

**RACCOMANDAZIONE**  
**BUY** (da BUY)

**Target Price**  
**10,45 €** (da € 9,3)

# Officina Stellare

**Settore: New Space Economy**  
**Codice negoziazione Bloomberg: OS IM**  
**Mercato AIM**
**Prezzo al 29/10/2020**  
**6,9 €**
**Capitalizzazione di Borsa:** 38.638.744 €  
**Numero di azioni:** 5.599.818  
**Patrimonio netto al 30.06.2020:** 8.030.651 €  
**^Outstanding warrants (1:1):** 424.414

^vedi pagina 2

**Data ed ora**  
**di produzione:**  
**30.10.2020 ore 8:00**
**Data ed ora**  
**di prima diffusione:**  
**30.10.2020 ore 9:15**
**Ufficio Ricerca**  
**ed Analisi**
**Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)**

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

E-mail: [ufficio.studi@finnat.it](mailto:ufficio.studi@finnat.it)

- La Società punta ad emergere quale leader della “New Space Economy” al fine di poter cogliere tutte le opportunità che si stima dovrebbero derivare dalla rilevante crescita attesa del settore. Una sempre più spinta “democratizzazione” dello spazio, infatti, dovrebbe consentire l’apertura di nuovi segmenti di mercato ad un bacino sempre più ampio di potenziali clienti.
- La Società non è rimasta immune alle difficoltà che hanno patito interi settori produttivi a seguito della pandemia ancora in corso ed i risultati del primo semestre hanno visto il valore della produzione contrarsi del 9%, il margine operativo lordo (Ebitda) scendere del 39%, il risultato operativo netto (Ebit) perdere il 66% e l’utile netto il 64% rispetto al corrispondente periodo del 2019.
- Per il consuntivo 2020 stimiamo un valore della produzione sostanzialmente stabile ma con un margine operativo lordo in discesa annua del 20%, un risultato operativo netto in calo del 37% ed un utile in contrazione del 38%.
- Sul successivo triennio 2021/2023 manteniamo invece immutate le aspettative di incremento medio annuo del valore della produzione superiore al 40% con una rivisitazione al rialzo delle stime reddituali. L’Ebitda lo prevediamo in crescita, nel triennio, ad un tasso medio annuo del 63% e l’utile in aumento ad un tasso medio annuo del 100%.
- Alziamo il Target Price a € 10,45 (precedente € 9,3) mantenendo una Raccomandazione di acquisto.

**Anno al 31/12**  
**(K/€)**

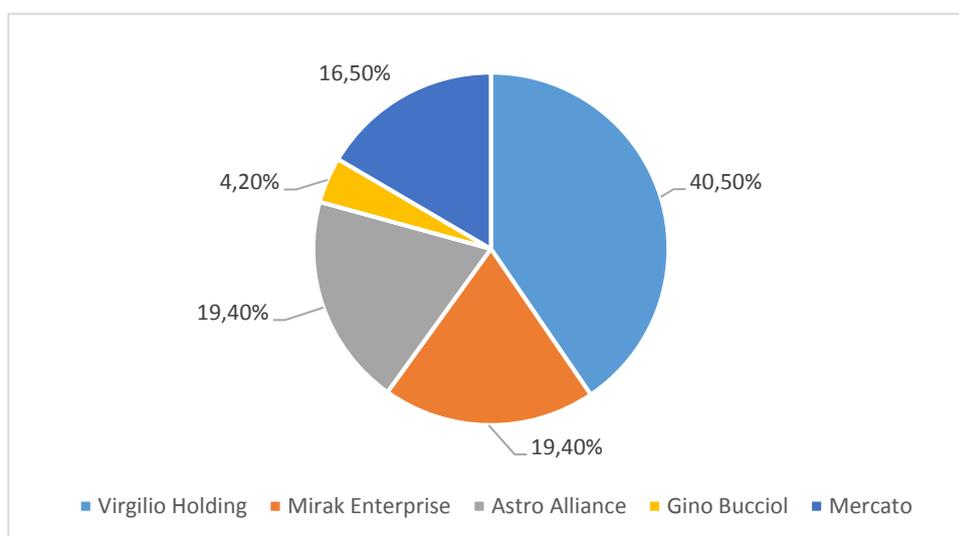
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Valore della Produzione	4.998	7.933	8.000	13.000	18.000	24.000
EBITDA	1.115	2.894	2.320	4.810	7.020	9.560
EBIT	645	1.913	1.208	3.610	5.720	8.160
Utile netto	427	1.421	877	2.634	4.196	6.001
Cash flow	897	2.402	1.989	3.834	5.496	7.401
Pfn	-2.019	-42	-853	2.610	7.504	15.296
Equity	904	7.525	8.402	11.037	15.232	21.234
Roe	47,2	18,9	10,4	23,9	27,5	28,3

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

## Attività e Strategie

Officina stellare, Società quotata sul mercato AIM di Borsa Italiana dal 26 giugno 2019 ad un prezzo di collocamento pari ad euro 6 per azione, è una PMI innovativa nata nel 2009 a Thiene (VI) ed operante nel settore della “New Space Economy”. La Società rappresenta una delle poche aziende al mondo a possedere le capacità e le conoscenze necessarie a gestire internamente (ed agire come unico interlocutore per il committente) la progettazione, sviluppo e produzione di strumentazione opto-meccanica complessa in campo aerospaziale, sia ground-based che space-based, per finalità scientifiche, di ricerca, commerciali o legate alla difesa.

