



Eutelsat è il terzo gestore di reti del settore. Buoni flussi di cassa e bond garantito no-problem

Chi cerca l'investimento sicuro può provare con il satellite

Andrea Praderio*

Eutelsat è il terzo gestore di reti satellitari dopo SES ed Intelsat in termini di ricavi e flotta satellitare. La società concentra tre quarti del proprio fatturato in Europa mentre la rimanente parte del fatturato proviene dai mercati emergenti. Il profilo di investimento in Eutelsat è supportato dalla stabilità e dalla prevedibilità della crescita e dalla generazione di cassa del business. Il management si attende una crescita dell'ordine del 5-6% annui in termini di fatturato supportata dalla esposizione ai mercati emergenti nei quali le dinamiche di crescita dei redditi personali dovrebbero implicare la crescita dei sottoscrittori di abbonamenti di TV via satellite e di utilizzatori di telefonia mobile satellitare. Inoltre anche lo sviluppo di nuovi canali televisivi, la migrazione ai sistemi di trasmissione in HD e i nuovi servizi offerti (broadband e TV mobile) nell'ambito dei mercati europei sviluppati sono fattori a supporto della strategia perseguita dal management che si è sempre distinto per rispettare le guidance annunciate al mercato. Per quan-

to concerne invece la stabilità del business, occorre ricordare che la società gestisce contratti di lungo termine per la fornitura di frequenze. In particolare i contratti già formalizzati a livello aziendale sarebbero in grado di produrre i prossimi 3 anni di fatturato anche nella più negativa, inverosimile e soltanto teorica ipotesi in cui tutti i clienti attuali smettessero di richiedere istantaneamente i servizi dalla società e nessun cliente

6
miliardi di euro

La capitalizzazione
della società in Borsa
considerata un titolo
tranquillo dagli analisti

potenziale richiedesse di subentrare le frequenze di trasmissione lasciate libere (backlog del fatturato triennale). I contratti generano ricavi e cassa utile per i nuovi investimenti in sviluppo futuro. La crescita avviene rispetto alla

domanda dei clienti ed è visibile, di conseguenza, il ritorno sull'investimento. La società ha pertanto un profilo di rischio operativo difensivo. L'esposizione alla società attraverso il bond in Euro con scadenza 2017 è un investimento



interessante per coloro che non desiderano assumere notevole rischio di credito. Per cercare di spiegare concretamente le ragioni della relativa sicurezza dell'investimento occorre comprendere la dinamica dei flussi di cassa che la società produce e il valore delle attività che garantiscono il bond. Per quanto attiene la dinamica dei flussi è semplice valutare dai bilanci societari che la società genera cassa dalla gestione dei contratti di lungo termine per oltre il 25% del totale del debito. Significa che se l'azienda non ponesse in essere investimenti, in 4 anni la società potrebbe ripagare le proprie obbligazioni senza fare ricorso a nessuna forma di rifinanziamento. Questo non è certamente lo scenario di base che si prospetta alla società perché i clienti necessitano di maggiore capacità (che genera ulteriori contratti con ricavi stabili nel medio termine). La cassa generata sarà quindi utilizzata per porre in essere nuovi investimenti in satelliti e ciò si traduce nella crescita prevedibile di cui parlavamo in precedenza. La crescita degli investimenti implica la crescita della flotta di satelliti e la crescita del valore delle attività aziendali. La crescita del valore delle attività garantisce una sostanziale copertura delle attività sui debiti societari che rende, nello scenario atteso, il rischio di credito moderato. Altra considerazione importante sulla flotta di satelliti riguarda il ciclo di investimenti di efficientamento: Eutelsat non ha mai smesso di investire per il mantenimento ed il controllo dei satelliti durante la recente crisi economica ed ora si trova ben posizionata

