

**RACCOMANDAZIONE
BUY** (da BUY)

Target Price
2,6 € (da 2,93€)

MONDO TV
Settore: Media
Codice negoziazione Bloomberg: MTV IM
Mercato STAR/MTA
Prezzo al 14/04/2020
1,66€

Capitalizzazione di borsa	60.447.592 €
Numero di Azioni	36.414.212
Patrimonio Netto al 31.12.2019	60.361.000 €
Outstanding Warrants (1:1)	1.520.000^

^vedi tabella pag.6

**Data ed ora
di produzione:**

14.04.2020 ore 18:00

**Data ed ora
di prima diffusione:**

15.04.2020 ore 11:00

**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

L'immunità del settore media

- Nell'attuale contesto di emergenza sanitaria, il settore dei media appare tra i meno penalizzati; al contrario, l'audience dei canali televisivi per ragazzi potrebbe rappresentare un'importante opportunità di business.
- Il Gruppo sta procedendo verso l'auspicato ribilanciamento del peso geografico del fatturato il quale deriva ora per il 17% da vendite europee (solo il 7% nel 2018), il 6% da vendite nelle Americhe (1,5% nel 2018) ed una quota del 74% dall'Asia (80% nel 2018). Meno aleatoria appare anche la composizione dei ricavi che derivano per il 90% dalla vendita di diritti delle *libraries* e solo per il 5% da coproduzione (25% nel 2018).
- L'esercizio 2019 si è chiuso con un incremento dei ricavi di vendita del 22%, una crescita del margine operativo lordo (Ebitda) del 47% ed una marginalità attestata al 71% dei ricavi dal precedente 59%, nonché un utile di Gruppo di € 3,8 milioni a fronte della perdita pari ad € 39,5 milioni emersa al 31.12.2018.
- Sul periodo 2019/2023 stimiamo una crescita media annua dei ricavi pari al 14,1%, un Ebitda in crescita media annua del 16,3% con una marginalità prossima all'80% a fine periodo ed un risultato operativo (Ebit) in grado di portarsi a € 17,1 milioni da € 6,3 milioni a consuntivo 2019 (cagr28,1%). L'utile di Gruppo lo stimiamo ad € 10,7 milioni al 2023 da € 3,8 milioni a consuntivo 2019.
- Manteniamo la nostra Raccomandazione di acquisto sul titolo con Target Price a € 2,6 (precedente € 2,93).

**Anno al 31/12
(k €)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	18914	23056	27625	32344	35578	39136
EBITDA	11195	16440	19703	23724	26600	30062
EBIT	-54525	6344	8453	11433	13792	17062
Utile di Gruppo	-39514	3832	5146	7082	8584	10660
Cash-flow	23215	13997	16896	19993	22138	24587
Equity	58181	60361	65507	72589	81173	91833
Pfn	8065	-1375	1073	9573	20266	33198
Roe	-	6,3	7,9	9,8	10,6	11,6

Fonte: Mondo TV; Stime: Banca Finnat



Il Mercato di Riferimento

Il valore del Mercato Globale dell'*Animazione*, *Effetti visivi (VFX)* e *Video Games* ha raggiunto, nel 2019, i 264 miliardi di dollari, con tassi di crescita che, per molti segmenti dell'industria dell'animazione, toccano il 2/3% annuo (fonte: digital.vector). Questa crescita è da attribuirsi all'incremento esponenziale che nel corso degli ultimi anni sta caratterizzando la domanda di contenuti video da parte dei consumatori i quali, in virtù del sempre maggiore utilizzo di internet e degli apparati multimediali, stanno progressivamente modificando le proprie abitudini di consumo dalla televisione, cable, DVD allo streaming video e digital downloads.

L'evoluzione tecnologica degli effetti visivi (VFX), nonché la così detta *Realtà Aumentata* (AR) e *Realtà Virtuale* (VR), stanno già contribuendo a cambiare radicalmente non solo i processi di produzione video (compresa l'animazione) ma soprattutto le modalità di consumo, da parte degli utilizzatori finali, di film, video e giochi.

