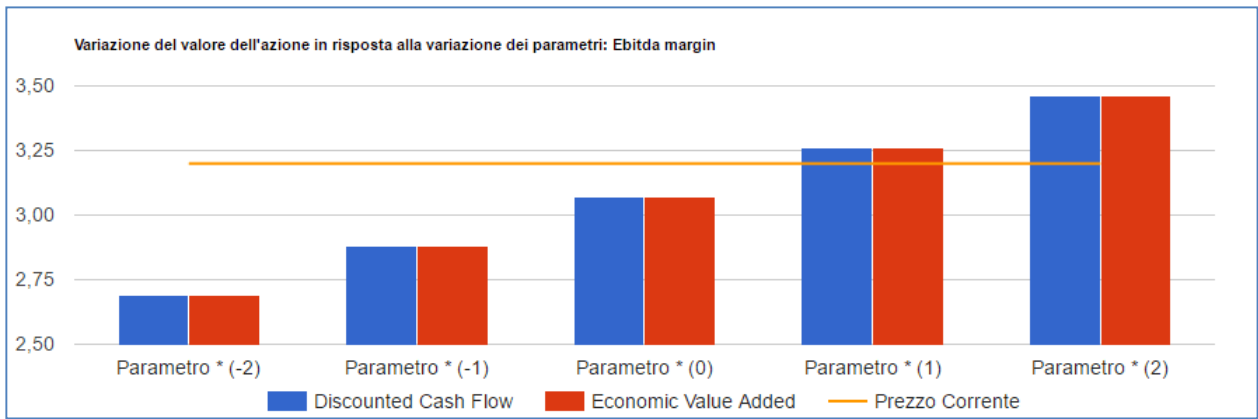
Nel triennio 2013-2015 Enav ha registrato una crescita dei ricavi dello 0,5% mentre il margine operativo lordo è diminuito dello 0,1% a seguito di una contrazione dei margini di circa 0,1 punti percentuale; il risultato operativo è passato da 93,3 a 93,4 milioni di Euro (+0,2%) mentre il risultato netto è cresciuto del 33,3% a 66,1 milioni principalmente grazie ai minori oneri finanziari e alla diminuzione del tax rate. Gli indicatori di redditività vedono il ROE passare dal 4% al 6,1% ed il ROI crescere di 0,2 punti al 7%. A livello patrimoniale si registra un indebitamento finanziario netto in crescita a 188,5 milioni con un rapporto debt to equity passato da 0,07 a 0,17.

## Ipotesi Valutazione e Sensitivity Analysis

Per la valutazione di Enav sono state formulate le seguenti ipotesi:

- tasso di crescita dei ricavi che passa dal 2% nel 2016 all'1% di lungo periodo;
- Ebitda margin in crescita dal 30,5% del 2016 al 32% del 2019 e seguenti;
- un ROI di lungo periodo del 20,1%;
- tax rate al 31% su tutto il periodo di previsione;
- payout dal 125% del quinquennio 2016 al 90% di lungo periodo

Il risultato del metodo secondo i flussi di cassa scontati - Eva si situa su un valore di 3,07 Euro (nella parte bassa della forchetta di prezzo) tuttavia, ipotizzando un diverso andamento dei margini, si giunge a risultati che vanno da 3,46 Euro (+2 punti rispetto al caso base) a 2,69 Euro (-2 punti) come evidenziato nell'immagine seguente (nella quale la linea color arancio rappresenta il valore medio dell'intervallo di prezzo).



## **DISCLAIMER**

Questa pubblicazione (la "Pubblicazione") è stata preparata da Claudio Guerrini (l'"Autore") con l'ausilio del software Step 3+ sviluppato da Evaluation.it Srl.

La Pubblicazione è stata elaborata in maniera autonoma e indipendente e senza la collaborazione della società oggetto di analisi (la "Società") o di altra società alla medesima legata da rapporti di partecipazione o controllo. La Pubblicazione ha scopo meramente informativo e, pertanto (i) non rappresenta, né può essere interpretata come, un'offerta o una sollecitazione ad acquistare, sottoscrivere o vendere prodotti o strumenti finanziari emessi o che saranno emessi dalla Società, o ad eseguire altre operazioni relative a tali prodotti o strumenti e (ii) non deve in alcun modo essere considerata idonea a sostituirsi all'autonomo giudizio di investimento dei potenziali destinatari.

Questa Pubblicazione è destinata alla distribuzione ed all'uso esclusivo delle persone che sono controparti ammissibili o clienti professionali, vale a dire persone che hanno esperienza professionale in investimenti, che sono persone autorizzate o persone esenti ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 e COBS 4.12 del New Conduct of Business Sourcebook del FCA.