Il capitale sociale è costituito da 5.599.818 azioni ed è detenuto per il 40,5% dalla Virgilio Holding Spa, holding di partecipazioni della famiglia Gianni, per il 19,4% dalla Mirak Enterprise Srl di Giovanni Dal Lago, fondatore e CEO, per il 19,4% da Astro Alliance Srl e per il 4,2% da Gino Buccioli, fondatore e Chief Business Development Officer. Il restante 16,5% del capitale è costituito da flottante sul mercato.



Fonte: Officina Stellare

I warrants (“Warrants Officina Stellare 2019-2022”) attualmente esercitabili sono in numero di: 424.414 e risultano a disposizione del Cda, per eventuali assegnazioni, ulteriori 25.000 warrants.

Ad esito del primo periodo di esercizio (18 maggio/01 giugno 2020) sono stati esercitati n. 33.960 warrants e sono state conseguentemente sottoscritte (nel rapporto di n. 1 nuova azione di compendio ogni warrant esercitato) n. 33.960 azioni ordinarie Officina Stellare di nuova emissione ad un prezzo di € 6,6 per azione per un controvalore complessivo di € 224.136. I residui warrants in circolazione (n. 424.414) potranno essere esercitati nei seguenti residui periodi temporali:

- Secondo periodo di esercizio: -compreso tra il 17 maggio 2021 ed il 31 maggio 2021 -ad un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 7,26 euro.
- Terzo periodo di esercizio: -compreso tra il 16 maggio 2022 ed il 30 maggio 2022- ad un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 7,99 euro.

Nella sua offerta Officina Stellare propone sia prodotti “standard”, in grado di rispondere alle esigenze più comuni, sia prodotti di tipo “custom” sviluppati ex novo per rispondere alle particolari richieste avanzate dai propri clienti in termini di requisiti tecnici. In particolare la società progetta, produce e commercializza:

- **Telescopi “Standard”**  
Prodotti appartenenti ad un catalogo ed in grado di servire un’ampia serie di applicazioni. Questi telescopi si rivolgono, principalmente, ad università, enti di ricerca scientifica ed amatori astrofili che cercano prodotti ad alte prestazioni (prosumer). Il segmento prosumer è destinato a rappresentare sempre più una categoria residuale nel portafoglio clienti della società, nonché il mercato dal quale ci si aspetta una minore crescita in termini futuri.
- **Telescopi per l’Earth Observation (EO)**  
Tale tipologia di prodotto si rivolge, prevalentemente, ad operatori commerciali del settore aerospaziale e rappresenta, in termini di valore, il principale mercato di riferimento per Officina Stellare.
- **Telescopi per la Laser Communication (LC).**  
Questi prodotti agiscono come una sorta di antenna permettendo l’invio e la ricezione di luce laser attraverso la quale avviene una trasmissione dati in maniera più veloce e più sicura di quanto sia possibile con la tecnologia ad onde radio.
- **Telescopi per la Space Situational Awareness (SSA).**  
Telescopi dedicati esclusivamente all’attività di osservazione dei cieli e dei satelliti orbitanti attorno alla terra. Attraverso l’attività di SSA è possibile evitare collisioni e danni ai satelliti aumentandone il periodo di funzionamento. Tale tipologia di strumenti si rivolge ad enti governativi e ad operatori commerciali che hanno lanciato, o stanno lanciando, diversi satelliti in orbita.
- **Strumentazione ottica per la difesa**  
Strumenti di “video tracking” ad altissima velocità, per lo più impiegati in fase di test, per attrezzature nell’ambito della difesa o per attività di sicurezza nei confronti di UAV/Droni (come nel caso degli spazi aeroportuali).

