

RACCOMANDAZIONE
Buy (da Buy)
Target Price
€ 6,5 (da €4,0)
Prezzo al 21/04/2022
€ 3,26

(price at market close)

SIF Italia S.p.A.

Settore: Real Estate
Codice di negoziazione Bloomberg: SIF MI
Mercato: Euronext Growth Milan
Capitalizzazione di Borsa: 23.010.710 €
Numero di azioni: 7.058.500
Patrimonio netto al 31.12.2021: 7.467.687 €
Outstanding warrants (1:4): 1.058.500
Data ed ora di produzione:
22.04.2022 ore 9.30
Data ed ora di prima diffusione:
22.04.2022 ore 11:00
Ufficio Ricerca ed Analisi

Gian Franco Traverso Guicciardi (AI AF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

Claudio Napoli

Tel. +39 0669933.292

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

Un condominio a passo con i tempi

- SIF Italia risulta essere attiva, a livello nazionale, da molti anni, nell'amministrazione condominiale e, in via residuale, si propone anche quale *property manager*.
- Oggi giorno si rende necessaria una formazione sempre più specifica ed un approccio manageriale per il moderno amministratore di condominio.
- SIF è attiva anche nel settore energetico attraverso la partnership con Powerpoint City Car Srl offrendo ai propri condomini anche la vendita di energia elettrica e la ricarica via *wallbox* per macchine elettriche.
- L'Ecobonus 110% e altri interventi di riqualificazione edilizia, anche alla luce delle nuove necessità abitative post pandemiche, dovrebbero generare un impatto positivo sull'attività.
- Il mercato dell'amministrazione condominiale si presenta ancora molto frammentato e SIF intende presentarsi quale aggregatore per il settore. Il Gruppo vanta già un'esperienza non indifferente nell'attività di M&A.
- Sul periodo previsionale 2022-2025 stimiamo una crescita media annua dei ricavi delle vendite e prestazioni pari al 14,72%. Il Margine Operativo Lordo (Ebitda), previsto a €3,6 milioni a consuntivo 2022, dovrebbe riuscire a portarsi a €4,8 milioni a fine 2025 con un cagr 2021/2025 pari al 16,93%. Il Risultato Operativo Netto (Ebit) dovrebbe poter raggiungere €4,4 milioni a fine piano da €3,1 milioni previsti a consuntivo 2022. L'utile netto di Gruppo raggiungere €2,2 milioni al 31.12.2022 per portarsi a €3 milioni a consuntivo 2025.

Anno al 31/12 (Eur K)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Valore della produzione	7.035	9.034	10.395	11.123	11.870
Valore Aggiunto	5.153	6.760	7.653	8.038	8.572
EBITDA	2.590	3.595	4.235	4.460	4.842
EBIT	2.054	3.120	3.770	4.055	4.451
Utile netto	1.523	2.184	2.630	2.825	3.086
Cash-flow	2.065	2.664	3.105	3.245	3.497
Pfn	3.011	4.922	6.025	6.961	7.488
Equity	7.434	9.618	10.725	11.366	11.822

Fonte: SIF Italia; stime Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

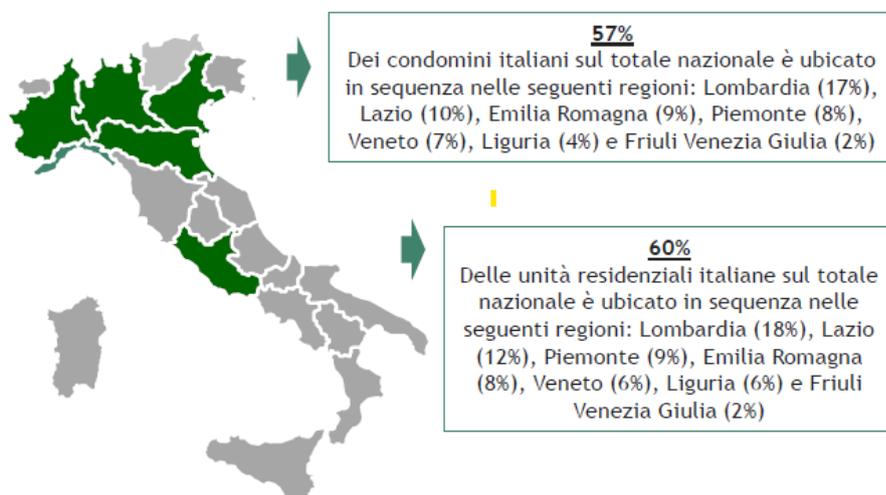
SIF Italia, nata nel 1986, è specializzata, a livello nazionale, nell'amministrazione condominiale. L'attività di *property management* è prevista, per il momento, ancora marginale.

Il Gruppo dispone anche di un *know how* specifico nell'amministrazione e gestione di centrali termiche (ad oggi, il Gruppo amministra e gestisce 12 centrali termiche).

