

**RACCOMANDAZIONE  
Buy**
**Target Price  
1,8 €**
**Prezzo al 28/10/2019  
1,31 €**

# Sciuker Frames

**Settore: Home furnishings  
Codice di negoziazione Bloomberg: SCK IM  
Mercato AIM**

<b>Capitalizzazione di Borsa:</b>	14.310.571 €
<b>Numero di azioni:</b>	10.924.100
<b>Patrimonio netto al 31.12.2018:</b>	7.670.000 €
<b>Outstanding warrants (1:1):</b>	10.924.100*

(\*) vedi pagina 8

**Data ed ora  
di produzione:**  
29.10.2019 ore 16.00

**Data ed ora di  
prima diffusione:**  
29.10.2019 ore 17.00

**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  
**Gaspere Novelli**  
Tel. + 39 0669933.292  
E-mail: [ufficio.studi@finnat.it](mailto:ufficio.studi@finnat.it)

## Una finestra "green" aperta sul mondo

- Sciuker Frames S.p.A. è attiva nel settore della progettazione, sviluppo, produzione e commercializzazione di infissi e serramenti per finestre ancora principalmente sul mercato italiano (96% del fatturato al 30.06.2019).
- L'azienda di Avellino ha firmato una partnership con il secondo più grande produttore di finestre della Cina, la "Wind Constuctions Building Materials", al fine di poter entrare sull'importante mercato cinese. Sciuker Frames ha avviato, inoltre, contatti commerciali in Israele e Spagna.
- A livello nazionale, l'azienda si è aggiudicata rilevanti contratti con clienti direzionali in particolare con "Abitare In".
- Cresce il successo della linea "Skill" (Entry Level) quale sostituto dei prodotti dei competitors in PVC.
- L'azienda risulta essere molto attenta all'ambiente. In particolare tutto il ciclo produttivo, dall'approvvigionamento alla vendita, è altamente sostenibile. Inoltre, Sciuker ha aderito al progetto "#Sciuker4Planet" per la compensazione della CO2 attraverso la creazione di nuove foreste urbane.
- Abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime per l'intero periodo 2019-2023 per tener conto della buona ripresa nei primi sei mesi dell'anno corrente ed una maggiore internazionalizzazione. Il fatturato dovrebbe poter crescere ad un tasso medio annuo pari al 15,55% mentre il margine operativo lordo (Ebitda) e l'utile netto dovrebbero registrare, rispettivamente, un cagr 2019-2023 del 20,25% ed il 69,59%.

Anno al 31/12 (k €)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi netti	9.238	11.825	13.119	15.228	17.860	19.030
Valore della produzione	10.549	12.125	14.019	16.228	18.860	20.030
Valore Aggiunto	2.676	2.722	3.649	4.336	5.497	6.275
EBITDA	1.865	1.969	2.522	3.008	4.002	4.690
EBIT	789	925	1.192	1.320	2.154	2.736
Utile netto	133	627	832	931	1.473	1.866
Cash-flow	1.209	1.671	2.162	2.619	3.321	3.820
Pfn	-5.329	-6.285	-6.090	-4.316	-2.393	-229
Roe	1,73	7,56	9,11	9,25	12,77	13,92

Fonte: Sciuker Frames; Stime: Banca Finnat

## *Il Mercato di Riferimento*

Sciuker Frames è attiva nella progettazione, sviluppo, produzione e commercializzazione di finestre in “legno/alluminio” ed in “legno/vetro strutturale”.

Il 96,9% del fatturato al 30.06.2019 è stato quello generato sul mercato nazionale mentre il restante 3,1% prevalentemente sul mercato svizzero.

Sciuker Frames, però, intende aumentare la propria presenza internazionale.

Già dal 2019, l’azienda di Avellino è presente sul mercato kazako grazie ad un accordo commerciale della durata biennale.

A giugno dell’anno corrente è stata avviata una partnership strategica per lo sviluppo e la commercializzazione delle finestre Sciuker in Cina con “Wind Constructions Building Materials”.

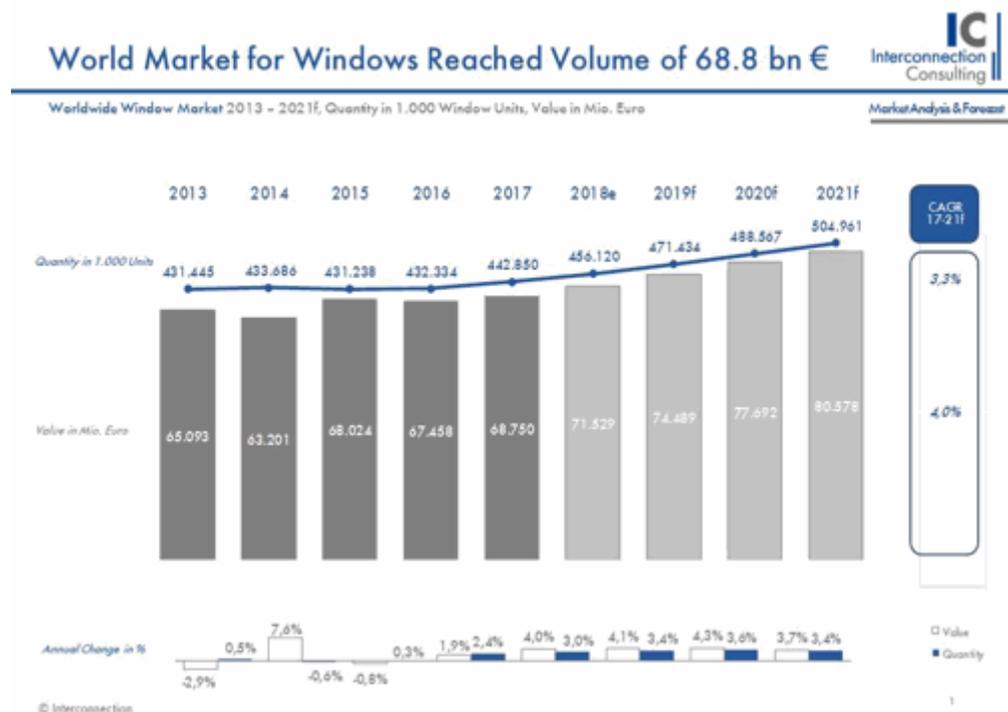
Anche Israele potrebbe rivelarsi un mercato interessante. L’azienda di Avellino ha avviato delle trattative in merito a potenziali partnership. Inoltre, è già attiva, direttamente, per un cantiere nel Paese medio orientale.

In passato, Sciuker aveva realizzato dei lavori per il mercato uruguayano e non è escluso un altro incarico attraverso il contatto già in essere.

In Spagna sono stati avviati da poco accordi commerciali.

Entro l’anno è previsto l’ingresso sul mercato USA. Anche il mercato egiziano si profila quale possibile prossimo target e sono già stati avviati contatti sul posto.

Il mercato delle finestre, a livello mondiale, è previsto in costante crescita, dai 68,8 miliardi di euro nel 2017 agli 80,6 miliardi di euro stimati a fine 2021, con un cagr 17-21 del 4% in valore.



Fonte: Interconnection Consulting

La crescita maggiore dovrebbe provenire dagli Usa e dalla Cina che coprono quasi il 65% della crescita attesa dal mercato, in gran parte grazie a investimenti in edifici commerciali e per uso uffici in Cina e la costruzione di nuove abitazioni negli USA.

Il Medio Oriente e l’Africa dovrebbero poter beneficiare sia di crescenti redditi personali che di un’accelerazione della migrazione dalle campagne alle città. Entrambi i fenomeni dovrebbero spingere sia verso l’acquisto di singole unità immobiliari che la realizzazione di nuovi uffici.

Attualmente, il mercato principale, per volumi, è quello cinese (il 30,8% del mercato globale) ma in termini di fatturato si colloca al terzo posto con il 15,9% del totale dopo l’Europa Occidentale (25,8%) ed il Nord America (21,5%).

L’Europa Occidentale ha ripreso a crescere solamente a partire dal 2015 dopo la profonda crisi finanziaria del 2008.

Un’importante elemento di questo mercato è rappresentata da regolamenti edilizi sempre più stringenti, in particolare circa l’efficienza energetica. Le normative più stringenti riguardano per ora il mercato europeo e quello nord americano.

