

RACCOMANDAZIONE
BUY (da Buy)
Target Price
€5,7 (da €6,5)

SIF Italia S.p.A.

Settore: Real Estate
Codice di negoziazione Bloomberg: SIF MI
Mercato: Euronext Growth Milan
Prezzo al 14/10/2022
€3,0
(price at market close)
Capitalizzazione di Borsa: 21.969.618 €

Numero di azioni: 7.323.206*

Patrimonio netto al 30.06.2022: 8.364.701 €

() vedi pag. 6; nell'ipotesi di piena conversione dei warrant in scadenza*
Data ed ora di produzione:
17.10.2022 ore 7.00
Data ed ora di prima diffusione:
17.10.2022 ore 10:15
Ufficio Ricerca ed Analisi

Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig (AIAF)

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

Dall'amministratore condominiale alla società multiservizi

- 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. Per il prossimo futuro lo studio singolo non sarà più sufficiente a gestire la complessità di un moderno condominio e serviranno sempre più società altamente specializzate al fine di poter adeguatamente fronteggiare le molteplici esigenze (incentivi, assicurazioni, sicurezza, pratiche legali, fornitori, Ecobonus 110%) di un condominio.
- 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 €3,1 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	4.909	6.133	7.318	8.244
Equity	7.434	10.375	11.482	12.123	12.579

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.

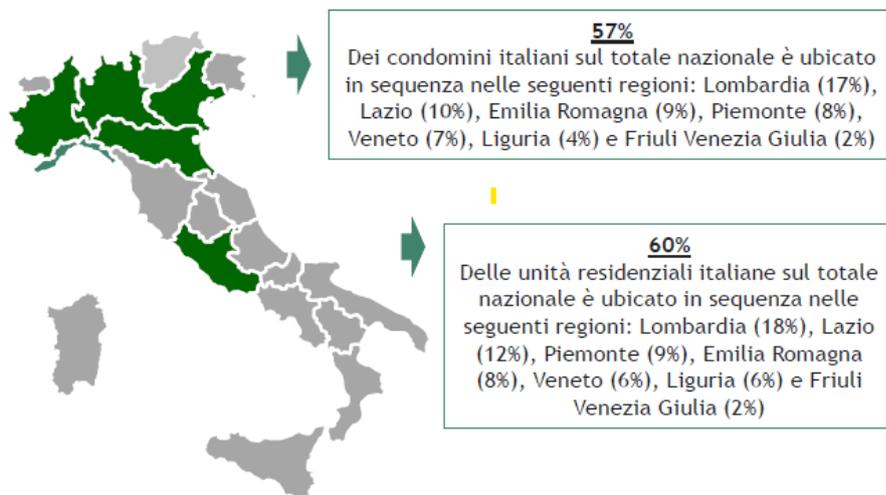
Il Gruppo dispone anche di un *know how* specifico nell'amministrazione e gestione di centrali termiche (ad oggi, il Gruppo amministra e gestisce 12 centrali termiche).

SIF è attualmente presente in 8 regioni italiane (con 18 filiali): Lombardia, Piemonte, Emilia-Romagna, Veneto, Friuli-Venezia Giulia, Lazio e Liguria, con oltre 82 mila unità abitative.