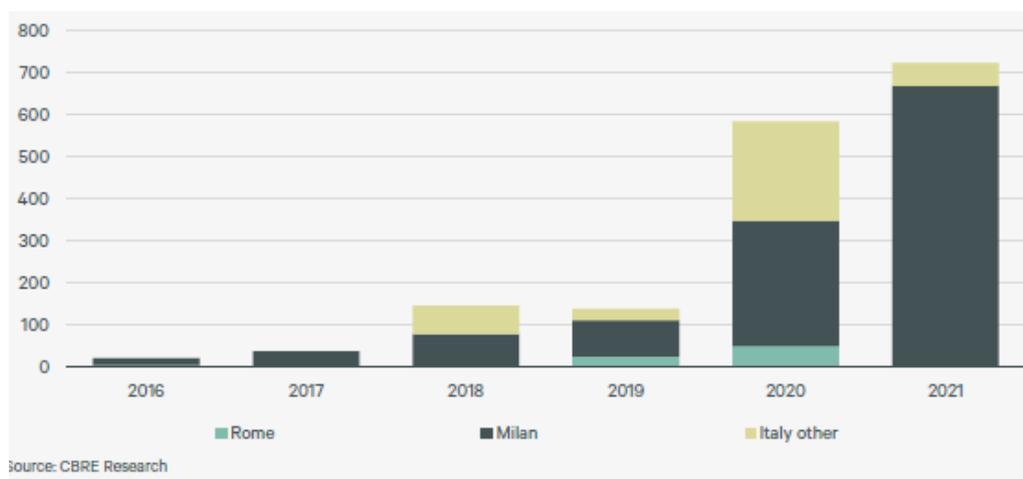
SIF è attualmente presente in 7 regioni italiane (con 14 filiali): Lombardia, Piemonte, Emilia-Romagna, Veneto, Friuli-Venezia Giulia, Lazio e Liguria, con oltre 82 mila unità abitative.

Le unità immobiliari servite sono ubicate per circa l'89% a Milano e provincia e per l'11% a Roma.

Distribuzione geografica dei condomini/unità residenziali



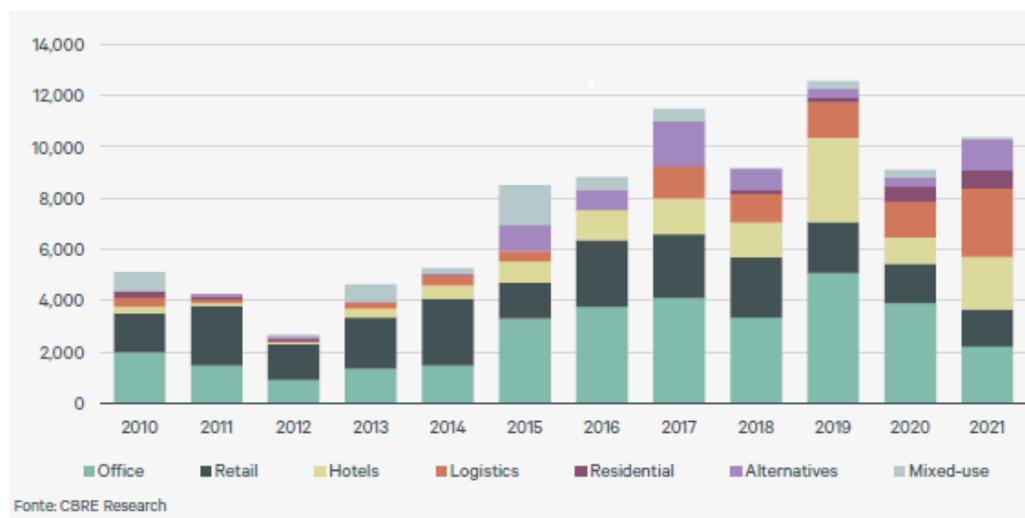
Fonte: SIF Italia



Fonte: CBRE Research Market Outlook 2022- Italy Real Estate

Gli investimenti complessivi nel settore immobiliare hanno registrato, nel 2021, in Italia, un incremento del 14% rispetto al 2020 con investimenti, destinati,

peculiarmente, allo sviluppo immobiliare “residenziale” in crescita del 24% (con Milano al 1° posto).



Fonte: CBRE Research Market Outlook 2022- Italy Real Estate

La pandemia ha anche portato nuove tendenze nel settore residenziale. La casa sta diventando maggiormente polifunzionale, con necessità di maggiore spazio per lo *smart working*, nonché di ulteriore spazio esterno. Tra i nuovi *trend* evidenziamo anche i servizi condominiali quali *box locker*, palestra e sale polifunzionali.

La buona tenuta dei fondamentali del mercato residenziale e l’emergere di nuove tendenze hanno rafforzato l’interesse degli investitori non solo a livello nazionale ma anche europeo.

L’interesse è rivolto soprattutto al *Development* ma anche verso il comparto *multi-family* (si tratta di complessi immobiliari che comprendono diverse abitazioni sotto un unico tetto: si chiamano *duplex* o *triplex* se parliamo di due o tre appartamenti collegati, o *multi-family* se parliamo di più di quattro appartamenti). Anche lo “*student housing*” continua a attirare investimenti, in un orizzonte temporale più ampio.

Il mercato dell’amministrazione condominiale appare tuttora molto frammentato ma ci si attende una crescente aggregazione tra gli operatori. In futuro questo mercato dovrebbe essere caratterizzato da pochi grandi studi e grandi società di gestione. SIF Italia intende proporsi quale aggregatore su questo particolare mercato.