I drivers di crescita del mercato, per il prossimo quinquennio, saranno rappresentati da:

- Un sempre più spinto utilizzo del *merchandising* destinato a diventare una componente sempre più importante dei fatturati del comparto animazione.
- Lo sviluppo della *realtà aumentata* e della *realtà virtuale* genererà, verosimilmente, un incremento della domanda di contenuti di animazione.
- L'*intelligenza artificiale* ed il *machine learning* consentiranno non solo di offrire una personalizzazione spinta dei video games ma soprattutto di acquisire nuova clientela, segmentare le abitudini di acquisto della stessa ed implementare politiche di fidelizzazione.
- Nei video games, l'*analisi predittiva* consentirà di segmentare il comportamento degli utenti/consumatori e prevedere le loro tipologie di acquisto.
- Lo sviluppo atteso dei sistemi di micro pagamenti consentirà, inoltre, agli utenti/consumatori, di incrementare gli acquisti di contenuti digitali a vantaggio di tutto il mercato dei video, animazione e video games.

Anche l'industria europea dell'animazione (il mercato europeo dell'*Animazione*, *VFX* e *Video Games* ha raggiunto, nel 2019, i 65,9 miliardi di dollari) è attesa in crescita a tassi annui prossimi al 2,5/3% anche in virtù dei circa 300 canali televisivi specificatamente dedicati ai ragazzi (i maggiori fruitori di contenuti di animazione). Attualmente, già il 65% dei contenuti di animazione proposti dalle televisioni europee è prodotto in Europa e tale quota di mercato potrebbe senz'altro essere destinata ad ampliarsi ulteriormente. Queste positive aspettative di crescita stanno inducendo la società a rifocalizzare il proprio business verso clienti e broadcaster europei e nord americani.

Lo sviluppo atteso del mercato dei video games ha indotto Mondo TV ad acquisire una iniziale quota di minoranza pari al 19% del capitale sociale di una start up inglese (Mars1982) attiva nello sviluppo e distribuzione di video games on line, principalmente per dispositivi mobili, su prodotti di proprietà intellettuale di terze parti. Nel primo trimestre 2020 la quota di partecipazione è stata incrementata al 51% (per un valore a bilancio di € 0,3 milioni).



Attività & Strategie

Il Gruppo Mondo TV opera, storicamente, nel settore della produzione e distribuzione di serie televisive e film d'animazione per la TV. La strategia aziendale è focalizzata su produzioni dall'elevato potenziale di *licensing & merchandising*, co-prodotte con terze parti, sulla cessione in licenza a terzi dei diritti di sfruttamento televisivo della *library* di Gruppo (1.500 titoli) e sulla distribuzione di *libraries* di terzi.

Il Gruppo Mondo TV

- La Capogruppo **Mondo TV S.p.A.** ha enfatizzato la propria vocazione di società "forziere", dedita alla creazione di diritti e, in misura minore, alla acquisizione degli stessi sul mercato che siano adatti allo sfruttamento sia in ambito televisivo che nel *licensing & merchandising*.
- **Mondo TV France S.A.** realizza produzioni e coproduzioni di serie televisive di animazione per le emittenti televisive francesi e per i Paesi francofoni. La quota di capitale sociale detenuta da Mondo TV S.p.A. è pari circa al 21%.
- **Mondo TV Suisse S.A.** realizza produzioni e co-produzioni di serie televisive di animazione per committenti situati negli USA, Medio oriente, Asia e Russia. La percentuale di partecipazione di Mondo TV S.p.A. è pari circa al 61%.
- **Mondo TV Iberoamerica S.A.** ha come scopo la vendita dei diritti televisivi della *library* di Gruppo in Spagna, Portogallo e Sud America; è attiva nella produzione e coproduzione di serie televisive di animazione per emittenti televisive in lingua spagnola, portoghese, nonché nell'acquisto di serie "live", generalmente prodotte in sud America per un pubblico di giovanissimi, da rivendere in Europa. La quota di capitale sociale detenuta da Mondo TV S.p.A. è pari al 79%.
- **Mondo TV Producciones Canarias S.L.U.** ha come scopo la realizzazione di specifiche fasi di pre-produzione delle serie animate e, più in generale, di produzioni televisive, usufruendo dei vantaggi fiscali riconosciuti dalle autorità locali. A ragione di tali vantaggi fiscali, il Gruppo sta valutando l'opportunità di trasferire alle Canarie, sotto l'ombrello societario in oggetto, anche lo studio di animazione attualmente situato in Cina. La percentuale di partecipazione di Mondo TV S.p.A., tramite Mondo TV Iberoamerica S.A. che ne detiene il 100% del capitale sociale, è pari al 79%.