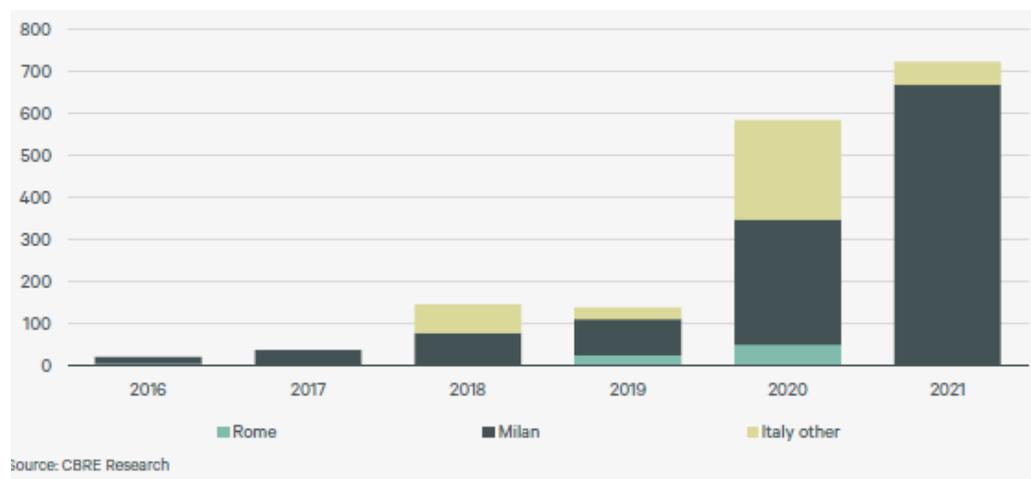
Le unità immobiliari servite sono ubicate per la maggior parte a Milano e provincia, seguite da Roma. In parte minore la società è presente anche a Domodossola, Trieste, Parma, Brescia, Reggio Emilia e Ravenna.

In Italia sono presenti circa 1 milione di condomini pari a 11 milioni di unità abitative.

Distribuzione geografica dei condomini/unità residenziali



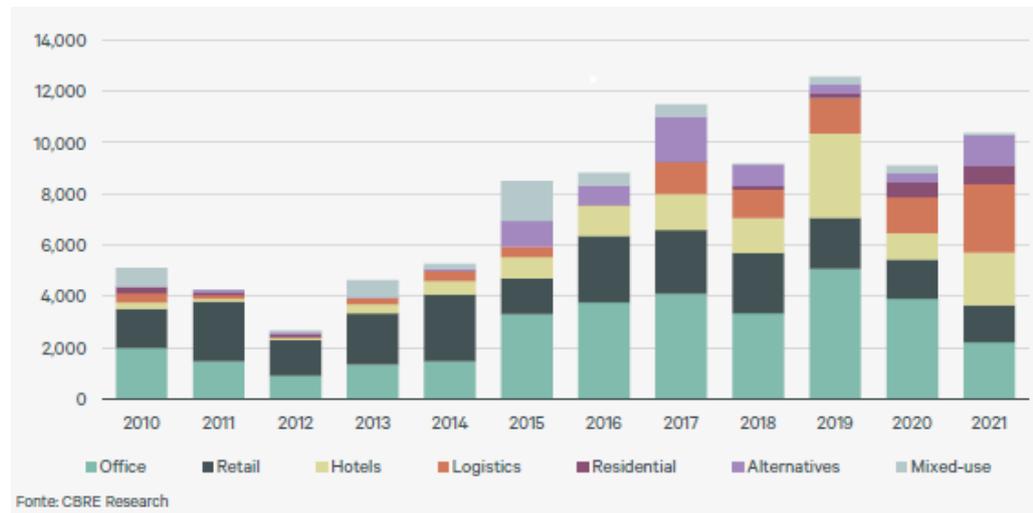
Fonte: SIF Italia



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 principalmente 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 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 bacheche interattive, impianti di rilevazione tramite sensori domotici capaci di rilevare fuoriuscite di liquidi, incendi, terremoti, danneggiamenti o condizioni di pericolo. Tali innovazioni consentono 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 sarà sempre più chiamato a 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 ora 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.

Alla luce delle attuali criticità, in particolare riguardo al costo dell'energia elettrica, il Gruppo ha predisposto, per i condomini in gestione, la riduzione del riscaldamento che prevede a 19° di temperatura massima negli ambienti (in precedenza 21°) ed una durata giornaliera ridotta a 12 ore al posto delle 14 ore di accensione precedente.

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).