È in atto un cambio di mentalità tra gli amministratori condominiali i quali dovranno essere sempre più caratterizzati da una formazione adeguata e da un approccio manageriale contro il tradizionale approccio “artigianale”. A ciò si aggiunge una sempre più stringente regolamentazione della materia ed un maggiore utilizzo delle moderne tecnologie.

Il condominio sta diventando sempre più digitalizzato, anche grazie a delle bacheche interattive, impianti di rilevazione tramite sensori domotici, capaci di rilevare fuoriuscite di liquidi, incendi, terremoti, danneggiamenti o condizioni di pericolo. Questo innovativo metodo consente alle amministrazioni condominiali di intervenire (o avvisare i condomini) tempestivamente. La bacheca “moderna” funge da collettore dei segnali emessi dai singoli sensori trasmessi ad una centrale attiva h24.

Il futuro amministratore condominiale dovrà fronteggiare le nuove tendenze “*green*” per gli edifici, il risparmio energetico e la sicurezza.

In seguito alla pandemia hanno acquistato una maggiore importanza anche gli spazi diversamente fruibili, sia interni che esterni ed i servizi di utilizzo comune.

Il *know how* acquisito nel corso degli anni nell’ambito dell’attività di amministrazione condominiale consente a SIF di proporsi (per il momento ancora in modo marginale) anche quale property manager.

Attività e Strategie

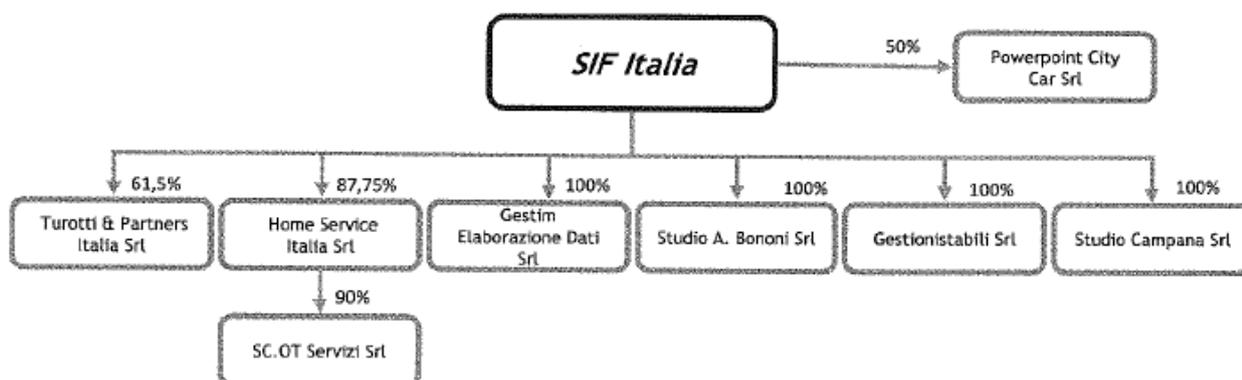
SIF Italia, nata nel 1986, è specializzata, a livello nazionale, nell'amministrazione condominiale. L'attività di *property management* è prevista, per il momento, ancora marginale.

Il Gruppo dispone anche di un *know how* specifico nell'amministrazione e gestione di centrali termiche (ad oggi, il Gruppo amministra e gestisce 12 centrali termiche).

Attraverso Powerpoint City Car è anche attiva nella vendita di energia elettrica ai propri condomini ed installa "Wallbox" nei rispettivi garage per la ricarica delle auto elettriche.

Il Gruppo vanta, inoltre, una lunga esperienza nell'attività di M&A che, a partire dal 2015, ha portato all'acquisizione di piccole realtà attive nell'amministrazione condominiale.

La struttura del Gruppo



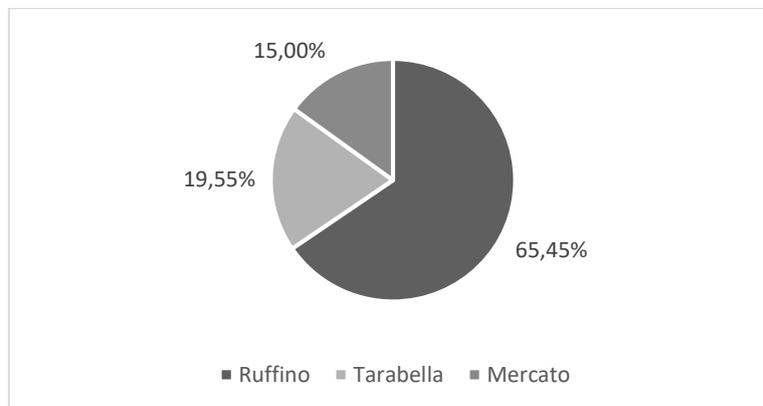
Fonte: SIF Italia

- **Turotti & Partners Italia S.r.l.:** detenuta al 61,5%; è attiva su Chiari e Brescia con target classe media. La società è stata consolidata con il metodo integrale.
- **Home Service Italia S.r.l.:** detenuta all'87,78%; la società nasce a dicembre 2015; è attiva nell'amministrazione di condomini e gestione di beni immobili per conto terzi, a Roma, con target classe media; è stata consolidata integralmente. Nel 2019 acquista il 90% di **SCOT Servizi S.r.l.**, attiva su Reggio Emilia con target edilizia residenziale della classe media. Consolidata integralmente.
- **Gestim Elaborazione Dati S.r.l.:** detenuta al 100%; target seconde case, operante sul Lago Maggiore.
- **Studio A. Bononi S.r.l.:** detenuta a 100%; attiva a Milano con target classe media.
- **Gestionistabili S.r.l.:** detenuta al 100%; operante a Trieste con target sia di classe media che alta.
- **Studio Campana S.r.l.:** acquisita a gennaio 2022; detenuta al 100%; amministrazione condominiale, territorio del Comune di Milano.