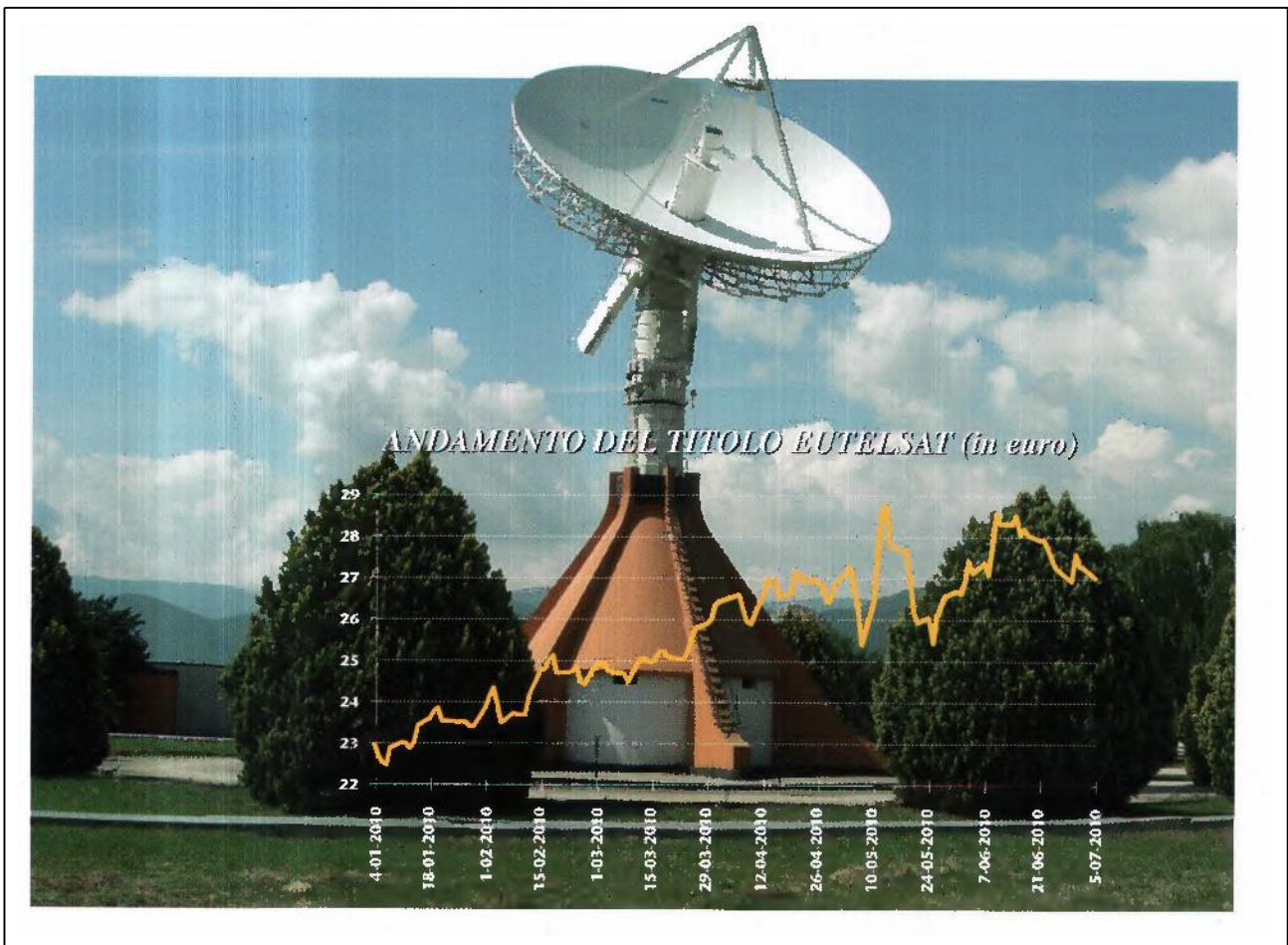
per poter dirigere i flussi di investimento verso nuova capacità per seguire la crescente domanda. L'investitore nel bond societario è sicuramente soddisfatto dalla generazione organica di cassa e