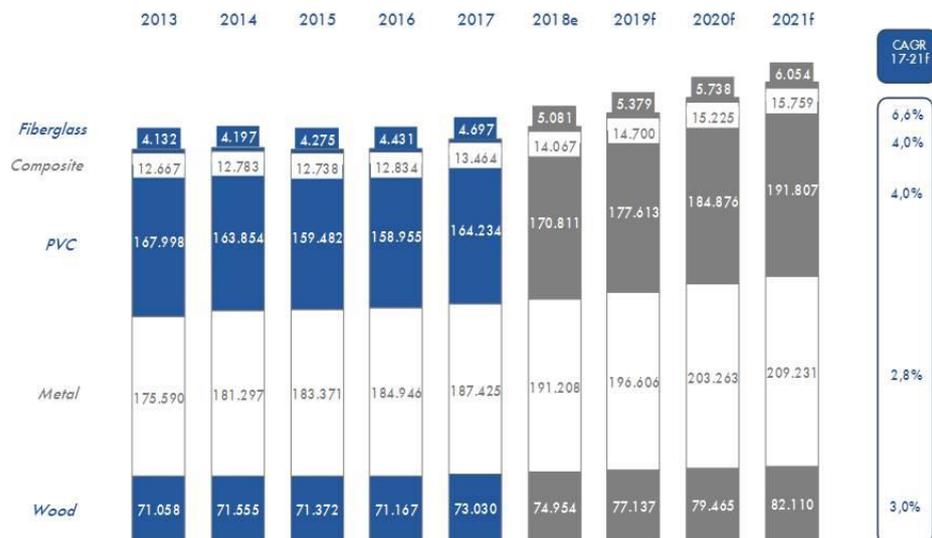
A livello di materiali da impiegare, saranno le finestre in PVC a coprire la maggior parte della crescita attesa (cagr 2017-2021 stimato pari al 4%). Anche i cosiddetti prodotti “compositi” dovrebbero poter registrare un cagr 17-21 pari al 4%. Il metallo, comunque, rimane ancora il materiale più utilizzato per numero di unità vendute (cagr 17-21 pari al 2,8%). Il legno dovrebbe poter registrare una crescita media annua 2017-2021 del 3% mentre la nicchia del Fiberglass dovrebbe poter segnare un cagr 2017-2021 del 6,6%.

### PVC Grows by an Average of 4% Annually, Metal Remains Biggest Product Group Worldwide



Product Groups: Window Market 2013 – 2021f, Quantity in 1.000 Window Units

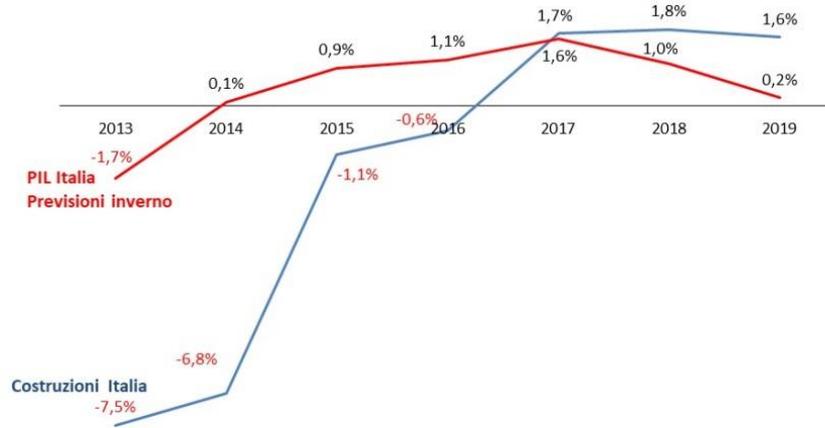
Market Analysis & Forecast



© Interconnection

2

Per il momento, comunque, la maggior parte dei ricavi di Sciuker dovrebbe ancora derivare dal mercato nazionale. Il mercato delle finestre è strettamente legato all’andamento del settore delle costruzioni per il quale, a livello nazionale, emergono ancora una volta aspettative di crescita positive, seppur con una tendenza al ribasso. L’anno 2018 dovrebbe aver registrato una crescita del settore pari all’1,8% mentre per il 2019 si attende un incremento limitato all’1,6%.



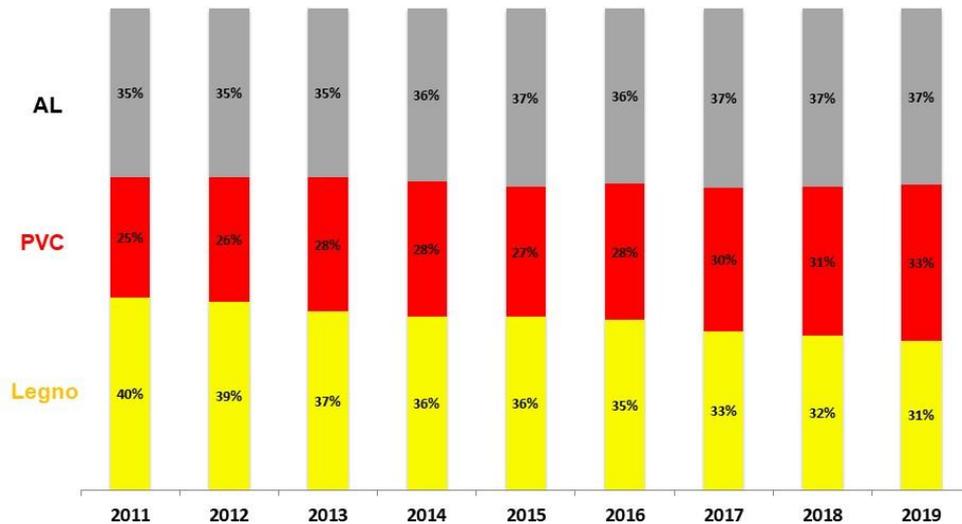
Elaborazione su dati EUROCONSTRUCT, ISTAT, PIL 2018, 2019 da stime Commissione Europea, febbraio 2019

UNICMI - Rapporto sul mercato italiano dell'involucro edilizio\_2019

Fonte: UNICMI

In merito alle quote di mercato in Italia, per tipo di materiale utilizzato, evidenziamo la crescita del PVC che dal 31% nel 2018 dovrebbe salire al 33% nel 2019. L'alluminio dovrebbe potersi mantenere stabile al 37% mentre il legno dovrebbe registrare un leggero calo dal 32% al 31%.

Quote di mercato nel mercato delle finestre



Elaborazioni UNICMI; 2019 dati stimati

UNICMI - Rapporto sul mercato italiano dell'involucro edilizio\_2019

Fonte: UNICMI



Il mercato di riferimento di Sciuker Frames è stato, per ora, rappresentato dal segmento legno/alluminio e legno/vetro strutturale.

È prevista, comunque, una prossima estensione al segmento legno pieno e/o al segmento metallo pieno (alluminio) grazie ad una possibile futura acquisizione. Sciuker Frames, in quanto azienda al 100% ecosostenibile, ha deciso di rinunciare ad una produzione con materiali non ecocompatibili i quali, nel prossimo futuro, potrebbero incontrare regolamentazioni stringenti a livello non solo europeo ma anche globale circa il loro impiego e recupero. L'azienda lavora quindi solamente materiali al 100% riciclabili e non inquinanti. Sciuker ha realizzato anche una collezione (Skill) quale potenziale concorrente per il segmento di finestre in PVC.

Molti competitors, a livello internazionale, lavorano con il cosiddetto "uPVC"- unplasticized Polyvinyl Chloride il quale sembrerebbe "plastic free", in quanto risulta essere privo di plastificanti ed ammorbidenti aggiunti, ma è sempre realizzato con PVC ricavato da sale (57%) e petrolio (43%).

I prodotti Sciuker Frames si collocano, in base alla categoria di prezzo, principalmente nel segmento "premium". Questo segmento copre, in media, circa il 30% del mercato. Il segmento dovrebbe poter crescere dalle 1,165 milioni di unità vendute nel 2017 a 1,315 milioni di unità previste nel 2021.

Sciuker serve sia il mercato retail (attraverso i propri rivenditori), direttamente i privati (utenti finali) ed i "clienti direzionali" (B2B quali imprese di costruzioni, immobiliari e grandi alberghi).

Al 30.06.2019 il segmento retail ha pesato per il 62% sul fatturato mentre il restante 38% è stato coperto da privati ed imprese. Nell'ambito di questo mercato diretto, le imprese hanno avuto un peso sul fatturato del 25%. A partire dal 2020 ci aspettiamo anche un avvio di collaborazione con la grande distribuzione.

Il mercato degli infissi in Italia appare molto frammentato e molti operatori presentano dimensioni particolarmente piccole.

La maggior parte di essi non dispone di una chiara identità aziendale ed è attiva nella produzione con uno o massimo due tipologie di materiale.

Un numero crescente di piccoli operatori si sta incentrando sempre di più sulla sola distribuzione ed installazione, abbandonando la produzione che sarà sempre più focalizzata nelle mani dei players maggiori, insieme all'attività di ricerca & sviluppo.