- **Powerpoint City Car S.r.l.:** detenuta al 50%; la società è attiva nell'installazione di colonnine elettriche, non solo nei condomini amministrati ma anche in città. A questa attività si aggiunge anche la vendita di energia elettrica ai condomini, a partire da febbraio 2021. L'energia viene acquistata da diversi operatori al "city gate" (impianto di distribuzione, cioè un punto di consegna virtuale all'ingresso della città), a Milano. La società è stata consolidata con il metodo del patrimonio netto.

Il capitale sociale ammonta a €3.529.250 e risulta essere suddiviso in n.7.058.500 azioni ordinarie.

Il 65,45% del capitale sociale è detenuto da Luca Ruffino, seguito da Cinzia Tarabella con il 19,55%. Il restante 15% è costituito da flottante sul mercato.



Fonte: SIF Italia

Gli outstanding warrants ("Warrant SIF Italia S.p.A. 2021 - 2024"), emessi in sede di IPO, ammontano a n. 1.058.500. Per il loro esercizio, nel rapporto 1:4 (n. 1 Azione di Compendio per ogni n. 4 Warrant esercitati), sono previsti tre periodi di riferimento:

- Primo periodo di esercizio: compreso tra il 10 ed il 21 ottobre 2022 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione di compendio pari a 2,86 euro.
- Secondo periodo di esercizio: compreso tra il 9 ed il 20 ottobre 2023 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione di compendio pari a 3,15 euro.
- Terzo periodo di esercizio: compreso tra il 7 ed il 18 ottobre 2024 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione di compendio pari a 3,46 euro.

Linee di business

SIF è attiva ormai da molti anni nell'amministrazione condominiale. A livello marginale opera, altresì, in qualità di *property manager*. Trattasi di due figure professionali con compiti molto simili. Entrare con l'esperienza dell'amministrazione condominiale nel settore del *property management* dovrebbe risultare un processo agevole.

La figura dell'amministratore di condominio è definita dal Codice Civile agli artt. 1129 e seguenti, come il soggetto (persona fisica o giuridica) deputato alla conduzione dell'edificio limitatamente alle parti comuni, alla vigilanza sulla loro manutenzione e integrità, alla erogazione delle spese occorrenti al mantenimento dei servizi comuni ed alla osservanza delle norme stabilite dal regolamento di condominio. La nomina dell'amministratore di condominio è obbligatoria quando nello stabile viene accertata la presenza di più di 8 condomini.

Il *property manager*, invece, è una società o altra figura professionale che gestisce proprietà immobiliari per conto della proprietà allo scopo di tutelare ed accrescere il valore del patrimonio immobiliare.

Il *core business* di SIF, ad oggi, risulta essere l'attività di amministrazione condominiale e solo in via residuale il *property management*.

I servizi offerti da SIF includono i principali servizi dell'amministrazione di condominio tra i quali la contabilità (ivi incluso il bilancio di gestione, la gestione di interventi tecnici e di manutenzione nonché la gestione di pratiche legali, assicurative e fiscali).

Il Gruppo SIF fornisce la propria assistenza con riferimento alle seguenti attività di gestione e amministrazione di servizi forniti da terzi al condominio: (i) attività catastale e computi metrici estimativi; (ii) gestione nella sostituzione e rinnovamento degli impianti; (iii) certificazione e riqualificazione energetica; (iv) studi e certificazioni in tema di prevenzione incendi.

SIF presenta un'alta percentuale di rinnovo del mandato.

Il settore dovrebbe poter beneficiare dell'Ecobonus 110%, in particolare negli esercizi 2022 e 2023, che incrementa le opportunità di riqualificazione edilizia. Inoltre, la pandemia ha contribuito alla creazione di un nuovo concetto di abitazione; in tale nuovo contesto nascono nuove opportunità per ulteriori interventi di ristrutturazione e riqualificazione.

Da ultimo, il Gruppo si occupa anche della gestione tecnica ed amministrativa di complessi immobiliari per conto della proprietà, allo scopo di preservarne ed incrementarne il valore mediante la fornitura di servizi di *property & asset management*.

Tali servizi, effettuati dalla Società sia tramite la propria organizzazione ed i propri dipendenti, sia mediante collaboratori esterni, prevedono lo svolgimento sia di attività di *building management* sia di coordinamento delle attività di *facility* la cui realizzazione viene affidata a fornitori terzi esterni al Gruppo.

In particolare, il Gruppo svolge le seguenti attività di *property* ed *asset management*:

- Analisi documentazione e contratti manutenzione immobile
- Redazione report manutenzione impianti
- Assistenza tecnica operativa sull'immobile
- Assistenza amministrativa dell'immobile
- Supporto operativo amministratori
- Assistenza acquisizioni e locazioni

Le attività svolte dal *property manager* sono volte a garantire che l'immobile gestito generi una rendita per il proprietario.