Telescopi Standard



Telescopi per l’Earth observation



Telescopi per la stratosfera



Telescopi per la Laser Communication



Telescopi per la difesa



▪ **Università ed istituti di ricerca scientifica**



**NASA**  
USA



**Princeton University**  
USA



**Pontificia Universidad of Chile**  
Cile



**M.I.T.**  
USA



**Qatar Foundation**  
Qatar



**University of Toronto**  
Canada



**Indian Space Research Organization**  
India



**Chinese Academy of Sciences**  
Cina



**Université de Genève**  
Svizzera



**Berna University**  
Svizzera



**GeorgiaTech**  
USA



**US Naval Obs.**  
USA

▪ **Clienti del settore Space e dell'Earth Imaging**



**AIRBUS**

**Airbus**  
Francia



**The Aerospace Corporation**  
USA



**Korean Space Agency**  
Corea



**EOS Space**  
Australia



**SpaceTeq - Denel**  
Sud Africa



**ATA Corp**  
USA

▪ **Clienti del settore della difesa**



**Aeronautica Militare**  
Italia



**Vitrociset**  
Italia



**Telespazio**  
Italia



**US Air Force**  
USA



**CI Systems**  
Israël

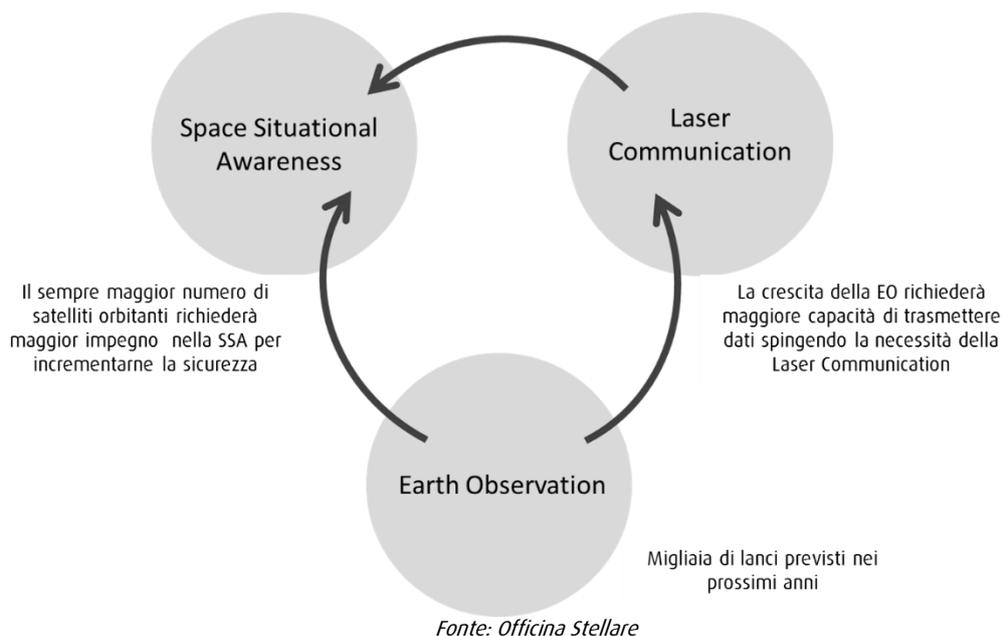


**Photo-Sonics**  
USA

**Il Modello di Business**

Il Modello di Business di Officina Stellare si basa sul desiderio di affermarsi, a livello globale, all'interno del nuovo mercato della "New Space Economy" o "Space 4.0"

Attraverso il know-how acquisito nel campo dell'ottica e grazie alla capacità di porsi verso i clienti come unico interlocutore nello sviluppo di prodotti e soluzioni complesse, dalla fase di progettazione alla messa in funzione finale, Officina Stellare fa leva sul legame che sussiste tra i seguenti segmenti di attività:



Tale legame rappresenta un fattore strategico di primaria importanza potendo proporre al mercato:

- telescopi satellitari destinati ad attività di Earth Observation;
- strumentazione ottica in grado di utilizzare la luce laser per la trasmissione di dati ed informazioni;
- telescopi ground based e satellitari dedicati alla ricerca scientifica ed al monitoraggio dei cieli e dei satelliti orbitanti intorno al nostro pianeta rispondendo alle esigenze di "Space Situational Awareness".

Per poter operare nei settori di mercato della Ricerca, dell'Aerospazio e della Difesa, che rappresentano i drivers principali del business model adottato, sono necessari livelli di competenze multidisciplinari estremamente elevati che necessitano un continuo rafforzamento dei team di ingegneria, sviluppo, produzione e qualità. La Società, inoltre, risulta focalizzata sulla strategia di perseguire la piena internalizzazione di tutte le fasi critiche del processo di progettazione e produzione, con una particolare attenzione alle fasi legate alla produzione dei componenti di natura ottica. Il processo che porta alla realizzazione delle ottiche si articola nelle seguenti fasi:

- **Provisioning del materiale grezzo e lavorazione meccanica**  
La produzione parte da blocchi solidi di vetro (c.d. "blank") scelti in base alle caratteristiche tecniche richieste dal progetto. Tramite una prima lavorazione meccanica, il "blank" viene portato alle dovute dimensioni in termini di forma e peso senza alterarne la solidità strutturale.
- **Fase di sbazzatura e figurazione finale della superficie**  
Dal cilindro ottenuto attraverso le prime fasi di lavorazione, tramite una serie di operazioni, svolte quasi totalmente "in house", viene rimosso gran parte del materiale grezzo in modo tale che la "lente" o lo "specchio" possano assumere la forma definitiva.
- **Fase di lucidatura ed eventuale fase di "asferizzazione"**  
Durante queste fasi viene trattata la superficie dell'ottica e portata al suo stato finale. Officina Stellare svolge tale processo soprattutto tramite le moderne macchine per il "polishing deterministico" che assicurano accuratezza e velocità di lavorazione. Per far fronte a richieste particolari, in merito alla lucidatura delle ottiche, la Società può avvalersi anche di lavorazioni esterne.
- **Fasi di misurazione e lavorazione finale**  
Il processo termina con le misurazioni finali realizzate grazie alle strumentazioni metrologiche (sia ottiche che meccaniche) di cui Officina Stellare dispone. In seguito, l'ottica viene sottoposta a trattamenti di rifinitura finale come ad esempio l'attività di "coating" (fase di applicazione di un rivestimento metallico al vetro o allo specchio).

Nell'ambito di tale processo produttivo le attività esternalizzate risultano essere, principalmente, la fornitura del materiale grezzo (vetro-ceramica o quarzo) e l'attività di "coating". In alcuni casi è ancora effettuata esternamente l'operazione di "lucidatura" dell'ottica, in seguito a particolari richieste tecniche ma anche questa fase, a regime, è destinata ad essere completamente internalizzata.

Fornitore	Funzione	Descrizione
 	Acquisto di materiali grezzi (vetro-ceramica o quarzo)	Principale fornitore in grado di soddisfare gli ordini con tempestività e precisione.  Fornitore alternativo, con il quale la società mantiene un rapporto commerciale al fine di minimizzare il rischio di fornitura.
	Lavorazione di ottiche	Attraverso una tecnologia proprietaria, tale fornitore, permette di far fronte a richieste particolari ed attinenti la fase di «lucidatura» delle ottiche.
 	Operazione di Coating	Applicazioni di rivestimenti metallici o antiriflesso.