Tra i maggiori competitors, sul mercato nazionale, evidenziamo l'italiana Finstral, la tedesca Schuco, i produttori polacchi Drutex ed Oknoplast e la rumena Qfort.

Tutti i suddetti concorrenti si distinguono da Sciuker Frames per un'elevata produzione in PVC ed uPVC.

A livello internazionale, tra i maggiori competitors, in particolare cinesi e nord americani, elenchiamo: Andersen, Ply Gem, Crystal Window & Door System, Energi Fenestration Solutions, Groupe Lapeyre, International Window Corporation, Internorm Fenster International, Weru, Vinyltek Windows, Intus Windows, Guangdong, Lianxiang Woodware, Guang Ya Aluminium Industries, Zhaoqing Asia Aluminium Factory.

## *Attività & Strategie*

Sciuker Frames S.p.A. è una "PMI Innovativa" specializzata nella progettazione, sviluppo, produzione e commercializzazione di serramenti ed infissi destinati, principalmente, al mercato italiano (96,9% al 30.06.2019). Il mercato estero (prevalentemente svizzero) pesa per il 3,1%.

L'azienda di Avellino ha deciso di avviare, a partire dall'esercizio corrente, un'espansione a livello internazionale al fine di controbilanciare ogni eventuale rallentamento della crescita a livello nazionale e nel mercato svizzero.

Nel mese di aprile 2019 Sciuker è entrata nel mercato kazako grazie ad un accordo commerciale con il "Consorzio Medlands Group", della durata di due anni, finalizzato alla vendita, in esclusiva, dei prodotti Sciuker Frames.

Nel mese di giugno dell'esercizio corrente Sciuker ha siglato anche un accordo con il secondo produttore di finestre in legno in Cina, la "Wind Constructions Building Materials" in merito allo sviluppo e commercializzazione delle collezioni Sciuker sul mercato cinese. È stata avviata la procedura di deposito del marchio in Cina. Inoltre, l'azienda avellinese ha partecipato, all'inizio di luglio, ad una fiera tra le più importanti in Asia e parteciperà ad una seconda fiera a Shanghai all'inizio di novembre dell'anno corrente.

Sono state avviate partnership commerciali per il mercato spagnolo grazie ad un agente dedicato.

In Israele si sono avviate trattative in merito ad eventuali partnership territoriali con tre dealer locali. Inoltre, sono in corso trattative dirette per i cantieri: Alumtriss, Alum Zohar e Eli Shoshan.

In passato Sciuker ha realizzato dei lavori anche in Uruguay e non possono essere escluse, in futuro, nuove opportunità.

Il mercato egiziano è un altro target di rilievo per l'azienda avellinese.

Entro l'anno è previsto l'avvio di contatti anche sul mercato Usa.

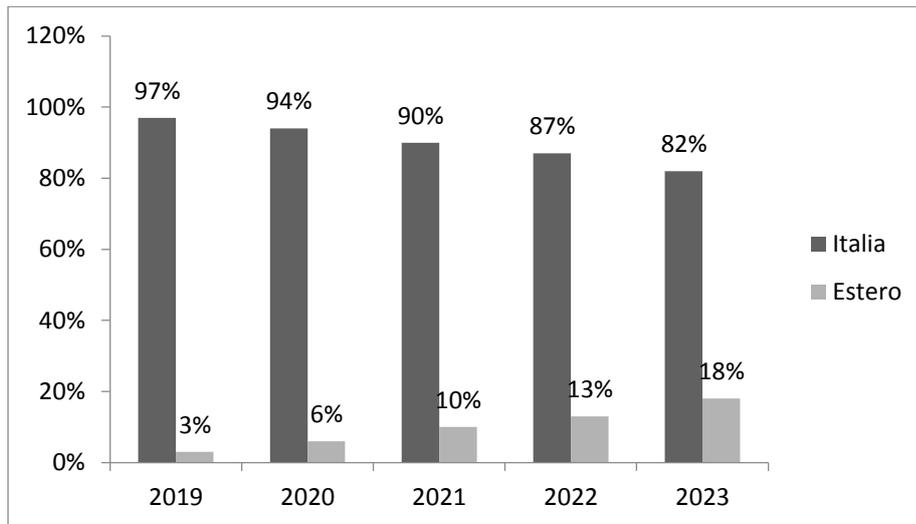
Sciuker intende penetrare nuovi mercati attraverso contatti diretti con dealer territoriali oppure attraverso agenti con l'incarico di promuovere la diffusione del prodotto e la conclusione di contratti di vendita.

Inoltre, l'azienda avellinese partecipa alle più importanti fiere del settore.

Il mercato svizzero nel prossimo futuro dovrebbe diventare sempre più marginale (massimo l'1% dei ricavi contro il 6% registrato alla fine del 2018) in quanto i costi per l'installazione delle finestre si sono rivelati oltre le attese.

Ci aspettiamo, nel prossimo quadriennio, una crescita graduale sui mercati esteri, in particolare sul mercato cinese, al quale si aggiungerà quello kazako, spagnolo, israeliano, egiziano e americano.

Il mercato italiano dovrebbe, progressivamente, passare dal 97% stimato per la fine dell'esercizio corrente all'82% entro il 2023. I mercati esteri dovrebbero poter crescere, invece, dall'attuale 3% al 18% nell'arco previsionale.

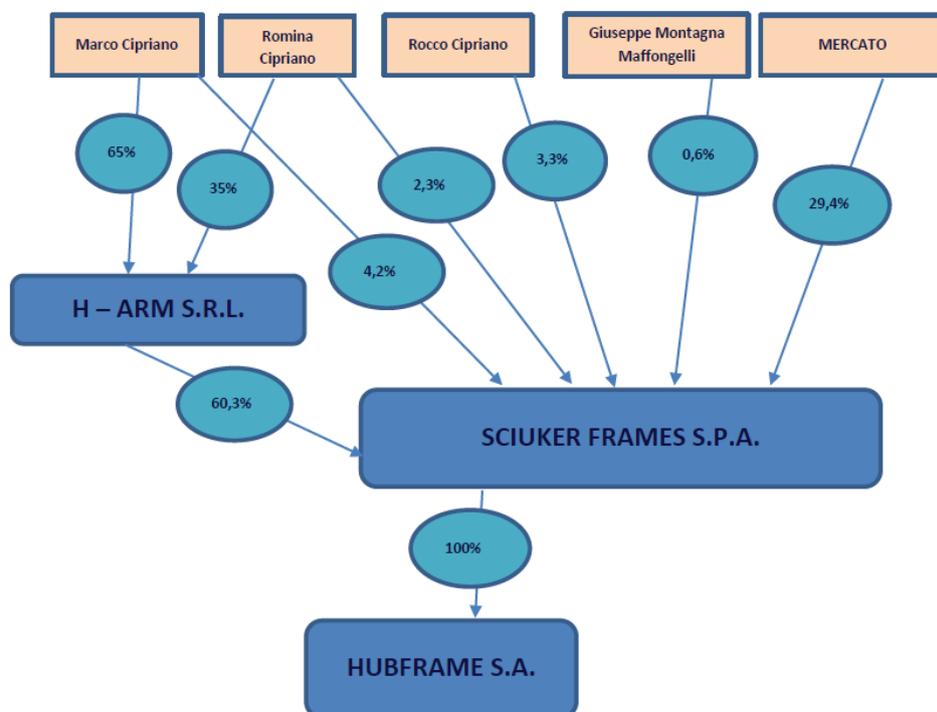


Fonte: Sciuker

Attualmente, il capitale sociale è composto da 10.924.100 azioni per un ammontare complessivo di 1.092.410 euro.

Il 60,3% del capitale sociale è detenuto dalla H-Arm S.r.l. (detenuta da Marco e Romina Cipriano rispettivamente con il 65% ed il 35%), seguita da Marco Cipriano (con una quota diretta del 4,2%), Rocco Cipriano (3,3%) e Romina Cipriano (con una quota diretta del 2,3%). Il 29,4% è rappresentato da flottante sul mercato.

La società detiene, a sua volta, il 100% di Hubframe SA, controllata svizzera.



Fonte: Sciuker Frames

In occasione del collocamento in borsa sono stati assegnati 10.924.100 warrant a titolo gratuito. Il concambio previsto è di un'azione per warrant posseduto.

Sono stati previsti tre periodi di esercizio:

Il primo periodo di esercizio (15/05 – 31/05/2019), ad un prezzo di sottoscrizione, pari a € 1,54/azione ha registrato alcuna conversione.

I residui periodi di esercizio sono:

- Secondo periodo di esercizio: 15/05 – 01/06/2020 (prezzo di sottoscrizione 1,69 euro).
- Terzo periodo di esercizio: 17/05 – 31/05/2021 (prezzo di sottoscrizione 1,86 euro).