Le attività di produzione vengono condotte dal Gruppo in proprio o, come spesso avviene in questo settore, in collaborazione con società terze che partecipano alla produzione, sostenendone una parte dei costi e/o una parte degli oneri organizzativi ed esecutivi mentre il Gruppo ne controlla l'aspetto creativo e governa l'intero processo produttivo. Le attività di produzione vengono svolte sotto la direzione e supervisione del management del Gruppo avvalendosi, in tutto o in parte, sia di disegnatori, sceneggiatori e registi esterni, che di studi di animazione cui viene demandata la realizzazione esecutiva delle serie e dei lungometraggi animati.

Acquirenti library da Mondo TV



Fonte: Mondo TV

Acquirenti library per canali digitali



Fonte: Mondo TV

Clients di Mondo TV per lo sfruttamento licensing



Fonte: Mondo TV

Nel corso del 2019 sono state realizzate e portate a consegna le seguenti produzioni:

- 1) La serie originale Netflix basata sulla *property* "Yoohoo & Friends". Sono stati consegnati 52 episodi, doppiati in venti lingue, per il lancio in 100 Paesi. Il *merchandising* legato al prodotto verrà sviluppato in Italia, Francia, Spagna, Portogallo, Polonia e Russia. Sul bilancio 2019 la serie ha generato ricavi per €2,5 milioni. Sulla base delle più che positive risultanze dell'avviata commercializzazione, non viene esclusa la possibilità di una successiva seconda serie.
- 2) "Robot Trains", in partnership con la coreana CJ Corporation. Sono stati consegnati 52 episodi della seconda stagione e l'intera produzione è già stata venduta in 40 Paesi con un obiettivo di *merchandising* in 20/25 Paesi. Sul bilancio 2019 la serie ha generato ricavi per € 1 milione. Dopo il completamento di questa seconda stagione è già in fase di pre-produzione una terza serie, anch'essa costituita da 52 episodi 26 dei quali con un'uscita programmata nell'autunno/inverno del 2020 ed i successivi 26 nel 2021/2022. La proprietà della serie è al 90% di Mondo TV, con pari percentuale di diritti provenienti dai segmenti *licensing* e *merchandising*.
- 3) "Invention Story", in partnership con York. Sono stati consegnati i 52 episodi della serie e già messi in pre-produzione 34 episodi dei 52 previsti di una seconda serie che verrà completata nel corso del 2020. Sul bilancio 2019 la prima serie ha generato € 4,5 milioni di ricavi.
- 4) "Meteoheroes", in partnership con Epson Meteo. Sono stati consegnati 47 episodi (su 52) della serie e nel corso del 2020 ne sarà avviata la commercializzazione.

Nel corso del 2020 troveranno inoltre sviluppo le seguenti iniziative:

- 1) "Goo Doil Family", in partnership con la coreana Vooz. Verrà avviata la produzione di una serie da 78 episodi, 39 dei quali in consegna nell'autunno 2020 ed i successivi 39 nell'autunno 2021, con una quota di diritti, per Mondo TV, pari al 40%.
- 2) "House of Talent", in partnership con la Società House of Talent srl che ne detiene i diritti. La produzione di almeno 260 episodi di una web-serie con i protagonisti della "House of Talent", messi in onda sulle principali piattaforme digitali (You Tube, Facebook, Instagram), consente di generare introiti da *licensing* e pubblicità. Mondo TV detiene il 70% dei diritti derivanti dallo sfruttamento della web-serie, del relativo *licensing* e *merchandising*, nonché risulta titolare del 15% di ogni eventuale ricavo musicale derivante dalle attività dei protagonisti della serie per un periodo di 20 anni. Dal secondo semestre 2020 dovrebbe essere avviata la produzione di 52 episodi televisivi che si ritiene possano avere ampie potenzialità commerciali.
- 3) "Toon2Tango", società tedesca con la quale Mondo TV ha avviato una joint venture per la coproduzione e distribuzione di almeno otto serie televisive di animazione. Nel corso del 2020 verrà sviluppata la serie animata "Agent 203", nonché cinque ulteriori progetti, per il momento ancora in fase preliminare, sulla cui evoluzione sarà determinante l'entità delle prevendite.