Fonte: *Officina Stellare*

L'obiettivo di Officina Stellare è quello di proporsi ai propri clienti come un interlocutore unico per tutte le fasi di progettazione e produzione e, attraverso la capacità di gestire "full in house" l'intera catena di produzione dell'ottica, realizzare, con un minimo apporto di servizi esterni, strumenti "non standard" di grande valore aggiunto.

Grazie alle caratteristiche innovative della propria *Space Factory*, la Società raccoglie ora commesse in particolare nell'ambito delle missioni spaziali internazionali e delle applicazioni legate alla *New Space Economy* (Earth Observation e Debris Monitoring), nell'ambito delle nuove tecnologie per le telecomunicazioni (Laser Communication) e in quello degli strumenti ottici per le attività di difesa.

Al 30 giugno 2020 il fatturato è stato generato per un 75% da commesse provenienti dall'area americana, per un 15% da Asia/pacifico, per un 7% da area EMEA (Europa, Middle East, Africa) e per un 3% dall'Italia.

Nei prossimi anni l'obiettivo di Officina Stellare è quello di riuscire a consolidare la propria posizione di leadership nella realizzazione di sistemi opto-meccanici per la *New Space Economy*, con un focus specifico sulle applicazioni che richiedono, da un lato, alti contenuti tecnologici e di prestazione e, dall'altro, competitività economica e contenuto time-to-market. Al fine di rafforzare il posizionamento di Officina Stellare tra i leader mondiali nella realizzazione di sistemi opto-meccanici per applicazioni legate alla *New Space Economy*, sia per presidiare maggiormente i settori legati alle forniture pubbliche e governative USA, è stata recentemente costituita Officina Stellare Corp. (registrata in Delaware e sede operativa in Virginia).

## ESG Highlights: *Environmental, Social, Governance*

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese e, in particolare, quelle relative alle tematiche Environmental, Social e Governance (ESG) sono oggetto di crescente attenzione da parte degli investitori [istituzionali] nell'ambito dei propri processi di investimento. Queste informazioni sono maggiormente accessibili al mercato con riferimento alle società a grande capitalizzazione, anche grazie a valutazioni o certificazioni ad agenzie specializzate rispetto a quanto non lo siano per le Small e Micro Cap.

Banca Finnat ha ritenuto di adoperarsi affinché, nelle proprie Equity Company Note, si dia conto delle politiche e delle azioni adottate dalle società quotate oggetto di Analyst Coverage in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG), esponendo queste informazioni unitariamente in un'apposita sezione. Le informazioni sono state riportate nei riquadri sottostanti così come fornite dalla Società, nell'ambito degli incontri e dei colloqui con gli analisti della Banca propeedeutici al rilascio della Equity Company Note, anche sulla base di un apposito questionario elaborato dall'Ufficio Studi della Banca.

**ESG**

- L'azienda è dotata di un impianto fotovoltaico da 84 kW ed è quindi completamente autosufficiente dal punto di vista del fabbisogno energetico.
- L'azienda è molto sensibile al problema dell'inquinamento luminoso e per tale ragione si è dotata di impianti di illuminazione a norma delle leggi e regolamenti regionali.
- Per la spedizione dei propri prodotti l'azienda impiega il più possibile packaging sostenibile e riciclabile.

**ESG**

- L'azienda è molto attiva in ambito locale, contribuendo a varie iniziative etiche e culturali. L'azienda è sponsor, già da alcuni anni, del premio "Lorenzoni" assegnato dall'Università di Padova e dalla Società Astronomica Italiana ai migliori articoli di carattere astrofisico pubblicati da ricercatori italiani. Sponsorizza, inoltre, attività ricreative ed educative per bambini tra cui la competizione "LEGO League" (tra le scuole medie inferiori) finalizzata ad avvicinare i ragazzi tra 9 e 16 anni alla robotica ed ai temi scientifici in generale. Da alcuni anni è attiva, inoltre, una convenzione didattica con il Comune di Sarcedo che prevede l'osservazione del cielo notturno presso gli osservatori dell'azienda, mettendo a disposizione i propri astronomi per divulgazioni presso le scuole elementari e medie.
- L'azienda sponsorizza master universitari presso le Università "La Sapienza" di Roma (Dipartimento di Ingegneria Aerospaziale) e Cà Foscari di Venezia, seguendo poi il percorso formativo dello studente fino all'eventuale inserimenti in azienda come risorsa specializzata.
- L'azienda è molto sensibile alla formazione interna con un sistema di "formazione continua", destinata alle figure di tutti i livelli, dove formatori esterni, altamente qualificati, tengono, periodicamente, corsi durante il normale orario lavorativo.
- Sta nascendo "Accademia Stellare" per l'alta formazione continua, in collaborazione con l'Università di Padova, l'Osservatorio di Padova ed il CNR. Inoltre, è stato attivato un dottorato industriale triennale in collaborazione con l'Università di Padova, Dipartimento di Ingegneria industriale.
- L'azienda promuove iniziative volte a migliorare il benessere sul posto di lavoro; vi sono una cucina ed una palestra a disposizione dei dipendenti.

**ESG**

- Meccanismi a tutela delle minoranze (voto di lista al 10% per nomina del CdA e del collegio sindacale).
- E' presente una quota rosa sia nel CDA che nel Comitato Operativo. Attualmente Officina Stellare ha un Consigliere donna su un totale di 7 ed è donna anche uno dei Sindaci supplenti (su complessivi 5 membri del Collegio Sindacale).