Gli infissi Sciuker Frames vengono realizzati, per ora, in “legno/alluminio” ed in “legno/vetro strutturale”. Nel prossimo futuro è previsto l'ingresso nei segmenti 100% legno e/o 100% alluminio attraverso una possibile acquisizione mirata.

Le finestre sono progettate da ingegneri e si distinguono da quelle “tradizionali” per le caratteristiche tecniche distintive coperte da brevetti di proprietà.

Il processo produttivo, sviluppato dall'azienda, consente una lavorazione “tailormade”. La finestra, per Sciuker Frames, da elemento funzionale diventa un elemento di arredo.

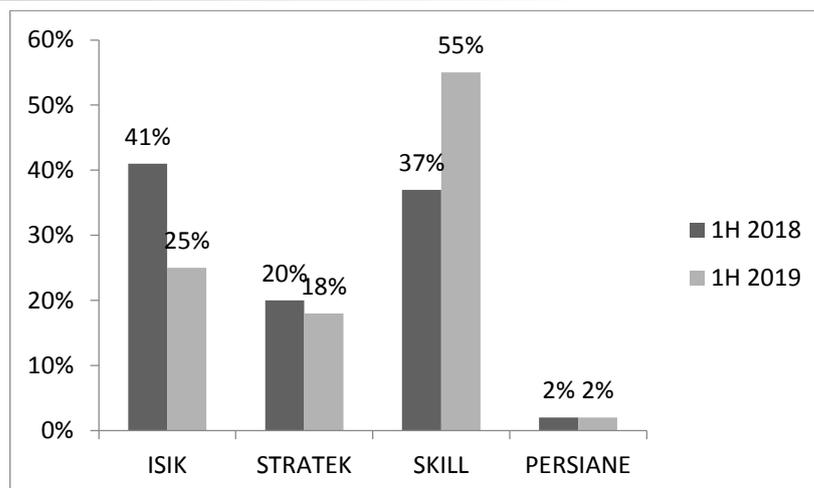
L'azienda ha creato, inoltre, una propria “brand identity” in un mercato ancora molto frammentato.

L'azienda ha realizzato 5 collezioni (Stratek, Isik, Skill, Offline ed Exo), destinate a tre segmenti di mercato: Entry Level (Skill), Standard (Stratek, Isik ed Exo) ed il segmento Lusso (Offline). La produzione di quest'ultima è stata avviata nel primo trimestre del 2019 per campionature presso il retail. Un primo impatto sui ricavi è atteso entro la fine dell'esercizio corrente.

La collezione EXO è oggetto di un nuovo brevetto per modello di utilità ed il suo lancio è avvenuto, anch'esso, nel primo trimestre 2019. Si prevede che i primi ricavi saranno registrati nel secondo semestre 2019.

In sensibile crescita la collezione Skill anche grazie al secondo accordo siglato con il Gruppo “Abitare IN” per il progetto “Trilogy Towers” a Milano.

Al 30.06.2019 il break down del fatturato per prodotto ha evidenziato al primo posto (55% contro il 37% al 30.06.2018) la collezione Skill, destinata all'entry level e potenziale competitor dei prodotti in PVC; quindi la collezione ISIK (25% contro il 41% a fine giugno 2018) e Stratek (18% a fronte del 20% al 30.06.2018). Invariate le persiane al 2%.



Fonte: Sciuker Frames

Grazie alla realizzazione di un nuovo impianto, completato a giugno dell'esercizio corrente, Sciuker è riuscita a progettare un sistema di finestre "Smart 69" in legno-alutherm (alluminio termico) sotto forma di "Kit". Questo tipo di lega è in grado di resistere agli agenti atmosferici, compresa la salsedine, con una garanzia di 20 anni in tutte le zone climatiche.

Il Kit (non dovrebbe subire dazi doganali in questo formato) viene realizzato su misura in pezzi sciolti, completo di tutti gli accessori specifici, rivolto ad operatori del settore che ne completeranno l'assemblaggio con gli altri elementi standard (vetro, ferramenta, guarnizioni ed altro).

I serramentisti dovranno solamente procedere alle consuete fasi di assemblaggio. In questo modo saranno evitati i costi di magazzino ed anche gli scarti di lavorazione.

Il Kit dovrebbe essere introdotto, almeno inizialmente, sui seguenti mercati:

In Spagna, dove sono state avviate partnership con Carpinteria Industrial Binéfar, Cermotec, Fusreis e Shitecma. Sul mercato cinese, israeliano ed egiziano.

Ovviamente, non sono esclusi altri mercati e neanche quello nazionale.

Gli ingegneri di Sciuker Frames, insieme al team di "Barberan S.A.", hanno realizzato una nuova linea di produzione automatica e personalizzata in base alle caratteristiche delle collezioni di finestre realizzate da Sciuker. Il nuovo impianto consentirà la riduzione dell'80% circa dei tempi di lavorazione (ogni profilo sarà realizzato in soli 2/3 minuti). La capacità produttiva dovrebbe aumentare del 70% ed il consumo energetico ridursi ulteriormente. Anche il magazzino dovrebbe poter beneficiare di questa nuova gestione della produzione.

Sia l'impianto principale che la nuova linea produttiva lavoreranno indistintamente per la stratificazione delle barre (rivestimento delle barre da 6 metri lineari di legno grezzo con essenze di tranciati pregiati), barre che poi solitamente vengono tagliate (a seconda della misura delle finestre) e che proseguiranno poi il loro cammino produttivo sotto due diverse forme:

- Finestre (le barre saranno assemblate in sede e spedite come prodotto finito) - processo attuale.
- Kit (barre tagliate pronte da spedire e poi da assemblare presso i clienti).

Il nuovo impianto andrà a velocizzare la fase della stratificazione (rivestimento delle barre grezze) e dunque, di conseguenza, tutto il processo produttivo. Si ridurranno i tempi di consegna finali, che oggi si attestano sulle 6/7 settimane, per arrivare alle 4 settimane come il prodotto in PVC. Ciò consentirà all'azienda di competere nel segmento entry level sia per prezzo che per tempi di consegna.

Saranno velocizzati anche i tempi di produzione delle essenze a bassa rotazione ossia le essenze con richiesta meno frequente. Il nuovo impianto registrerà tempi minimi di fermo macchina per il passaggio da una essenza all'altra.

L'azienda lavora per lotti di essenze con la necessità di cambiare l'attrezzaggio macchina per passare da un'essenza all'altra e necessità quindi di creare magazzini intermedi di essenze. Con il nuovo impianto si passerà ad una produzione su commessa. L'evoluzione di questo macchinario è proprio quello di cambiare l'attrezzaggio macchina per produrre l'essenza più velocemente.

Attualmente il cambio utensili impiega circa 45 minuti contro i 5 minuti necessari con il nuovo impianto.

I prodotti Sciuker Frames sono caratterizzati dall'impiego di legno "lamellare". Si tratta di un materiale strutturale composto da tante microlamelle incollate e pressate tra di loro con una giunzione del tipo "finger joint" (giunzione che unisce tutte le lamelle ed evita l'incurvamento del materiale).

Questa tecnica garantisce circa il doppio di resistenza meccanica rispetto ai legni tradizionali.

L'utilizzo di materiali lamellari riduce anche il peso dell'anta. Inoltre, assicura un migliore isolamento termico e, di conseguenza, un maggiore risparmio energetico. Solo l'ultima lamella è in materiale pregiato mentre le altre lamelle sono in materiali meno costosi ma più performanti in termini sia termici che meccanici (gli infissi tradizionali, in legni di pregio, hanno coefficienti termici più bassi). Pertanto, le finestre Sciuker Frames accedono al bonus fiscale governativo di riqualificazione energetica.

La tecnologia sviluppata dall'azienda consente di aggiungere ai tre strati intermedi uno strato in legno pregiato (teak, ciliegio, zebrano, noce, castagno) che riveste il profilo della finestra sul lato interno della casa.

L'ultima lamella applicata si ottiene con il taglio a spirale del tronco (il taglio tradizionale è "a sezione") e ciò consente l'omogeneità della venatura del legno, garantendo superfici con texture omogenee.

Sciuker dispone di 13 agenti "plurimandatari" dei quali uno dedicato all'estero (Spagna), focalizzati prevalentemente sul mercato retail a cui fanno riferimento una rete di circa 300 rivenditori.

L'azienda si avvale, inoltre, di n° 2 di Sales & Marketing Managers che coordinano l'intera area retail e n° 6 "Sales Specialist" (monomandatari), dei quali uno dedicato all'estero, che si occupano dei clienti direzionali e privati.