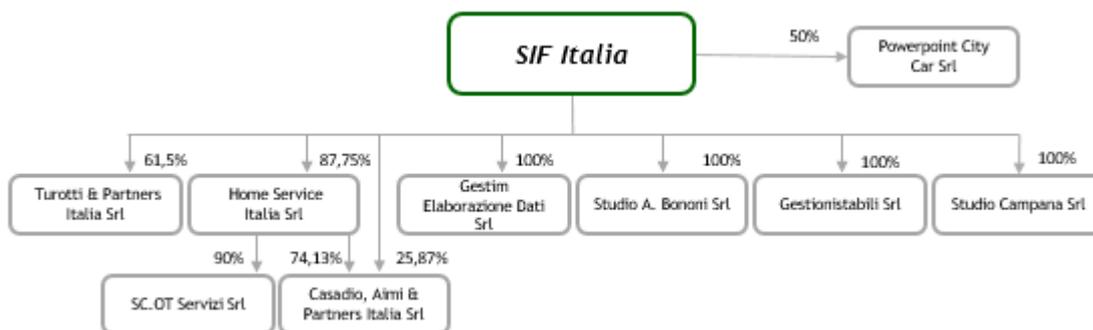
Attraverso Powerpoint City Car, è anche attiva nella vendita di energia elettrica ai propri condomini ed installa "Wallbox" nei rispettivi garage per la ricarica delle auto elettriche.

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.

Il primo semestre del 2022 ha visto l'acquisizione del 100% della società semplice "Studio Campana Zeni Società Semplice di Liana Campana & Simone Zeni". Al momento dell'acquisto la società è stata trasformata in una società a responsabilità limitata.

SIF Italia è salita dal 40% al 100% del capitale sociale in "Gestioni Stabili" mentre in "Home Service Italia" si è portata dal precedente 75% all'87,5% del capitale sociale. Inoltre, la controllata Home Service Italia è salita dall'8% al 66,13% di "Casadio, Aimi & Partners" e SIF Italia ha acquisito il restante 25,87%.

La struttura del Gruppo



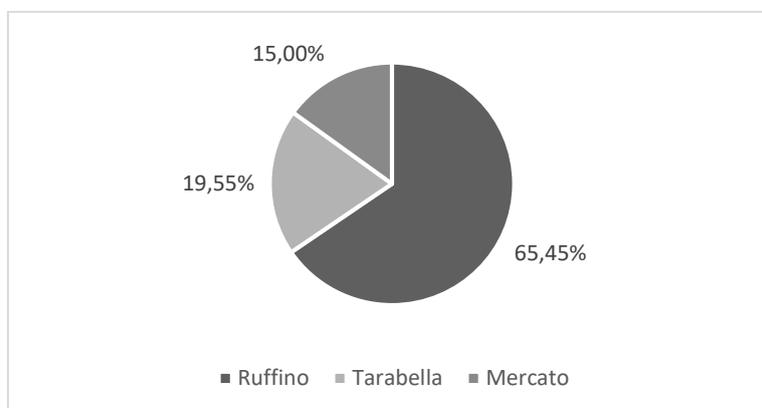
Fonte: SIF Italia

- **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 di classe media. Consolidata integralmente. Nel primo semestre 2022 sale al 66,13% di **Casadio, Aimi & Partners** (il restante 25,87% è detenuto direttamente da SIF Italia).

- **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 necessariamente solo nei condomini amministrati. 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*.

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 dei propri mandati di amministrazione.

Il settore dovrebbe poter beneficiare dell'Ecobonus 110%, in particolare per gli esercizi 2022 e 2023, fattore 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 edilizia.

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 adeguata 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.