*Fonte: informazioni tratte dal questionario ESG compilato dalla Società*

## Risultati al 30 giugno 2020

Euro (k)	1H 2019	1H 2020	VAR%	FY2019
<b>Valore della produzione</b>	<b>4084</b>	<b>3713</b>	<b>-9,1</b>	<b>7933</b>
Materie prime	933	974		1786
%	22,8	26,2		22,5
Variazione Rimanenze	167	(19)		194
Servizi	528	859		1131
%	12,9	23,1		14,3
Godimento beni di terzi	61	72		124
%	1,5	2		1,6
<b>Valore aggiunto</b>	<b>2395</b>	<b>1827</b>	<b>-23,7</b>	<b>4698</b>
%	58,6	49,2		59,2
Personale	827	867	4,9	1626
%	20,2	23,4		20,5
Oneri diversi di gestione	91	60	-34,1	178
%	2,2	1,6		2,2
<b>Ebitda</b>	<b>1478</b>	<b>899</b>	<b>-39,1</b>	<b>2894</b>
%	36,2	24,2		36,5
Ammortamenti e svalutazioni	387	527	36,3	974
%	9,5	14,2		12,3
Accantonamenti	20	6		7
%	0,5	0,1		0,1
<b>Ebit</b>	<b>1070</b>	<b>366</b>	<b>-65,8</b>	<b>1913</b>
%	26,2	9,9		24,1
Oneri (Proventi) finanziari	36	59		52
%	0,9	1,6		0,7
<b>Utile ante Imposte</b>	<b>1034</b>	<b>307</b>	<b>-70,3</b>	<b>1861</b>
%	25,3	8,3		23,5
Imposte	256	26		441
Tax Rate%	24,8	8,4		23,7
<b>Risultato netto</b>	<b>778</b>	<b>281</b>	<b>-63,8</b>	<b>1421</b>
%	19	7,6		17,9
<b>Cash Flow</b>	<b>1185</b>	<b>814</b>	<b>-31,3</b>	<b>2402</b>
%	29	21,9		30,3
PFN	1843	-772		-42
Equity	6635	8031		7525
ROI	44,7	8,3		25,3
ROE	23,5	7		18,9

Fonte: Officina Stellare

Nonostante la Società possa essere stata percepita, a ragione del particolare segmento di mercato in cui opera, sostanzialmente immune alla pandemia da covid-19 che ha falciato interi settori economici durante il primo semestre dell'esercizio in corso, anche per Officina Stellare i risultati economici al 30 giugno 2020 hanno inaspettatamente risentito dell'emergenza epidemiologica che ha comunque inevitabilmente causato un rallentamento dell'avanzamento di alcune commesse e la conseguente riduzione del valore della produzione. Quest'ultimo si è così attestato ad € 3,7 milioni da € 4,1 milioni al 30 giugno 2019, con una contrazione del 9,1% a fronte di una crescita attesa, sull'intero 2020, che era stata inizialmente ipotizzata superiore al 10%. Sebbene l'azienda, anche durante la fase di più acuto lockdown produttivo su scala nazionale, sia sempre stata operativa grazie all'immediata autorizzazione prefettizia, non lo è stata, in realtà, al 100% delle proprie potenzialità produttive perché quasi tutte le aziende fornitrici sono state comunque costrette a chiudere per un periodo prolungato di tempo e non sono state in grado di garantire l'approvvigionamento delle materie prime e dei semilavorati necessari ovvero ad effettuare le lavorazioni esterne richieste. Inoltre, l'autorizzazione prefettizia ottenuta per l'unità di produzione ottica di Occhiobello (destinata ora a confluire, entro la fine dell'anno, nella sede di Sarcedo) non è stata immediata e contestuale all'autorizzazione tempestivamente ricevuta per la sede di Sarcedo stessa, inducendo l'azienda a ricorrere alla cassa integrazione con conseguente minore produttività che ha causato un rallentamento non indifferente nello stato di avanzamento delle commesse in corso. Ha subito uno slittamento di alcuni mesi anche l'installazione delle nuove macchine di produzione ottica e metrologica necessarie al previsto ampliamento della *facility* produttiva di Sarcedo, con conseguente ritardo della messa a regime dei nuovi asset produttivi. A completamento del quadro, anche qualora la Società fosse stata in grado di completare la produzione prevista, su alcune importanti commesse non è stato tuttavia possibile perfezionare il conseguimento dei ricavi in quanto alcune commesse prevedevano il collaudo e l'accettazione formale da parte del cliente presso la sede della Società o presso la sede del cliente stesso e l'impossibilità di effettuare viaggi internazionali -passeggeri o cargo- ha fatto slittare o il perfezionamento delle vendite o la generazione dei ricavi a fronte di commesse già fatturate.

Il ridimensionamento del valore della produzione (-9,1%) ha poi comportato un incremento non indifferente dell'incidenza del costo delle materie prime e del costo dei servizi, aumentata, nel semestre, rispetto al corrispondente periodo dell'esercizio precedente, rispettivamente, dal 22,8% al 26,2% per i primi e dal 12,9% al 23,1% per i secondi, con conseguente contrazione di quasi il 24% del valore aggiunto prodotto (da € 2,4 milioni al 30 giugno 2019 ad € 1,8 milioni).