Nel prossimo futuro si aggiungeranno agenti territoriali (plurimandatari) dedicati ai rispettivi Paesi ove Sciuker sta iniziando a farsi conoscere.

I negozi diretti si trovavano, inizialmente, solo ad Avellino e Cagliari ma a partire dal 31 luglio dell'esercizio corrente, si sono aggiunti due nuovi store, uno a Napoli ed uno a Bari. Entro il 2020 è prevista anche l'apertura di uno store diretto a Milano.

Sul mercato svizzero Sciuker è presente con uno store diretto a Lugano (CH) che rimarrà attivo, per ora, nonostante i problemi riscontrati su tale mercato.

All'interno della rete di vendita indiretta sono presenti anche 4 "Urban Store", showrooms multibrand con un'area espositiva dedicata a Sciuker Frames. Questi Urban Store sono attualmente quattro e si trovano a Roma (n° 3) ed a Palermo (n° 1).

A partire da ottobre 2019, Pontina Infissi, partner di Sciuker Frames da circa 10 anni, ha inaugurato un nuovo spazio espositivo di circa 450 mq dai quali 150 mq sono stati dedicati ai prodotti dell'azienda avellinese.

Sciuker Frames partecipa, inoltre, alle più importanti fiere del settore:

- Almaty (Kazakistan), il 3 e 4 aprile 2019 nello Shopping Mall di Almaty nell'ambito della manifestazione "Arte & Design" con il Concept Store "Regina di Stile".
- Made Expo (13-16 marzo 2019) alla Fiera di Milano.
- CBD Fair (8-11 luglio 2019) a Guangzhou (Cina).
- Fiera del Levante (Bari) dal 14-22 settembre 2019.
- Fenestartion Bau, a Shanghai dal 5-8 novembre 2019.
- Arkeda Mostra d'Oltremare dal 31 novembre al 2 dicembre 2019.

Le fiere, ove partecipa Sciuker, si svolgono sia in Italia che in Cina e Kazakistan, Paesi di forte interesse per l'azienda avellinese.

Proprio attraverso la partecipazione alle fiere Sciuker intende crescere a livello internazionale in quanto mezzo importantissimo per presentarsi su nuovi mercati e creare nuovi contatti e partnership.

L'azienda si è anche dotata di un export Manager dedicato all'espansione internazionale.

## *Finnat Report ESG: Environmental, Social, Governance*

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese ed in particolare quelle relative alle tematiche Environmental, Social e Governance (ESG) stanno assumendo una sempre maggiore rilevanza. L'approccio ESG agli investimenti tiene quindi conto del rispetto di questi criteri di sostenibilità da parte delle imprese quotate-rispetto dell'ambiente, dei diritti dei lavoratori e delle comunità in cui operano e dei sani principi di governance societaria- Il rispetto di tali criteri sembra destinato a qualificarsi sempre di più quale elemento discriminante nelle scelte di investimento da parte di un numero crescente di investitori istituzionali. Le società a grande capitalizzazione sono già oggetto di valutazione da parte di diverse agenzie specializzate che indagano gli aspetti ESG a beneficio degli investitori che intendono tener conto di quei criteri. Sulle Small e Micro Cap, invece, tali pratiche non sono così diffuse. A tale riguardo Banca Finnat, pienamente consapevole di come nell'ambito dell'intero processo d'investimento i fattori ESG vengono oramai analizzati quasi al pari dei fattori finanziari, ha deciso di adoperarsi affinché, nelle proprie ricerche sulle società quotate oggetto di Analyst Coverage da parte della Banca stessa, emergano le politiche e le azioni da queste società adottate in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG).

### *Nota:*

Sciuker Frames, già attraverso il proprio business, evidenzia la sua forte attenzione alla sostenibilità ambientale. L'azienda avellinese lavora solamente materiali al 100% riciclabili e risulta essere indipendente da combustibili fossili. Sciuker Frames si è impegnata in un progetto di riforestazione di zone urbane. Il primo progetto è già partito a Milano "#Sciuker4Planet".

**ADOZIONE DI POLICY  
AMBIENTALI**

- Tutte le materie prime impiegate nel processo produttivo sono dotate di una certificazione di origine.
- Le materie prime, legno ed alluminio, da soli risultano essere riciclabili al 100% ma durante la fase di lavorazione diventano composti ed il recupero degli scarti ammonta al 70% mentre il restante 30% viene smaltito come da normativa in materia di rifiuti.
- Lo stabilimento è stato progettato all'insegna dell'efficientamento energetico e dispone di 1.368 pannelli fotovoltaici i quali garantiscono l'80% del fabbisogno annuo. IL surplus prodotto viene immesso in rete.
- All'esterno dell'impianto è installata una caldaia che produce energia termica utilizzata per il riscaldamento invernale e per l'acqua calda sanitaria, alimentata con gli sfridi delle lavorazioni del legno ottimizzando la produzione degli scarti.
- Accanto all'impianto è stato collocato un impianto di recupero della polvere.
- Il generatore di calore è provvisto di focolare meccanico ed adduzione meccanica totale dell'aria comburente. È dotato di sistemi di estrazione ceneri automatico e sistema automatico di pulizia dei tubi di fumo mediante aria compressa. Pertanto la Sciuker Frames per la produzione di energia elettrica e la produzione di calore è indipendente da combustibili fossili.
- L'azienda Sciuker ha aderito al progetto di compensazione della CO2 con il progetto #Sciuker4Planet. L'obiettivo di #Sciuker4Planet è neutralizzare 1.000.000 kg di CO2 a partire dal 2018 con la nascita di nuove foreste urbane. La prima foresta Sciuker nasce a Milano Parco Nord dove, in collaborazione con l'ente no profit Rete Clima i cui progetti forestali 2018 e 2019 sono patrocinati dal Ministero dell'Ambiente e della tutela del territorio e del mare, sono stati messi a dimora i primi alberi autoctoni: frassini, querce, ciliegi e altri arbusti, arrivati da vivai della Lombardia.

**ADOZIONE DI POLICY  
SOCIALI**

- L'impegno per il rispetto e la tutela dei diritti umani e degli standard di lavoro è ribadito nel Modello Organizzativo, che si ispirano ai dieci Principi del Global Compact dell'ONU in materia di diritti umani, standard di lavoro, tutela ambientale e lotta alla corruzione e ci si adopera affinché siano pratica corrente all'interno dell'azienda.
- La Società assicura il pieno rispetto delle previsioni legislative in materia di salute e sicurezza sul luogo di lavoro volte a prevenire possibili incidenti e danni alla salute in qualsiasi modo connessi allo svolgimento della prestazione lavorativa. La Società, in conformità alla normativa vigente, nomina un proprio rappresentante responsabile della salute e della sicurezza e dell'implementazione delle misure volte a garantirle. Ad ogni dipendente è assicurata al momento dell'assunzione formazione in tema di salute e sicurezza.
- Tutti i lavoratori - a qualsiasi livello/qualifica appartenenti - godono del diritto legale di costituire e/o aderire alle organizzazioni sindacali per la tutela degli interessi individuali e collettivi. La Società riconosce ampiamente il ruolo dei rappresentanti sindacali dei lavoratori, i quali non sono soggetti ad alcuna forma di discriminazione.

**ADOZIONE DI POLICY  
GOVERNANCE**

- Sciuker Frames Spa ha adottato il sistema di amministrazione e controllo tradizionale, basato sulla presenza del Consiglio di Amministrazione, il Collegio Sindacale, il Revisore dei conti. Caratteristica essenziale di tale sistema è la separazione tra compiti di supervisione strategica e gestione della società, rispetto al controllo sull'amministrazione e alla revisione legale dei conti. Al Consiglio di Amministrazione spettano in via esclusiva la supervisione strategica e la gestione dell'impresa, al Collegio Sindacale il controllo sull'amministrazione. Il quadro complessivo della corporate governance è stato definito tenendo presenti la normativa vigente, anche regolamentare. Il Codice di Condotta adottato elenca i principi che tutti i dipendenti e le terze parti collegate devono rispettare, al fine di garantire elevati standard di condotta professionale e integrità nello svolgimento delle attività effettuate in o per conto di Sciuker Frames Spa.