Strategie di crescita

1. Incremento unità immobiliari
 - Crescita organica: incremento del numero delle unità immobiliari in gestione.
 - Integrazione con studi di amministrazione di piccole e medie dimensioni in un settore caratterizzato da un'elevata frammentazione.

2. Penetrazione nel mercato del "*property & asset management*"
 - Crescita organica: maggiore penetrazione nel mercato mediante accreditamento presso grandi investitori istituzionali (banche, SGR ed assicurazioni) per la gestione di grandi *building*.
 - Crescita esterna: aumento dimensionale tramite operazioni straordinarie (*i.e.* acquisizione di rami di azienda dei principali *player* del mercato).

Competitors

Tra i principali competitors, in Italia, evidenziamo Unicasa, Estia ed il Gruppo Gabetti.

SWOT Analysis

- **Strenghts**

- Management con profonda conoscenza del settore.
- Società attiva da oltre 30 anni sul mercato.
- Flussi di cassa costanti grazie alle unità immobiliari in gestione.
- *Know how* nell'amministrazione e gestione di centrali termiche.
- Certificazione di qualità ISO 9001 nella gestione dei grandi patrimoni immobiliari.
- Ottimo *know how* tecnologico.
- Lunga esperienza nella certificazione e riqualificazione energetica.
- Offerta integrata di servizi anche attraverso il ricorso a fornitori terzi: amministrativi, tecnici, legali e fiscali e *call center* a disposizione degli utenti.

- **Weaknesses**

- Il *property management* si posiziona a valle della catena del valore dei servizi immobiliari, caratterizzato da una redditività inferiore rispetto ad altri servizi Real Estate.
- Il Gruppo non dispone di una piattaforma digitale proprietaria per la gestione diretta ed immediata dei condomini.
- Catena di controllo del Gruppo non ancora molto efficiente.

- **Opportunities**

- Mercato molto frammentato.
- Crescente digitalizzazione ed approccio manageriale nel settore.
- Crescere nel *property management* grazie alla consolidata esperienza nell'amministrazione condominiale.
- Distribuzione di energia elettrica ai condomini.
- Ricarica *wallbox*.
- Ecobonus 110%.

- **Threats**

- Recessione profonda.

Risultati al 31.12.2021

EUR (€k)	FY 2020*	FY 2021	Var%	FY 2021E
Ricavi delle vendite e prestazioni	5.302	6.767	27,62	6.910
Amministrazione di immobili in condominio	5.208	6.556	25,89	6.706
Property management	94	210	122,65	204
Incremento immobilizzazioni per lavori interni	-	117	-	-
Altri ricavi e proventi	153	151	-	123
Valore della produzione	5.455	7.035	28,96	7.033
Materie prime	86	104	21,56	91
%	1,61	1,54	-	1,32
Servizi	1.355	1.393	2,77	1.555
%	25,56	20,58	-	22,50
Godimento di beni di terzi	303	385	27,28	377
%	5,71	5,70	-	5,46
Valore Aggiunto	3.712	5.153	38,84	5.010
%	70,00	76,15	-	72,50
Personale	2.067	2.429	17,54	2.464
%	38,98	35,90	-	35,66
Oneri diversi di gestione	277	134	-51,68	194
%	5,23	1,98	-	2,81
Totale costi	4.087	4.445	8,75	4.681
%	77,09	65,69	-	67,74
Ebitda	1.368	2.590	89,36	2.352
%	25,80	38,28	-	34,04
Ammortamenti	368	535	45,5	355
Accantonamenti	11	1	-	20
Svalutazioni	12	-	-	-
Ebit	978	2.054	110,01	1.977
%	18,45	30,35	-	28,61
Oneri finanziari	-8	37	-	14
Rettifiche valore attività finanziarie	36	-	-	-
Risultato ante imposte	1.006	2.091	108,44	1.991
%	18	30,90	-	29
Imposte	381	562	47,50	593
Tax rate	38	27	-	30
Risultato d'esercizio	625	1.528	144,90	1.398
Minoranze	3	5	-	26
Risultato di Gruppo	622	1.523	144,90	1.372
%	11,73	22,51	-	19,86
Patrimonio netto consolidato	2.968	7.511	152,02	7.257
Minoranze	58	77	32,76	84
Patrimonio di Gruppo	2.909	7.434	155,80	7.173
PFN	-589	3.011	614,77	3.700
Roe	20,96	20,28	-3,24	18,91

Fonte: SIF Italia (*) i dati sono pro-forma; stime: Banca Finnat

SIF Italia ha chiuso l'esercizio 2021 con un valore della produzione consolidato pari a €7,035 milioni, in rialzo del 29% rispetto ai €5,455 milioni del 2020 e pressoché in linea con le nostre attese (€7,33 milioni).

Il dato ha beneficiato del buon andamento del segmento "core", l'amministrazione condominiale (+25,89%), grazie ad un incremento organico delle unità gestite.

Il nuovo segmento, il property management, ha segnato un aumento del 122,65% anche se di peso ancora marginale.