Un aumento di circa il 5% del costo del lavoro, a ragione di una ininterrotta “campagna acquisti” di personale qualificato che è andata a rafforzare i teams di ingegneria, sviluppo, produzione e qualità, ha poi determinato una diminuzione del margine operativo lordo (Ebitda) del 39,1% (da € 1,5 milioni al 30.06.2019 ad € 900 migliaia), con riduzione contestuale della marginalità lorda dal precedente 36,2% all’attuale 24,2%. Un incremento del 36% annuo degli ammortamenti, in funzione degli investimenti realizzati nel semestre, ha poi determinato una contrazione di circa il 66% del risultato operativo netto (Ebit), attestatosi, al 30 giugno 2020, ad € 366 migliaia da € 1,1 milioni al 30 giugno 2019, con redditività (ROS), anche in questo caso, in forte calo dal precedente 26,2% all’attuale 9,9%.

In termini di risultato netto, l’utile del semestre si è contratto del 64% rispetto al corrispondente periodo dell’esercizio 2019 ad € 281 migliaia da € 778 migliaia pur beneficiando di imposte differite attive per € 131,6 migliaia. La posizione finanziaria netta è negativa per € 772 migliaia, da una posizione di cassa pari ad € 1,8 milioni al 30 giugno 2019 e da un indebitamento netto di 42 migliaia al 31.12.2019 mentre il patrimonio netto è pari ad € 8 milioni da € 7,5 milioni al 31.12.2019 e € 6,6 milioni al 30.06.2019.

## Outlook 2020-2023

### Old Estimates

Euro (k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
<b>Valore della produzione</b>	<b>4.998</b>	<b>7.933</b>	<b>9.000</b>	<b>13.000</b>	<b>18.000</b>	<b>24.000</b>	<b>31,9</b>
Materie prime	1607	1.786	2.025	2.964	4.104	5.640	
%	32,2	22,5	22,5	22,8	22,8	23,5	
Variazioni Rimanenze	(201)	194					
Servizi	1.094	1.131	1.287	1.859	2.628	3.552	
%	21,9	14,3	14,3	14,3	14,6	14,8	
Godimento beni di terzi	134	124	225	338	504	720	
%	2,7	1,6	2,5	2,6	2,8	3	
<b>Valore aggiunto</b>	<b>2.364</b>	<b>4.698</b>	<b>5.463</b>	<b>7.839</b>	<b>10.764</b>	<b>14.088</b>	<b>31,6</b>
%	47,3	59,2	60,7	60,3	59,8	58,7	
Personale	1.083	1.626	1.900	2.600	3.400	4.300	
%	21,7	20,5	21,1	20	18,9	17,9	
Oneri diversi di gestione	166	178	261	455	702	864	
%	3,3	2,2	2,9	3,5	3,9	3,6	
<b>Ebitda</b>	<b>1.115</b>	<b>2.894</b>	<b>3.302</b>	<b>4.784</b>	<b>6.662</b>	<b>8.924</b>	<b>32,5</b>
%	22,3	36,5	36,7	36,8	37	37,2	
Ammortamenti e svalutazioni	465	974	1.200	1.260	1.323	1.350	
%	9,3	12,3	13,3	9,7	7,3	5,6	
Accantonamenti	5	7					
%	0,1	0,1					
<b>Ebit</b>	<b>645</b>	<b>1.913</b>	<b>2.102</b>	<b>3.524</b>	<b>5.339</b>	<b>7.574</b>	<b>41,1</b>
%	12,9	24,1	23,4	27,1	29,7	31,5	
Oneri (Proventi) finanziari	53	52	50	50	50	50	
%	1	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	
<b>Utile ante Imposte</b>	<b>592</b>	<b>1.861</b>	<b>2.052</b>	<b>3.474</b>	<b>5.289</b>	<b>7.524</b>	<b>41,8</b>
%	11,9	23,5	22,8	26,7	29,4	31,3	
Imposte	165	441	533	903	1.375	2.107	
Tax Rate%	27,9	23,7	26	26	26	28	
<b>Risultato netto</b>	<b>427</b>	<b>1.421</b>	<b>1.519</b>	<b>2.571</b>	<b>3.914</b>	<b>5.417</b>	<b>39,7</b>
%	8,5	17,9	16,9	19,8	21,7	22,6	
<b>Cash Flow</b>	<b>897</b>	<b>2.402</b>	<b>2.718</b>	<b>3.831</b>	<b>5.237</b>	<b>6.767</b>	<b>29,6</b>
%	18	30,3	30,2	29,5	29,1	28,2	
PFN	-2.019	-42	3.274	6.715	11.541	18.329	
Equity	904	7.525	9.044	11.614	15.528	20.945	
CIN	2.923	7.567	5.770	4.900	3.987	2.617	
ROE	47,2	18,9	16,8	22,1	25,2	25,9	
CAPEX	1.734	3.309	3.300	1.000	1.000	1.000	
NWC	261	5.499	-750	-1.360	-1.950	-2.970	