## Risultati al 30.06.2019

EUR (K)	1H 2018	1H 2019	VAR %
<b>Ricavi di vendita</b>	<b>4.182</b>	<b>6.332</b>	<b>51,41</b>
Stratek	836	1.140	36,27
Isik	1.715	1.583	-7,68
Persiane	84	127	51,41
Skill	1.547	3.483	125,07
Variazione rim. prod. In c.so di lavorazione	406	74	-81,77
Altri ricavi	964	97	-110,06
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>5.552</b>	<b>6.309</b>	<b>13,63</b>
Materiali	1.910	2.265	18,59
%	45,67	35,77	
Servizi	2.473	2.757	11,48
%	59,13	43,54	
Beni di Terzi	90	77	-14,44
%	2,15	1,22	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>1.079</b>	<b>1.408</b>	<b>30,49</b>
%	25,80	22,24	-13,82
Costo del lavoro	240	281	17,08
%	5,74	4,44	
Oneri diversi di gestione	121	94	-22,31
%	2,89	1,48	
<b>EBITDA</b>	<b>718</b>	<b>1.033</b>	<b>43,87</b>
%	17,17	16,31	
Ammortamenti	433	540	24,71
<b>EBIT</b>	<b>285</b>	<b>493</b>	<b>72,98</b>
%	6,81	7,79	
Oneri (Proventi) finanziari	100	157	57,00
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>185</b>	<b>336</b>	<b>81,62</b>
%	4,42	5,31	
Imposte	81	185	128,40
Tax rate (%)	43,78	55,06	
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>104</b>	<b>151</b>	<b>45,19</b>
%	2,49	2,38	
Cash Flow	537	691	28,68
%	12,84	10,91	
PFN	-5.328*	-6.613	

Fonte: Sciuker Frames; (\*) al 31.12.2018

Sciuker Frames ha archiviato i primi sei mesi dell'esercizio corrente con ricavi in crescita del 51,41% rispetto al primo semestre del 2018 (da € 4,2 milioni al 30.06.2018 a € 6,3 milioni). Il risultato ha beneficiato del buon andamento della collezione Skill, destinata al segmento "entry level" il cui fatturato è aumentato del 125,07%. Il prodotto comincia essere percepito quale concorrenziale al PVC. Anche la collezione Stratek (livello Standard) ha registrato una crescita positiva (+36,27%). Le persiane sono salite del 51,41% mentre è risultata in controtendenza la collezione Isik (-7,68%).

L'incremento dei costi operativi (costi per servizi +11,48%; costi per materie prime + 18,59%; costi per il personale +17,08%), in linea con lo sviluppo del business, ha frenato una maggiore crescita del margine operativo lordo (Ebitda) il quale, seppure in aumento del 43,9% rispetto al primo semestre del 2018 (da € 718 migliaia al 30.06.2018 a € 1 milione), ha sofferto una lieve diminuzione della marginalità (sul fatturato) dal precedente 17,17% al 16,31%.

Nonostante ammortamenti in crescita (+24,71%), da € 433 migliaia al 30.06.2018 a € 540 migliaia, il risultato operativo (Ebit) è aumentato del 72,98% (da € 285 migliaia al 30.06.2018 a € 493 migliaia) con un Ros portatosi al 7,79% dei ricavi di vendita dal 6,81%.

Un tax rate al 55,06% dal 43,78% precedente (per maggiori costi non deducibili) ha contribuito a limare la crescita dell'utile netto al 45,19% rispetto al medesimo periodo del precedente esercizio (da € 104 migliaia al 30.06.2018 a € 151 migliaia conseguito nel semestre).

L'indebitamento netto è salito a 6,6 milioni di euro (incluso l'effetto IFRS 16 per 0,6 milioni di euro) contro i 5,3 milioni di euro al 31.12.2018.

**Outlook 2019-2023**
*Old Estimates*

EUR (K)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
<b>Ricavi netti</b>	9.238,00	10.975,00	12.259,00	13.043,00	13.770,00	14.130,00	8,87
Stratek	1.848,00	1.905,00	1.989,00	2.105,00	2.135,00	2.150,00	3,07
Isik	3.788,00	3.980,00	4.150,00	4.338,00	4.485,00	4.550,00	3,73
Persiane	184,00	195,00	205,00	210,00	215,00	220,00	3,64
Skill	3.418,00	3.650,00	3.785,00	3.990,00	4.250,00	4.375,00	5,06
Offline	0,00	350,00	780,00	950,00	1.010,00	1.050,00	31,61
Exo	0,00	895,00	1.350,00	1.450,00	1.675,00	1.785,00	18,84
Variazione rim.prod. In c.so lav.	-680,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Altri ricavi	1.991,00	900,00	900,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	
<b>Valore della produzione</b>	10.549,00	11.875,00	13.159,00	14.043,00	14.770,00	15.130,00	7,48
Materie prime	2.135,00	2.650,00	2.950,00	3.075,00	3.258,00	3.280,00	
%	23,11	24,15	24,06	23,58	23,66	23,21	
Servizi	5.536,00	6.100,00	6.595,00	6.980,00	7.350,00	7.425,00	
%	59,93	55,58	53,80	53,52	53,38	52,55	
Beni di terzi	202,00	220,00	225,00	230,00	230,00	230,00	
%	2,19	2,00	1,84	1,76	1,67	1,63	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	2.676,00	2.905,00	3.389,00	3.758,00	3.932,00	4.195,00	9,41
%	28,97	26,47	27,64	28,81	28,55	29,69	
Costo del lavoro	532,00	605,00	750,00	780,00	805,00	810,00	
%	5,76	5,51	6,12	5,98	5,85	5,73	
Oneri diversi di gestione	279,00	300,00	300,00	350,00	350,00	350,00	
%	3,02	2,73	2,45	2,68	2,54	2,48	
<b>EBITDA</b>	1.865,00	2.000,00	2.339,00	2.628,00	2.777,00	3.035,00	10,23
%	20,19	18,22	19,08	20,15	20,17	21,48	
Ammortamenti	1.076,00	1.244,64	1.173,85	1.092,77	1.023,14	1.025,00	
<b>EBIT</b>	789,00	755,36	1.165,15	1.535,23	1.753,86	2.010,00	20,57
%	8,54	6,88	9,50	11,77	12,74	14,23	
Oneri (Proventi) finanziari	293,00	285,00	280,00	250,00	240,00	230,00	
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	496,00	470,36	885,15	1.285,23	1.513,86	1.780,00	29,12
%	5,37	4,29	7,22	9,85	10,99	12,60	
Imposte	363,00	122,29	300,95	411,27	484,44	569,60	
Tax rate (%)	73,19	26,00	34,00	32,00	32,00	32,00	
<b>RISULTATO NETTO</b>	133,00	348,07	584,20	873,96	1.029,43	1.210,40	55,53
%	1,44	3,17	4,77	3,17	7,48	8,57	
Cash Flow	1.209,00	1.592,71	1.758,05	1.966,73	2.052,56	2.235,40	
%	13,09	14,51	14,34	15,08	14,91	15,82	
PFN	-5.328,00	-4.017,80	-3.544,10	-2.675,88	-2.513,08	-2.606,76	
Equity	7.671	6.034	6.486	7.012	7.457	7.793	
Leverage	69,45	66,58	54,65	38,16	33,70	33,45	

*Fonte: Sciuker Frames; Stime: Banca Finnat*

**Outlook 2019-2023**
*New Estimates*

EUR (K)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
<b>Ricavi netti</b>	9.238,00	11.825,00	13.119,00	15.228,00	17.860,00	19.030,00	15,55
Stratek	1.848,00	1.895,00	1.989,00	2.205,00	2.535,00	2.650,00	7,48
Isik	3.788,00	3.180,00	3.350,00	4.338,00	5.085,00	5.350,00	7,15
Persiane	184,00	255,00	265,00	295,00	305,00	320,00	11,70
Skill	3.418,00	5.250,00	5.585,00	5.990,00	6.950,00	7.475,00	16,94
Offline	0,00	350,00	780,00	950,00	1.310,00	1.450,00	42,67
Exo	0,00	895,00	1.150,00	1.450,00	1.675,00	1.785,00	18,84
Variazione rim.prod. In c.so lav.	-680,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Altri ricavi	1.991,00	300,00	900,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	
<b>Valore della produzione</b>	10.549,00	12.125,00	14.019,00	16.228,00	18.860,00	20.030,00	13,68
Materie prime	2.135,00	2.870,00	3.350,00	3.890,00	4.258,00	4.380,00	
%	23,11	24,27	25,54	25,55	23,84	23,02	
Servizi	5.536,00	6.313,00	6.795,00	7.600,00	8.650,00	8.825,00	
%	59,93	53,39	51,80	49,91	48,43	46,37	
Beni di terzi	202,00	220,00	225,00	402,00	455,00	550,00	
%	2,19	1,86	1,72	2,64	2,55	2,89	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	2.676,00	2.722,00	3.649,00	4.336,00	5.497,00	6.275,00	18,58
%	28,97	23,02	27,81	28,47	30,78	32,97	
Costo del lavoro	532,00	423,00	782,00	923,00	1.060,00	1.100,00	
%	5,76	3,58	5,96	6,06	5,94	5,78	
Oneri diversi di gestione	279,00	330,00	345,00	405,00	435,00	485,00	
%	3,02	2,79	2,63	2,66	2,44	2,55	
<b>EBITDA</b>	1.865,00	1.969,00	2.522,00	3.008,00	4.002,00	4.690,00	20,25
%	20,19	16,65	19,22	19,75	22,41	24,65	
Ammortamenti	1.076,00	1.044,00	1.330,00	1.688,00	1.848,00	1.954,00	
<b>EBIT</b>	789,00	925,00	1.192,00	1.320,00	2.154,00	2.736,00	28,24
%	8,54	7,82	9,09	8,67	12,06	14,38	
Oneri (Proventi) finanziari	-293,00	-240,00	-180,00	-136,00	-180,00	-180,00	
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	496,00	685,00	1.012,00	1.184,00	1.974,00	2.556,00	38,81
%	5,37	5,79	7,71	7,78	11,05	13,43	
Imposte	363,00	57,54	180,14	253,38	501,40	690,12	
Tax rate (%)	73,19	8,40	17,80	21,40	25,40	27,00	
<b>RISULTATO NETTO</b>	133,00	627,46	831,86	930,62	1.472,60	1.865,88	69,59
%	1,44	5,31	6,34	5,31	8,25	9,80	
Cash Flow	1.209,00	1.671,46	2.161,86	2.618,62	3.320,60	3.819,88	
%	13,09	14,13	16,48	17,20	18,59	20,07	
PFN	-5.329,00	-6.284,90	-6.090,27	-4.315,64	-2.393,36	-229,16	
Equity	7.671,00	8.298,87	9.130,73	10.061,36	11.533,96	13.399,84	
Gearing	69,47	75,73	66,70	42,89	20,75	1,71	