Costi inferiori del 5% rispetto a quanto preventivato hanno consentito al Margine Operativo Lordo (Ebitda) di poter segnare, a consuntivo 2021, rispetto al 31.12.2020, una crescita pari all'89,36% raggiungendo €2,59 milioni dai precedenti €1,368 milioni e leggermente superiore alle nostre attese (€2,352 milioni).

Nonostante ammortamenti in rialzo (+45,5%), principalmente a causa della capitalizzazione dei costi di quotazione, il Risultato Operativo netto (Ebit) si è attestato a €2,054 milioni contro €0,978 milioni al 31.12.2020 (+110%) ed a fronte di €1,977 milioni da noi stimati.

Un minore tax rate (27%) rispetto all'esercizio 2020 (38% a causa di maggiori costi fiscalmente non deducibili) e rispetto a quanto da noi stimato (30%) ha consentito al Gruppo di chiudere il 2021 con un utile netto consolidato pari a €1,523 milioni (+145%) rispetto a €0,622 milioni del 2020 e superiore rispetto alle nostre attese di €1,372 milioni.

Il Patrimonio Netto si è attestato a €7,434 milioni da €2,909 milioni al 31.12.2020 con una Posizione Finanziaria Netta positiva per €3,011 milioni a fronte di un indebitamento netto per €589 migliaia al 31.12.20. Entrambe hanno beneficiato della raccolta in sede di quotazione pari a €2,752 milioni.

Outlook 2022-2025

Old estimates

EUR (K)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	CAGR 20/24
Ricavi delle vendite e prestazioni	5.302	6.910	7.795	8.511	8.936	13,94%
Amministrazione di immobili in condominio	5.208	6.706	7.591	7.761	7.936	11,11%
Property Management	94	204	204	750	1.000	80,45%
Altri proventi	153	123	120	120	120	
VALORE DELLA PRODUZIONE	5.455	7.033	7.915	8.631	9.056	13,51%
Costi materie prime	86	91	102	111	117	8,12%
%	2	1	1	1	1	
Servizi	1.355	1.555	1.253	1.293	1.317	-0,71%
%	26	23	16	15	15	
Beni di terzi	303	377	381	384	388	6,39%
%	6	5	5	5	4	
VALORE AGGIUNTO	3.712	5.010	6.179	6.843	7.234	18,16%
%	70	73	79	80	81	
Costo del lavoro	2.067	2.464	2.956	3.206	3.363	12,95%
%	39	36	38	38	38	
Oneri diversi di gestione	277	194	209	212	215	-6,16%
%	5	3	3	2	2	
EBITDA	1.368	2.352	3.014	3.425	3.656	27,86%
%	26	34	39	40	41	
Ammortamenti	368	355	354	344	336	
Accantonamenti	11	20	20	20	20	
EBIT	978	1.977	2.640	3.061	3.300	35,53%
%	18	29	34	36	37	
Oneri (Proventi) finanziari	-8	14	10	27	33	
UTILE ANTE IMPOSTE	1.006	1.991	2.650	3.088	3.333	34,92%
%	19	29	34	36	37	
Imposte	-381	-593	-769	-878	-944	
Tax rate (%)	-38	-30	-29	-28	-28	
RISULTATO NETTO	625	1.398	1.881	2.210	2.389	39,81%
Minorities	3	26	28	28	30	
Risultato netto di Gruppo	622	1.372	1.853	2.182	2.359	39,55%
%	12	20	24	26	26	
Cash Flow	1.015	1.773	2.255	2.574	2.745	28,24%
%	19	25	28	30	30	
PFN	589	3.700	5.752	8.134	10.833	
Equity	2.909	7.173	9.033	11.217	13.581	
CIN	2.379	3.557	3.393	3.223	2.919	
NWC	-259	431	537	724	808	
Capex	0	0	0	0	0	
ROI	41	56	78	95	113	
ROE	21	19	20	19	17	

Fonte: SIF Italia; Stime: Banca Finnat

New estimates

EUR (K)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR 21/25
Ricavi delle vendite e prestazioni	6.767	8.884	10.245	10.973	11.720	14,72%
Amministrazione di immobili in condominio	6.556	7.634	8.545	9.473	10.420	12,28%
Ecobonus	0	1.000	1.000	500	200	
Property Management	210	250	700	1.000	1.100	51,22%
Altri proventi	151	150	150	150	150	
VALORE DELLA PRODUZIONE	7.035	9.034	10.395	11.123	11.870	13,97%
Costi materie prime	104	140	165	180	210	19,19%
%	2	2	2	2	2	
Servizi	1.393	1.753	2.193	2.517	2.700	18,00%
%	21	20	21	23	23	
Beni di terzi	385	381	384	388	388	0,16%
%	6	4	4	4	3	
VALORE AGGIUNTO	5.153	6.760	7.653	8.038	8.572	13,57%
%	76	76	75	73	73	
Costo del lavoro	2.429	2.956	3.206	3.363	3.480	9,41%
%	36	33	31	31	30	
Oneri diversi di gestione	134	209	212	215	250	16,88%
%	2	2	2	2	2	
EBITDA	2.590	3.595	4.235	4.460	4.842	16,93%
%	38	40	41	41	41	
Ammortamenti	535	455	445	385	371	
Accantonamenti	0	20	20	20	20	
EBIT	2.054	3.120	3.770	4.055	4.451	21,33%
%	30	35	37	37	38	
Oneri (Proventi) finanziari	-20	-13	-18	-18	-13	
UTILE ANTE IMPOSTE	2.091	3.127	3.772	4.057	4.438	20,70%
%	31	35	37	37	38	
Imposte	-562	-938	-1.132	-1.217	-1.331	
Tax rate (%)	-27	-30	-30	-30	-30	
RISULTATO NETTO	1.528	2.189	2.640	2.840	3.106	19,40%
Minorities	5	5	10	15	20	
Risultato netto di Gruppo	1.523	2.184	2.630	2.825	3.086	19,31%
%	23	25	26	26	26	
Cash Flow	2.065	2.664	3.105	3.245	3.497	14,09%
%	29	29	30	29	29	
PFN	3.011	4.922	6.025	6.961	7.488	
Equity	7.434	9.618	10.725	11.366	11.822	
CIN	4.501	4.782	4.786	4.503	4.444	
NWC	1.327	2.181	2.690	2.911	3.244	
Capex	0	50	50	50	50	
ROI	46	65	79	90	100	
ROE	20	23	24	25	26	