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

*New Estimates*

Euro (k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
<b>Valore della produzione</b>	<b>4.998</b>	<b>7.933</b>	<b>8.000</b>	<b>13.000</b>	<b>18.000</b>	<b>24.000</b>	<b>31,9</b>
Materie prime	1607	1.786	2.000	2.990	4.140	5.520	
%	32,2	22,5	25	23	23	23	
Variazioni Rimanenze	(201)	194	(40)				
Servizi	1.094	1.131	1.600	2.080	2.700	3.600	
%	21,9	14,3	20	16	15	15	
Godimento beni di terzi	134	124	150	260	450	600	
%	2,7	1,6	1,9	2	2,5	2,5	
<b>Valore aggiunto</b>	<b>2.364</b>	<b>4.698</b>	<b>4.290</b>	<b>7.670</b>	<b>10.710</b>	<b>14.280</b>	<b>32,04</b>
%	47,3	59,2	53,6	59	59,5	59,5	
Personale	1.083	1.626	1.850	2.600	3.240	4.000	
%	21,7	20,5	23,1	20	18	16,7	
Oneri diversi di gestione	166	178	120	260	450	720	
%	3,3	2,2	1,5	2	2,5	3	
<b>Ebitda</b>	<b>1.115</b>	<b>2.894</b>	<b>2.320</b>	<b>4.810</b>	<b>7.020</b>	<b>9.560</b>	<b>34,8</b>
%	22,3	36,5	29	37	39	39,8	
Ammortamenti e svalutazioni	465	974	1.100	1.200	1.300	1.400	
%	9,3	12,3	13,8	9,2	7,2	5,8	
Accantonamenti	5	7	12				
%	0,1	0,1	0,15				
<b>Ebit</b>	<b>645</b>	<b>1.913</b>	<b>1.208</b>	<b>3.610</b>	<b>5.720</b>	<b>8.160</b>	<b>43,7</b>
%	12,9	24,1	15,1	27,8	31,8	34	
Oneri (Proventi) finanziari	53	52	80	50	50	50	
%	1	0,7	1	0,4	0,3	0,2	
<b>Utile ante Imposte</b>	<b>592</b>	<b>1.861</b>	<b>1.128</b>	<b>3.560</b>	<b>5.670</b>	<b>8.110</b>	<b>44,5</b>
%	11,9	23,5	14,1	27,4	31,5	33,8	
Imposte	165	441	251	926	1.474	2.109	
Tax Rate%	27,9	23,7	22,2	26	26	26	
<b>Risultato netto</b>	<b>427</b>	<b>1.421</b>	<b>877</b>	<b>2.634</b>	<b>4.196</b>	<b>6.001</b>	<b>43,3</b>
%	8,5	17,9	11	20,3	23,3	25	
<b>Cash Flow</b>	<b>897</b>	<b>2.402</b>	<b>1.989</b>	<b>3.834</b>	<b>5.496</b>	<b>7.401</b>	<b>32,5</b>
%	18	30,3	24,9	29,5	30,5	30,9	
PFN	-2.019	-42	-853	2.610	7.504	15.296	
Equity	904	7.525	8.402	11.037	15.232	21.234	
CIN	2.923	7.567	9.255	8.426	7.728	5.937	
ROE	47,2	18,9	10,4	23,9	27,5	28,3	
CAPEX	1.734	3.309	3.300	1.000	1.000	1.000	
NWC	261	5499	5.000	4.371	3.973	2.582	

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

In merito al consuntivo atteso 2020, stimiamo un valore della produzione sostanzialmente stabile rispetto all'esercizio precedente (a € 8 milioni) ma con un sacrificio non indifferente, in scia a quanto già registrato al termine del primo semestre, quanto a redditività. Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo attestarsi ad € 2,3 milioni, da € 2,9 milioni al 31.12.2019, in diminuzione del 20% mentre il risultato operativo netto (Ebit) dovrebbe risultare pari ad € 1,2 milioni da € 1,9 milioni a fine 2019, con una contrazione attesa annua di quasi il 40%. In termini di utile netto, questo dovrebbe ridimensionarsi ad € 880 migliaia da un utile precedente (2019) pari ad € 1,4 milioni, per una diminuzione, anche in tal caso, prossima al 40%. Per il successivo triennio 2021/2023 manteniamo invece immutate, rispetto alle nostre precedenti previsioni, le aspettative di crescita del valore della produzione il quale dovrebbe portarsi da € 8 milioni previsti a fine 2020 a € 13 milioni a fine 2021 ed a € 24 milioni a fine 2023. Abbiamo proceduto, viceversa, ad alzare le stime reddituali, con un margine operativo lordo (Ebitda) che riteniamo possa essere in grado di portarsi da € 2,3 milioni previsti a fine 2020 a € 4,8 milioni a fine 2021, fino a € 9,6 milioni a fine 2023 (per una crescita media annua sul periodo 2019/2023 prossima al 35%) ed una redditività in progressiva crescita dal 29% atteso di fine 2020 al 40% a fine 2023; il risultato operativo netto (Ebit) lo stimiamo raggiungere i 3,6 milioni di euro a fine 2021 ed € 8,2 milioni a fine 2023 (da € 1,2 milioni previsti per fine 2020), per una crescita media annua nel periodo 2019/2023 prossima al 44% ed una redditività (ROS) in grado di giungere al 34% a fine 2023 dal 15,1% di fine 2020. In termini di utile netto, questo lo stimiamo riuscire a portarsi ad € 2,6 milioni a fine 2021, da € 880 migliaia previsti a fine 2020, per giungere a € 6 milioni a fine 2023, per un tasso di crescita media annua (nel periodo 2019/2023) del 43% ed un net margin in progressione dall'11% previsto a fine 2020 al 25% stimato a fine 2023.

La posizione finanziaria netta la stimiamo positiva per € 2,6 milioni a fine 2021, da un indebitamento netto di € 850 migliaia a consuntivo 2020 ed in grado di giungere a € 15,3 milioni a consuntivo 2023 mentre il patrimonio netto, previsto a € 8,4 milioni a fine 2020 lo stimiamo ad € 21,2 milioni a consuntivo 2023.

## Valuation

Ai fini della valutazione, abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2020/2023.