Fonte: Sciuker Frames; Stime: Banca Finnat

Sulla base dei risultati semestrali al 30.06.2019, alla luce delle nuove partnership con aziende estere nonché degli sviluppi della clientela in Italia, in particolare del tipo direzionale, abbiamo rivisto al rialzo le nostre aspettative per l'intero quinquennio 2019-2023. Le aspettative tengono anche conto, a partire dal 2020, di un progressivo ingresso nel segmento della grande distribuzione.

Nel periodo previsionale riteniamo che i ricavi netti consolidati possano crescere a un tasso medio annuo pari al 15,55% (rispetto alla nostra precedente stima di un cagr 18/23 pari all'8,87%) portandosi da € 11,8 milioni stimati per il consuntivo 2019 (stima precedente pari a € 11 milioni) a € 19 milioni nel 2023 (stima precedente pari a € 14,13 milioni).

Ci attendiamo una sensibile crescita della nuova collezione Offline, dedicata al segmento lusso, ad un cagr 18/23 pari al 42,67% e della collezione Exo, dedicata al segmento standard, stimata in crescita ad un cagr 18/23 del 18,84%.

Un sensibile incremento della crescita media annua, rispetto alle precedenti stime, dovrebbe interessare la collezione Skill, destinata all'"entry level" con un cagr 18/23 del 16,94% rispetto alla precedente stima di un tasso di crescita del 5,06%.

La collezione è sempre più percepita quale concorrente dei prodotti in PVC ed il mercato riteniamo sarà in grado di premiarla.

Le collezioni Stratek ed Isik dovrebbero poter registrare, anche esse, crescite medie annue 18/23 superiori alle precedenti aspettative, rispettivamente del 7,48% (precedente stima pari al 3,07%) e del 7,15% (precedente stima pari al 3,73%).

In termini di margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo in crescita ad un tasso medio annuo 18/23 del 20,25% (precedente stima del 10,23%), per raggiungere € 4,7 milioni nel 2023 dai € 2 milioni stimati a consuntivo 2019. La marginalità sui ricavi dovrebbe portarsi in aumento dal 16,65% nel 2019 al 24,65% nel 2023.

Nonostante maggiori ammortamenti (l'azienda ha optato sia per il super che per l'iperammortamento), il risultato operativo netto (Ebit) lo stimiamo in crescita a un tasso medio annuo 18/23 del 28,24% (precedente stima cagr 18/23 pari al 20,57%), in grado di raggiungere € 2,7 milioni a fine 2023 da € 925 migliaia a consuntivo 2019, con una redditività operativa (Ros) che dovrebbe salire dal 7,82% del 2019 al 14,38% a fine periodo previsionale.

Un tax rate non particolarmente elevato, principalmente per effetto del super ed iperammortamento, dovrebbe consentire all'utile netto di portarsi a € 1,9 milioni di euro a fine 2023, con un net margin al 9,8%, da € 627 migliaia stimati a fine 2019 per un net margin del 5,31%.

L'indebitamento netto, a € 5,3 milioni al 31.12.2018, lo prevediamo a € 6,3 milioni a consuntivo 2019 ed in grado di portarsi a € 229 migliaia nel 2023.

## Valuation

Ai fini della valutazione, applichiamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2019/2023.

Manteniamo un tasso di crescita perpetua allo 0,5 % e determiniamo un WACC al 9,59%, con un Free Risk Rate all'1,75%, un Coefficiente Beta pari all'unità ed un Market Risk Premium al 10,50%.

La struttura patrimoniale vede un equity al 73% del capitale investito ed un indebitamento medio al 27%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 26,5 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **1,8 euro/azione**.

La nostra raccomandazione permane di Acquisto.

### Cash Flow Model (K €)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	925	1.192	1.320	2.154	2.736
Imposte	58	180	253	501	690
NOPAT	867	1.012	1.067	1.653	2.046
D&A	846	1.182	1.589	1.729	1.819
Capex	870	2.030	200	200	200
CNWC	1.154	222	297	632	853
FOCF	-310	-58	2.159	2.549	3.062

Stime: Banca Finnat

### DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,50
WACC (%)	9,59
Discounted Terminal Value	21.223
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	5.238
Enterprise Value	26.461
Net financial position as of 30/06/2019	-6.613
Equity Value	19.848
Nr. Azioni	10.924.100
<b>Value per share</b>	<b>1,82</b>

Stime: Banca Finnat

### WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,75
Market risk premium	10,50
Beta (x)	1,00
Cost of Equity	12,25
Equity/(Debt+Equity)	0,73
Gross cost of debt	3,00
Tax rate	20
Net cost of debt	2,4
Debt/(Equity+Debt)	0,27
<b>WACC</b>	<b>9,59</b>

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend
---

Date	Rating	Target Price	Market Price
18.04.2019	BUY	1 €	0,61 €
08.10.2018	Buy	2 €	1 €

Key to Investment Rankings ( 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%

Banca Finnat Research Rating Distribution	29/10/2019				
Number of companies covered: 20	BUY	HOLD	REDUCE	SELL	N.R.
Total Equity Research Coverage relating to last rating (%)	65%	10%	0%	0%	25%
Of which Banca Finnat's clients (%)	100%	100%	-	-	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Ricavi netti</b>	9.238	11.825	13.119	15.228	17.860	19.030
<b>Valore della produzione</b>	10.549	12.125	14.019	16.228	18.860	20.030
Materie prime	2.135	2.870	3.350	3.890	4.258	4.380
Servizi	5.536	6.313	6.795	7.600	8.650	8.825
Beni di terzi	202	220	225	402	455	550
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	2.676	2.722	3.649	4.336	5.497	6.275
Costo del lavoro	532	423	782	923	1.060	1.100
Oneri diversi di gestione	279	330	345	405	435	485
<b>EBITDA</b>	1.865	1.969	2.522	3.008	4.002	4.690
Ammortamenti	1.076	1.044	1.330	1.688	1.848	1.954
<b>EBIT</b>	789	925	1.192	1.320	2.154	2.736
Oneri (Proventi) finanziari	293	240	180	136	180	180
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	496	685	1.012	1.184	1.974	2.556
Imposte	363	58	180	253	501	690
Tax-rate (%)	73	8	18	21	25	27
<b>Risultato Netto</b>	133	627	832	931	1.473	1.866
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Totale Patrimonio Netto	7.671	8.299	9.131	10.061	11.534	13.400
PFN	-5.329	-6.285	-6.090	-4.316	-2.393	-229
Capitale Investito Netto	13.000	14.584	15.221	14.377	13.927	13.629
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA margin</b>	20,19	16,65	19,22	19,75	22,41	13,44
<b>EBIT margin</b>	8,54	7,82	9,09	8,67	12,06	39,13
<b>Net margin</b>	1,44	5,31	6,34	5,31	8,25	9,80
<b>ROI</b>	6,07	6,34	7,83	9,18	15,47	20,07
<b>ROE</b>	1,73	7,56	9,11	9,25	12,77	13,92
GROWTH (%)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi netti	-5,79	28,00	10,94	16,08	17,28	6,55
Valore della produzione	-4,57	14,94	15,62	15,76	16,22	6,20
EBITDA	-22,28	5,58	28,09	19,27	33,05	17,19
EBIT	-38,21	17,24	28,86	10,74	63,18	27,02
Net Profit	-80,24	371,77	32,58	11,87	58,24	26,71
Cash Flow	-32,68	38,25	29,34	21,13	26,81	15,04
VALUATION METRICS	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
P/E	107,60	22,81	17,20	15,38	9,72	7,67
P/CF	11,84	8,56	6,62	5,46	4,31	3,75
P/BV	1,87	1,72	1,57	1,42	1,24	1,07
EV/SALES	2,13	1,74	1,56	1,22	0,94	0,76
EV/EBITDA	10,53	10,46	8,09	6,19	4,17	3,10
EV/EBIT	24,89	22,27	17,11	14,11	7,75	5,31