4,125
per cento

E' il rendimento annuo
dell'obbligazione
fino al 2017 (prezzo
odierno pari a 100)

abbondantemente garantito dal patrimonio della società su cui gode di privilegio rispetto agli azionisti. Il valore delle attività aziendali ulteriore rispetto al debito aziendale è pertanto rappresentato dalla capitalizzazione di mercato (il valore di mercato di tutte le azioni) per cui l'obbligazionista può controllare quotidianamente il valore delle azioni per valutare il valore delle attività aziendali che possono assorbire eventuali perdite future prima che sia l'obbligazione a perdere di valore; ad oggi la capitalizzazione di mercato di Eutelsat somma circa 6 miliardi di Euro. Il bond Eutelsat 2017 consente quindi di realizzare ragionevolmente e in maniera abbastanza autonoma rispetto al ciclo economico il rendimento del 4,125% annuo (prezzo odierno pari a 100) fino al 2017.

***analista reddito fisso
Compass Asset Management**





Questo tipo di società forniscono frequenze per la trasmissione dati a telecom e televisioni

Somigliano tanto ai telefonici

I competitor si muovono su scala globale. Fondamentali i volumi e le economie di scala

I gestori delle reti satellitari (operatori FSS, Fixed Service Satellite) forniscono frequenze per la trasmissione di dati via satellite alle compagnie telefoniche e televisive. In questa prospettiva gli operatori FSS acquisiscono e affittano flotte di satelliti senza assumersi i rischi di sviluppo e messa in orbita degli stessi. Il profilo di business degli operatori FSS è simile a quello degli operatori telefonici: allo sviluppo iniziale della capacità offerta che richiede investimenti ingenti, consegue la generazione di cassa dalle vendite a fronte di ridotti costi variabili unitari. La cassa viene solitamente reinvestita in satelliti per creare nuova capacità produttiva e utilizzata per mantenere efficienti i satelliti. La differenza fondamentale rispetto alle compagnie telefoniche è la concentrazione dei clienti finali. Gli operatori FSS hanno relativamente pochi clienti, compagnie telefoniche e trasmittenti televisivi, che necessitano di una capacità stabile e duratura. In tal senso il business è ancora meno ciclico rispetto alle compagnie telefoniche ed ai Broadcaster tele-

visivi (Sky, Mediaset): sono questi ultimi ad assumersi la ciclicità della domanda a fronte della stessa capacità richiesta agli operatori FSS. Sebbene qualunque rete di trasporto dati e segnali video non possa fare a meno di transponder satellitari, il diffondersi di tecno-

I rischi (limitati) possono arrivare dalla diffusione della tv digitale terrestre e della fibra ottica

logi sostitutive come la fibra ottica e la TV digitale terrestre espongono i gestori FSS ad un moderato rischio strutturale perché il controllo sul cliente finale da parte delle compagnie telefoniche e dei broadcaster favorisce la gestione dello standard tecnologico. Per ottenere una adeguata remunerazione dei pesanti investimenti è

necessario ottenere volumi importanti ed economie di scala, ragion per cui la messa in orbita di nuovi satelliti viene accuratamente ponderata. La natura del business posiziona certamente il contesto competitivo di settore su scala globale. In questo senso le aziende del settore sono ben strutturate rispetto all'ambiente esterno. Il settore è infatti costituito da tre principali operatori SES, Intelsat ed Eutelsat e l'elevata concentrazione è sicuramente un dato positivo per le aziende partecipanti: gli investimenti aggregati settoriali sono monitorabili e sviluppati per soddisfare la domanda e solitamente il livello di competizione interna si riduce per sostenere i prezzi e i margini. Anche in ambito dinamico l'attrattività di settore sembra essere soddisfacente: gli elevati costi fissi e le necessarie competenze per la manutenzione e la gestione delle reti satellitari e la natura di lungo termine delle relazioni coi clienti sono tutti fattori che rendono difficile l'ingresso di eventuali nuovi concorrenti.

A. P.