Il tasso di crescita perpetua è mantenuto all'1% ed il WACC è determinato al 12,45% (precedente 12,75%) con un Free Risk Rate all'1,2% (precedente 1,5%), un Coefficiente Beta costante e pari all'unità ed un Market Risk Premium immutato all'11,25%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a € 59,3 milioni ed **un valore ad Equity pari a 10,45 euro/azione**. La nostra raccomandazione permane di acquisto.

### Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E
Ebit	1.208	3.610	5.720	8.160
Imposte	251	926	1.474	2.109
NOPAT	957	2.684	4.246	6.051
D&A	1.112	1.200	1.300	1.400
Capex	3.300	1.000	1.000	1.000
CNWC	-499	-629	-398	-1.391
FOCF	-732	3.513	4.944	7.842

*Stime: Banca Finnat*

### DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1
WACC (%)	12,45
Discounted Terminal Value	47.706
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	11.588
Enterprise Value	59.294
Net financial position as of 30/06/2020	-772

Equity Value	58.522
Numero di azioni	5.599.818

**Value per share 10,45**

*Stime: Banca Finnat*

### WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,2
Market risk premium	11,25
Beta (x)	1
Cost of Equity	12,45

**WACC 12,45**

*Stime: Banca Finnat*

### Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
27.04.2020	Buy	9,3 €	7,5 €
15.10.2019	Buy	10,4 €	8,34 €
24.06.2019	Buy	9,53 €	-

Key to Investment Rating (12 Month Horizon)

**BUY:** Upside potential at least 15%

**HOLD:** Expected to perform +/- 10%

**REDUCE:** Target achieved but fundamentals disappoint

**SELL:** Downside potential at least 15%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Valore della Produzione	4998	7933	8000	13000	18000	24000
Materie Prime	1607	1786	2000	2990	4140	5520
Costi per Servizi	1094	1131	1600	2080	2700	3600
Beni di terzi	134	124	150	260	450	600
VALORE AGGIUNTO	2364	4698	4290	7670	10710	14280
Costo del lavoro	1083	1626	1850	2600	3240	4000
Oneri diversi di gestione	166	178	120	260	450	720
EBITDA	1115	2894	2320	4810	7020	9560
Ammortamenti & Svalutazioni	465	974	1100	1200	1300	1400
Accantonamenti	5	7	12	-	-	-
EBIT	645	1913	1208	3610	5720	8160
Oneri finanziari	53	52	80	50	50	50
UTILE ANTE IMPOSTE	592	1861	1128	3560	5670	8110
Imposte	165	441	251	926	1474	2109
Tax-rate (%)	27,9	23,7	22,2	26	26	26
RISULTATO NETTO	427	1421	877	2634	4196	6001
Cash Flow	897	2402	1989	3834	5496	7401
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	904	7525	8402	11037	15232	21234
PFN	-2019	-42	-853	2610	7504	15296
Capitale Investito Netto	2923	7567	9255	8426	7728	5937
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	22,3	36,5	29	37	39	39,8
EBIT margin	12,9	24,1	15,1	27,8	31,8	34
Net margin	8,5	17,9	11	20,3	23,3	25
ROE	47,2	18,9	10,4	23,9	27,5	28,3
GROWTH RATES(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Valore della Produzione	-	59	1	63	38	33
EBITDA	-	159	-20	107	46	36
EBIT	-	197	-37	199	58	43
Net Profit	-	233	-38	200	59	43
Cash Flow	-	168	-17	93	43	35
VALUATION METRICS	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EPS	0,08	0,26	0,16	0,47	0,75	1,07
CFPS	0,16	0,43	0,35	0,68	0,98	1,32
BVPS	0,16	1,36	1,5	2	2,7	3,79
P/E	89,6	26,9	44	14,7	9,2	6,4
P/CF	42,6	15,9	19,4	10,1	7	5,2
P/BV	42,3	5,1	4,6	3,5	2,5	1,8
EV/SALES	8	4,8	4,9	2,8	1,7	1
EV/EBITDA	36,1	13,2	17	7,5	4,4	2,4
EV/EBIT	62,4	20	32,7	10	5,4	2,9

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

### **Informazioni generali**

La presente ricerca è stata preparata da Gianfranco Traverso, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. (“**Banca Finnat**” o la “**Banca**”), autorizzata dalla Banca d’Italia all’esercizio dell’attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d’Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La presente ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell’ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

La presente ricerca non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né un’offerta al pubblico di prodotti finanziari né si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari, ai sensi dell’articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

### **Fonti e modelli di valutazione**

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell’emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat non fornisce, tuttavia, alcuna garanzia circa l’accuratezza o la completezza delle suddette fonti informative.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link: <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

### **Copertura e aggiornamento**

L’elenco degli emittenti coperti dall’Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell’apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link: <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce una copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate *flash company note*) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e di eventi, anche di carattere ordinario, inerenti l’Emittente.

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all’emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione “Valuation”, nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link: <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

### **Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi**

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che Banca Finnat svolge il ruolo di *nominated advisor* e *specialist* in favore dell'emittente.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente *disclaimer*.

### **Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi**

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di *information barriers*; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa tranne in occasione di ammissione a quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende, pertanto, in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche: <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>.

### **Riproduzione e distribuzione della ricerca**

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. La presente ricerca non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.

#### **Banca Finnat Research Rating Distribution 31/07/2020**

<b>N° Società sotto copertura di ricerca: 15</b>	<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>REDUCE</b>	<b>SELL</b>	<b>N.R.</b>
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	73%	14%	0%	0%	13%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	-	100%