Risultati al 30.06.2022

EUR (€k)	1H 2021	1H 2022	Var%	2022E
Ricavi delle vendite e prestazioni	3.457	3.895	12,68	8.884
Amministrazione di immobili in condominio	3.356	3.800	13,24	7.634
Property management	101	95	-5,94	250
Incremento immobilizzazioni per lavori interni				
Ecobonus				1.000
Altri ricavi e proventi	68	350		150
Valore della produzione	3.524	4.245	20,44	9.034
Materie prime	52	72	38,13	140
%	1,47	1,84		2
Servizi	746	856	14,74	1.753
%	21,18	21,99		20
Godimento di beni di terzi	188	228	21,11	381
%	5,35	5,86		4
Valore Aggiunto	2.538	3.088	21,71	6.760
%	72,00	79,30		76
Personale	1.196	1.458	21,89	2.956
%	33,93	37,43		33
Oneri diversi di gestione	104	99	-4,91	209
%	2,96	2,55		2
Totale costi	2.287	2.713	18,64	
%	64,89	69,66		
Ebitda	1.238	1.532	23,77	3.595
%	35,11	39,33		40
Ammortamenti	177	242	36,93	455
Accantonamenti	9	0		20
Ebit	1.051	1.289	22,67	3.120
%	29,82	33,10		35
Oneri finanziari	8	(17)		13
Rettifiche valore attività finanziarie	18	18		
Risultato ante imposte	1.061	1.324	24,83	3.127
%	30,10	34,00		35
Imposte	286	324		938
Tax rate	26,98	24,47		30
Risultato d'esercizio	775	1.000	29,12	2.189
Minoranze	27	9		5
Risultato di Gruppo	748	991	32,49	2.184
%	21,64	25,45		25
Patrimonio netto consolidato	7.468*	8.446		9.704
Minoranze	76*	82		86
Patrimonio di Gruppo	7.391*	8.365		9.618
PFN	3.011*	3.085		4.152
Roe	20,04	23,47		23

Fonte: SIF Italia; (*) al 31.12.2021; i dati di confronto non sono stati pro formati

SIF Italia ha chiuso il primo semestre dell'esercizio corrente con un valore della produzione consolidato pari a €4,245 milioni, in rialzo del 20,44% rispetto ai €3,524 milioni registrati al 30 giugno 2021.

Il dato ha beneficiato non solo del buon andamento del segmento "core", l'amministrazione condominiale (+13,24%), ma anche di un'acquisizione effettuata nel mese di gennaio 2022.

Il nuovo segmento, il property management, seppur marginale, ha segnato, invece, un calo del 5,94%.

Nonostante un incremento del 18,64% dei costi operativi, il Margine Operativo Lordo (Ebitda) ha potuto segnare una crescita pari al 23,77%, da €1,2 milioni al 30 giugno 2021 a €1,5 milioni a fine primo semestre 2022, per una marginalità in crescita dal 35,11% al 39,33%.

Nonostante ammortamenti in rialzo del 36,93%, principalmente a causa della capitalizzazione dei costi di quotazione, il Risultato Operativo netto (Ebit) si è attestato a €1,289 milioni contro €1.051 milioni al 30.06.2021 (+22,67%), per un Ros al 33,10% dal precedente 29,82%.

Un minore tax rate (24,47%), rispetto al periodo di confronto (26,98% a causa di maggiori costi fiscalmente non deducibili), ha consentito al Gruppo di chiudere il primo semestre del 2022 con un utile netto consolidato pari a €0,991 milioni (+32,49%) rispetto a €0,748 milioni al 30.06.2021.

Il Patrimonio Netto si è attestato a €8,365 milioni da €7,391 milioni al 31.12.2021 con una Posizione Finanziaria Netta positiva per €3,085 milioni da €3,011 al 31.12.21.

Outlook 2022-2025

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	4.909	6.133	7.318	8.244	
Equity	7.434	10.375	11.482	12.123	12.579	
CIN	4.501	5.552	5.435	4.903	4.445	
NWC	1.327	2.951	3.339	3.311	3.244	
Capex	0	50	50	50	50	
ROI	46	56	69	83	100	
ROE	20	21	23	23	24	

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 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. Abbiamo 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 a €4,8 milioni a fine 2025 (per una crescita composta media annua 21/25 pari al 16,93%) con una marginalità in crescita dal 40% al 41%.