Per i residenti in Italia, questo documento è destinato alla distribuzione solo presso i clienti professionali e le controparti qualificate come definite nel Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modificazioni ed integrazioni. Né Evaluation.it Srl, né alcuno dei suoi soci o dipendenti, ivi incluso l'Autore, garantiscono alcun risultato specifico per quanto riguarda le informazioni contenute nella presente Pubblicazione e declinano pertanto ogni responsabilità, diretta o indiretta, per gli eventuali danni, perdite, costi, spese o minori guadagni derivanti o comunque connessi con i contenuti della medesima. Ogni decisione di investimento/disinvestimento è di esclusiva responsabilità della parte destinataria della Pubblicazione, che è tenuta a svolgere autonome valutazioni sulla Società e sugli strumenti finanziari a cui è fatto riferimento nella Pubblicazione e ad assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo e senza fare indebito affidamento sui contenuti della Pubblicazione.

Le informazioni, le stime e le opinioni contenute nella presente Pubblicazione si basano su informazioni messe a disposizione del pubblico dalla Società (bilanci annuali e infrannuali, comunicati stampa, presentazioni aziendali, documento di ammissione) o altrimenti disponibili al pubblico in quanto elaborate da siti di informazione finanziaria o dalla stampa periodica.

Nonostante Evaluation.it Srl ritenga che tali fonti siano attendibili, essa non si assume alcuna responsabilità per quanto riguarda la completezza, accuratezza o l'esattezza di tali informazioni e fonti.

Le informazioni, le stime e le opinioni contenute nel presente documento si riferiscono alla data della Pubblicazione e non vi è alcuna garanzia che i risultati e le performance future della Società siano coerenti con tali informazioni, stime e opinioni. Evaluation.it Srl non ha alcun obbligo di aggiornare o modificare la presente Pubblicazione, né di dare avviso del suo eventuale ritiro.

Inoltre, le informazioni, le stime e le opinioni espresse in questa Pubblicazione possono essere soggette a modifiche e/o aggiornamenti, sulla base delle informazioni nuove e/o ulteriori disponibili, senza che ne sia dato avviso ai destinatari. Né la presente Pubblicazione, né alcuna copia di essa, possono essere riprodotti, direttamente o indirettamente, né distribuiti a terzi.

Evaluation.it Srl ha ultimato la Pubblicazione alla data indicata nell'intestazione del presente documento. La Pubblicazione potrà essere oggetto di aggiornamento periodico, con una frequenza che dipenderà dal verificarsi di circostanze di fatto rilevanti (eventi societari, modifiche normative e regolamentari ecc.).

## **CERTIFICAZIONI DELL'AUTORE**

L'Autore che ha predisposto la Pubblicazione, il cui nome è riportato nell'intestazione del presente documento, dichiara che:

- a) le opinioni espresse sulla Società riflettono accuratamente la sua opinione personale, obiettiva ed indipendente;
- b) non è previsto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni ivi espresse;
- c) né l'Autore né qualsiasi altra persona della sua famiglia operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione della Società;
- d) l'Autore non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

## **NOTE METODOLOGICHE**

I Valori (o fair value) comunicati nella Pubblicazione sono basati sui metodi "discounted cash flow" ed "economic value added" nel caso di società industriali e di servizi ed "excess return" e "dividend discount model" per le società bancarie e assicurative. Qualsiasi sia il metodo di valutazione, si sottolinea che vi è il rischio concreto che il prezzo del titolo non si adegui al valore ipotizzato nella ricerca. I principali fattori di rischio includono imprevisti cambiamenti dell'andamento generale dell'economia, dei mercati finanziarie e nello scenario competitivo e nel livello della domanda per i prodotti della Società. Tali cambiamenti possono essere comportati, a titolo di esempio, da cambiamenti nei valori sociali, cambiamenti nei livelli di tassazione, dei tassi di cambio valute o nella regolamentazione. Tutti i prezzi sono riportati come prezzi di chiusura di mercato se non indicato diversamente.

## **RATING STOCK**

I giudizi di "Strong Buy", "Buy", "Hold", "Reduce" e "Sell" si basano sul rapporto tra Valore risultante dall'analisi (V) e Prezzo di mercato del titolo (P) alla data di valutazione (indicata nell'intestazione di questa Pubblicazione). I rating azionari e le valutazioni sono emessi in termini assoluti, non relativi alla performance del mercato.

Casi possibili:

STRONG BUY: rapporto V/P > 1,4;

BUY: rapporto V/P compreso tra 1,15 e 1,4;

HOLD: rapporto V/P compreso tra 0,85 e 1,15;

REDUCE: rapporto V/P compreso tra 0,6 e 0,85;

SELL: rapporto V/P < 0,6;

Il prezzo delle azioni indicato è il prezzo di riferimento del primo giorno di mercato aperto antecedente alla data dell'analisi indicata nell'intestazione di questa Pubblicazione.