Fonte: Sciuker Frames; Stime: Banca Finnat

BANCA FINNAT S.p.A. E' STATA AUTORIZZATA DALLA BANCA D'ITALIA ALLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO DI CUI AL D.LGS.N.58/1998 ED E' SOTTOPOSTA ALLA SUA VIGILANZA NONCHE' A QUELLA DELLA CONSOB. CIO' PREMESSO, IL PRESENTE DOCUMENTO RIENTRA, PER CONTENUTI E FINALITA', NELL'AMBITO DELLE DISPOSIZIONI FISSATE DAL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2016/958 DEL 9 MARZO 2016 E TIENE CONTO DI QUANTO DISPOSTO DAGLI ARTICOLI 34, 36 E 37 DEL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2017/565.

BANCA FINNAT HA SPECIFICI INTERESSI NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE, PER IL QUALE SVOLGE L'INCARICO DI SPECIALIST; INOLTRE, REDIGE DOCUMENTI DI ANALISI COME QUELLO PRESENTE. PER QUESTE ATTIVITA' ESSA È REMUNERATA. PERTANTO IL DOCUMENTO NON PUO' ESSERE CONSIDERATO COME RICERCA INDIPENDENTE.

L'EMITTENTE NON DETIENE PARTECIPAZIONI NELLA BANCA SUPERIORI AL 5% DEL CAPITALE AZIONARIO TOTALE DI QUEST'ULTIMA.

L'UFFICIO STUDI DELLA BANCA, INQUADRATO NELL'AMBITO DELLA DIREZIONE FINANZA DELLA BANCA CUI RISPONDE DIRETTAMENTE, COSTITUISCE DIPARTIMENTO A SE' STANTE SEPARATO DAL PUNTO DI VISTA ORGANIZZATIVO ED INFORMATICO DAGLI ALTRI UFFICI DELLA BANCA.

NESSUN ANALISTA DELL'UFFICIO STUDI DETIENE O HA DETENUTO NEGLI ULTIMI 12 MESI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DALLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI NÉ SVOLGE RUOLI DI AMMINISTRAZIONE, DIREZIONE O CONSULENZA PER IL SOGGETTO STESSO.

NESSUNA RICOMPENSA DIRETTA E/O INDIRETTA È STATA, NÉ SARA', RICEVUTA DALL'ANALISTA A SEGUITO DELLE OPINIONI ESPRESSE NELL'ANALISI.

LA REMUNERAZIONE DELL'ANALISTA NON DIPENDE DIRETTAMENTE DALLO SPECIFICO SERVIZIO OFFERTO, DALLE COMMISSIONI DI NEGOZIAZIONE NÉ DA ALTRE OPERAZIONI SVOLTE DALLA BANCA O DA SOCIETA' APPARTENENTI ALLO STESSO GRUPPO.

L'ANALISTA HA DICHIARATO DI NON ESSERE A CONOSCENZA DI PERSONE APPARTENENTI ALLA BANCA O AL GRUPPO DELLA BANCA CHE ABBIANO INTERESSI IN CONFLITTO CON UNA VALUTAZIONE OBIETTIVA DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI.

I RESPONSABILI DEI SERVIZI DELLA BANCA CHE POSSONO AVERE INTERESSE AD INFLUENZARE LA VALUTAZIONE DELL' OGGETTO DELL'ANALISI HANNO SOTTOSCRITTO APPOSITA DICHIARAZIONE NELLA QUALE SI OBBLIGANO A NON INTERFERIRE IN ALCUN MODO CON L'ATTIVITA' DI VALUTAZIONE DELL'ANALISTA.

NESSUNA PERSONA DIVERSA DALL'ANALISTA HA AVUTO ACCESSO AI CONTENUTI DELL'ANALISI PRIMA DELLA SUA DIFFUSIONE.LA BANCA VIETA AI PROPRI DIPENDENTI DI:

- i. RICEVERE COMUNQUE INCENTIVI DA PARTE DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI O
- ii. PROMETTERE TRATTAMENTI DI FAVORE NEI CONFRONTI DEL MEDESIMO OGGETTO DELL'ANALISI.

DAL MOMENTO IN CUI L'UFFICIO STUDI INIZIA LA PREDISPOSIZIONE DEL DOCUMENTO E FINO A QUANDO ESSO NON È PUBBLICATA SUL SITO DI BORSA ITALIANA È INOLTRE FATTO DIVIETO A TUTTI I DIPENDENTI DELLA BANCA DI COMPIERE QUALSIASI OPERAZIONE PERSONALE RIGUARDANTE LO STRUMENTO FINANZIARIO OGGETTO DEL DOCUMENTO STESSO.

QUALSIASI OPINIONE, PREVISIONE O STIMA CONTENUTA NEL PRESENTE DOCUMENTO 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.

L'ATTENDIBILITA' DELLE FONTI, ALLA DATA DEL PRESENTE DOCUMENTO, NON RISULTA ESSERE OGGETTO DI ACCERTAMENTI, PROVVEDIMENTI O PUBBLICHE SMENTITE DA PARTE DI AUTORITA' GIUDIZIARIE O DI VIGILANZA.

I MODELLI DI VALUTAZIONE SONO DISPONIBILI PRESSO IL DIPARTIMENTO DI RICERCA ED ANALISI DELLA BANCA.

È PRASSI SOTTOPORRE LA BOZZA DELL'ANALISI EFFETTUATA, SENZA VALUTAZIONE O PREZZO DI RIFERIMENTO, ALLA SOCIETA' OGGETTO DI ANALISI, ESCLUSIVAMENTE AL FINE DI VERIFICARE LA CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE E NON DELLA VALUTAZIONE.

IL PRESENTE DOCUMENTO È ESCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO UNA PROPOSTA DI CONCLUSIONE DI CONTRATTO, NÉ UN'OFFERTA AL PUBBLICO DI PRODOTTI FINANZIARI, NE' UN CONSIGLIO O UNA RACCOMANDAZIONE PERSONALIZZATA DI ACQUISTO O VENDITA DI UN QUALSIASI PRODOTTO FINANZIARIO.

LA RIPRODUZIONE, ANCHE PARZIALE, DI QUESTO DOCUMENTO È CONSENTITA PREVIA CITAZIONE DELLA FONTE. IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI, DISTRIBUITI O COMUNQUE UTILIZZATI NEGLI USA O DA PERSONA STATUNITENSE, NÉ IN CANADA, AUSTRALIA, GIAPPONE O DA ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE.

LA DISTRIBUZIONE DEL PRESENTE DOCUMENTO IN ALTRI STATI POTRA' ESSERE OGGETTO DI RESTRIZIONI NORMATIVE E LE PERSONE CHE SIANO IN POSSESSO DEL PRESENTE DOCUMENTO DOVRANNO INFORMARSI SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

CON L'ACCETTAZIONE DELLA PRESENTE ANALISI FINANZIARIA SI ACCETTA DI ESSERE VINCOLATI DALLE RESTRIZIONI SOPRA ILLUSTRATE.

BANCA FINNAT EURAMERICA S.p.A.  
Palazzo Altieri - Piazza del Gesù, 49 - 00186 - Roma  
Tel (+39) 06 69933.1 - Fax (+39) 06 6784950  
www.bancafinnat.it - [banca@finnat.it](mailto:banca@finnat.it)  
Capitale Sociale: Euro 72.576.000,00 i.v.  
ABI 3087.4

R.E.A. n. 444286 - P.IVA n. 00856091004  
C.F. e Reg. Imprese di Roma n. 00168220069  
Iscritta all'albo delle banche - Capogruppo del gruppo bancario  
Banca Finnat Euramerica, iscritta all'albo dei gruppi bancari  
Aderente al fondo interbancario di tutela dei depositi