Fonte: SIF Italia; Stime: Banca Finnat

In merito alle nostre stime previsionali sul periodo 2022/2025, ci attendiamo ricavi delle vendite e delle prestazioni che da €8,9 milioni da noi stimati a consuntivo 2022 possano raggiungere gli €11,7 milioni a fine 2025 per una crescita composta media annua (CAGR 21/25) pari al 14,72%.

I ricavi da amministrazione di immobili in condominio, principale fonte di ricavo del Gruppo, dovrebbero poter salire da €7,6 milioni previsti a fine 2022, pressoché in linea con le nostre stime precedenti, a €10,4 milioni a fine 2025, pari ad un CAGR del 12,28%.

I principali driver di tale crescita sono rappresentati dall'acquisizione di nuovi mandati di amministrazione condominiale e rinnovo di precedenti mandati. Inoltre, abbiamo tenuto conto di un aumento progressivo delle fee medie.

Rispetto al piano precedente abbiamo ora anche tenuto conto di ricavi derivanti dai lavori eseguiti nell'ambito dell'Ecobonus 110%, stimando un ricavo non ricorrente pari a €1 milione nel 2022 e, a causa del probabile "fade out" del provvedimento, in progressivo calo a €200 migliaia a fine piano.

Ancora marginale, come detto, la seconda area di business, il property management, che dovrebbe registrare una crescita da €250 migliaia a consuntivo 2022 a €1,1 milione a fine periodo previsionale. I ricavi da Property Management sono prudenzialmente stimati ancora a valori esigui in attesa dell'esito di alcune gare alle quali il Gruppo ha partecipato.

Il Margine Operativo Lordo (Ebitda) dovrebbe essere in grado di portarsi da €3,6 milioni a fine 2022 (€3 milioni attesi in precedenza) a €4,8 milioni a fine 2025 (per una crescita composta media annua 21/25 pari al 16,93%) ed una marginalità in crescita dal 40% al 41% al 31.12.2025.

Il Risultato Operativo Netto (Ebit) lo stimiamo anch'esso in crescita da €3,1 milioni a consuntivo 2022 rispetto alla nostra precedente stima pari a €2,6 milioni a €4,4 milioni a fine piano per un CAGR pari al 21,33% ed un Ros in miglioramento dal 34% al 37% durante il periodo previsionale.

In termini di risultato netto di Gruppo, lo stimiamo pari a €2,1 milioni con un net margin al 24% (€1,9 milioni da noi attesi in precedenza) per fine 2022 per giungere a €3 milioni con un net margin al 26% al 31.12.2025.

Nel periodo 2021-2025 prevediamo che il Gruppo possa passare da una Posizione Finanziaria Netta positiva pari a €3 milioni stimata al 31.12.2021 a €5,7 milioni di euro a fine 2025 mentre il Patrimonio Netto di Gruppo è da noi previsto a €11,7 milioni a fine 2025 da €7,4 milioni a consuntivo 2021.

Valuation

Ai fini della valutazione abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2022/2025. L'incremento della valorizzazione apportata al titolo, rispetto alla nostra precedente valutazione, risente principalmente di un costo medio ponderato del capitale (Wacc) abbassato dal precedente 10,75% al 7,56%.

Nel merito abbiamo applicato un Coefficiente Beta pari allo 0,57 (Fonte: Salvidio & Partners – media su cinque anni dei Beta Unlevered del settore Real Estate “servizi per il mercato immobiliare” nell’Unione Europea) rispetto al precedente Beta pari all’unità; abbiamo alzato al 2% (dal precedente 1%) il Free Risk Rate mentre abbiamo mantenuto invariato al 9,75% il Market Risk Premium. Il tasso di crescita perpetua è stato anch’esso mantenuto allo 0,5%.

Abbiamo ottenuto un Enterprise Value pari a €42,8 milioni ed un valore ad Equity pari a **6,5 Euro/azione**.