Il Risultato Operativo Netto (Ebit) lo stimiamo anch'esso in crescita da €3,1 milioni a consuntivo 2022 a €4,4 milioni a fine piano per un CAGR pari al 21,33% ed un Ros in miglioramento dal 35% al 38% durante il periodo previsionale.

In termini di risultato netto di Gruppo, lo stimiamo pari a €2,2 milioni, con un net margin al 25%, per fine 2022 per giungere a €3,1 milioni con un net margin al 26%, al 31.12.2025 (Cagr pari al 19,31%).

Rispetto alle precedenti stime abbiamo, alla luce dell'attuale crisi sia energetica che economica innalzato moderatamente il livello dei crediti commerciali per gli esercizi 2022, 2023 e 2024 per riflettere una maggiore difficoltà, da parte dei condomini amministrati, nel fronteggiare i propri obblighi finanziari.

Nel periodo 2021-2025 prevediamo che il Gruppo possa passare da una Posizione Finanziaria Netta positiva pari a €3 milioni al 31.12.2021 a €8,2 milioni a fine 2025 mentre il Patrimonio Netto di Gruppo è da noi previsto a €12,6 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. In sostanziale costanza di stime rispetto alla nostra precedente valorizzazione, la minore valorizzazione apportata al titolo, rispetto alla nostra precedente valutazione, risente di un costo medio ponderato del capitale (Wacc) innalzato dal precedente 7,56% al 9,56%.

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); abbiamo alzato al 4% (dal precedente 2%) 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 €37,8 milioni ed un valore ad Equity pari a **5,7 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	1.624	388	-28	-67
FOCF	984	2.666	3.222	3.523

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	9,56
Discounted Terminal Value	29.189
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	8.624
Enterprise Value	37.813
Net financial position as of 30/06/2022	3.085
Raccolta esercizio dei warrant	757
Equity Value	41.655
Nr. of shares (x)*	7.323.125
Value per share	5,7

Stime: Banca Finnat; (*) tiene conto dell’integrale esercizio dei warrant in scadenza

WACC Calculation (%)

Risk free rate	4,0
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,57
Cost of Equity	9,56
WACC	9,56

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E	19,11	15,87	14,78	13,52
P/BV	3,99	3,61	3,42	3,29
EV/SALES	4,15	3,48	3,14	2,86
EV/EBITDA	10,25	8,41	7,72	6,92
EV/EBIT	11,81	9,45	8,49	7,53

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

Date	Rating	Target Price	Market Price
22.04.2022	Buy	6,5 €	3,26 €
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
30/09/2022

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 31	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	84%	10%	0%	6%
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	1528	2189	2640	2.840	3.106
Minoranze	5	5	10	15	20
Risultato netto di Gruppo	1523	2184	2630	2825	3.086
Cash Flow	2.065	2.664	3.105	3245	3.497
BALANCE SHEET (Eur k)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Patrimonio Netto	7.257	10.461	11.568	12.221	12.689
Patrimonio Netto di Gruppo	7.173	10.375	11.482	12.123	12.579
PFN	3.011	4.909	6.133	7.318	8.244
Capitale Investito Netto	4.501	5.552	5.435	4.903	4.445
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	56,19	69,36	82,71	100,12
ROE	20,28	20,88	22,74	23,12	24,32
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	0,30	0,36	0,39	0,42
CFPS	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01
BVPS	1,03	1,43	1,58	1,67	1,73
P/E	16,77	10,06	8,35	7,78	7,12
P/CF	12,98	8,25	7,07	6,77	6,28
P/BV	3,17	2,10	1,90	1,80	1,73
EV/sales	2,79	1,92	1,55	1,34	1,17
EV/Ebitda	8,21	4,75	3,74	3,28	2,83
EV/Ebit	9,77	5,47	4,20	3,61	3,08

Fonte: SIF Italia; Stime: Banca Finnat

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.

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.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

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.