La nostra raccomandazione permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	3.120	3.770	4.055	4.451
Tax rate (%)	30	30	30	30
NOPAT	2.184	2.639	2.839	3.115
D&A	475	465	405	391
Capex	50	50	50	50
CNWC	854	509	221	333
FOCF	1.754	2.545	2.973	3.123

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	7,56
Discounted Terminal Value	34.011
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	8.757
Enterprise Value	42.768
Net financial position as of 31/12/2021	3.011
Equity Value	45.779
Nr. of shares (x)	7.058.500
Value per share	6,49

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	2
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,57
Cost of Equity	
WACC	7,56

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E	21,01	17,44	16,24	14,87
P/BV	4,73	4,24	4,00	3,85
EV/SALES	4,61	3,89	3,55	3,28
EV/EBITDA	11,39	9,41	8,73	7,93
EV/EBIT	13,13	10,57	9,60	8,63

Stime: Banca Finnat
Raccomandazioni emesse sul titolo SIF Italia nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
16.12.2021	Buy	4,0 €	2,6 €

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

BUY: se il target price è almeno del 15% più elevato del prezzo corrente di mercato

HOLD: se il target price è compreso nel range +/-15% rispetto al prezzo corrente di mercato

SELL: se il target price è almeno del 15% più basso del prezzo corrente di mercato

NO RATING: mancanza di basi fondamentali sufficienti per formulare una raccomandazione e/o un target price

Banca Finnat Research Rating Distribution
31/03/2022

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 29	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	83%	14%	0%	3%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi delle vendite e prestazioni	6.767	8.884	10.245	10.973	11.720
Amministrazione di immobili in condominio	6.556	7.634	8.545	9.473	10.420
Ecobonus	0	1.000	1.000	500	200
Property Management	210	250	700	1.000	1.100
Altri proventi	151	150	150	150	150
VALORE DELLA PRODUZIONE	7.035	9.034	10.395	11.123	11.870
Costi materie prime	104	140	165	180	210
Servizi	1.393	1.753	2.193	2.517	2.700
Beni di terzi	385	381	384	388	388
VALORE AGGIUNTO	5.153	6.760	7.653	8.038	8.572
Costo del lavoro	2.429	2.956	3.206	3.363	3.480
Oneri diversi di gestione	134	209	212	215	250
EBITDA	2.590	3.595	4.235	4.460	4.842
Ammortamenti	535	455	445	385	371
Accantonamenti	0	20	20	20	20
EBIT	2.054	3.120	3.770	4.055	4.451
Oneri (Proventi) finanziari	20	13	18	18	13
UTILE ANTE IMPOSTE	2.091	3.127	3.772	4.057	4.438
Imposte	562	938	1.132	1.217	1.331
Tax-rate (%)	27	30	30	30	30
Risultato Netto	1.528	2.189	2.640	2.840	3.106
Minoranze	5	5	10	15	20
Risultato netto di Gruppo	1.523	2.184	2.630	2.825	3.086
Cash Flow	2.065	2.664	3.105	3.245	3.497
BALANCE SHEET (Eur k)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Patrimonio Netto	7.257	9.704	10.811	11.464	11.932
Patrimonio Netto di Gruppo	7.173	9.618	10.725	11.366	11.822
PFN	3.011	4.922	6.025	6.961	7.488
Capitale Investito Netto	4.501	4.782	4.786	4.503	4.444
FINANCIAL RATIOS (%)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EBITDA margin	38,28	40,46	41,34	40,65	41,31
EBIT margin	30,35	35,12	36,80	36,96	37,98
Net margin	22,51	24,58	25,67	25,75	26,34
ROI	45,64	65,24	78,77	90,05	100,14
ROE	20,28	22,50	24,33	24,64	25,87
GROWTH (%)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Value of Production	28,96%	28,45%	15,07%	7,01%	6,71%
EBITDA	89,36%	52,84%	17,80%	5,32%	8,55%
EBIT	110,05%	57,80%	20,84%	7,57%	9,75%
Net Profit	144,86%	59,17%	20,45%	7,41%	9,25%
Cash Flow	103,38%	16,44%	16,57%	4,50%	7,77%
VALUATION METRICS	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS	0,20	0,31	0,37	0,40	0,44
CFPS	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01
BVPS	1,03	1,37	1,53	1,62	1,69
P/E	16,77	10,54	8,75	8,15	7,46
P/CF	12,98	8,64	7,41	7,09	6,58
P/BV	3,17	2,37	2,13	2,01	1,93
EV/sales	2,79	2,04	1,66	1,46	1,33
EV/Ebitda	8,21	5,03	4,01	3,60	3,21
EV/Ebit	9,77	5,80	4,51	3,96	3,49

Fonte: SIF Italia; Stime: Banca Finna

Informazioni generali

La ricerca è stata preparata da **Tatjana Eifrig**, 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 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.

Essa non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari 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, tuttavia, non fornisce alcuna garanzia circa l’accuratezza o la completezza delle fonti informative utilizzate.

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 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 a qualsiasi evento (di carattere ordinario od eccezionale) inerente 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>)¹.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

¹ 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.

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che (1) Banca Finnat svolge il ruolo di Euronext growth advisor e (2) specialist in favore dell'emittente e presta o ha prestato (3) servizi di investimento in favore dell'emittente negli ultimi 12 mesi.

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 in quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende 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>).

Distribuzione

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. Essa 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.