Azionariato & Outstanding warrants

Il capitale sociale della Capogruppo Mondo TV S.p.A. è costituito da n° 36.414.212 azioni ordinarie, con la famiglia Corradi a detenere il 38,42% del capitale ed il flottante sul mercato pari al residuo 61,58%. Gli outstanding warrants, esercitabili nel rapporto 1:1, sono pari a n° 1.520.000.

	N. azioni	Prezzo di esercizio	Aumento di capitale teorico
<i>Scadenza 01/04/2021</i>	215.000	6,50	1.397.500
	640.000	8,00	5.120.000
	215.000	10,00	2.150.000
	N. azioni	Prezzo di esercizio	Aumento di capitale teorico
<i>Scadenza 19/04/2023</i>	450.000	7,50	3.375.000
Totale	1.520.000		12.042.500

Fonte: Mondo TV

Risultati FY 2019

EUR (K)	FY2018	FY2019	VAR %	FY2019E
Ricavi di vendita	18914	23056	22	22500
Altri Ricavi	584	134		
Totale Ricavi	19498	23190	19	22500
Incremento lavori interni	2701	3493		3500
VALORE DELLA PRODUZIONE	22199	26683	20	26000
Materie Prime & Merci	57	59		45
%	0,3	0,2		0,2
Costo del lavoro	3816	4073		4400
%	20,2	17,7		19,5
Oneri diversi di gestione	7131	6111		5500
%	37,7	26,5		24,4
Totale Costi Operativi	11004	10243	-7	9945
%	58,2	44,4		44,2
EBITDA	11195	16440	47	16055
%	59,2	71,3		71,4
Ammortamenti & Svalutazioni	65720	10096	-85	9000
%	-	43,8		40
EBIT	(54525)	6344		7055
%	-	27,5		31,4
Oneri (Proventi) finanziari	(507)	334		200
UTILE ANTE IMPOSTE	(54018)	6010		6855
%	-	26,1		30,5
Imposte	(11513)	2109		2056
Tax rate (%)	-	35,1		30
RISULTATO NETTO	(42505)	3901		4798
%	-	16,9		21,3
Minorities	(2991)	69		753
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	(39514)	3832		4045
%	-	16,6		18
Cash Flow	23215	13997	-39,7	13798
%	-	60,7		61,3
PFN	8065	-1375		2876
Equity	58181	60361		61360
ROI	-	10,5		12
ROE	-	6,3		6,6

Fonte: Mondo TV ; Stime: Banca Finnat

In un contesto di una ancor debole raccolta pubblicitaria che continua ad influenzare negativamente il volume dei nuovi investimenti da parte delle televisioni generaliste e le vendite di licensing & merchandising, soprattutto in Europa, Mondo TV è riuscita a conseguire, a consuntivo dell'esercizio 2019, una crescita dei ricavi netti del 22% a € 23 milioni (€ 22,5 milioni le nostre stime) rispetto a €18,9 milioni al 31.12.2018. Una diminuzione del 7% dei costi operativi, soprattutto per effetto dei minori costi di produzione e del venir meno dei costi per gli affitti per effetto dell'adozione dell'IFRS 16, ha poi consentito al Gruppo di migliorare del 47% il proprio margine operativo lordo (Ebitda), attestatosi ad €16,4 milioni (€16 milioni il margine da noi precedentemente preventivato) da € 11,2 milioni del corrispondente periodo di confronto, con una marginalità sul fatturato aumentata dal precedente 59,2% all'attuale 71,3%. Maggiori ammortamenti per €1,1 milioni rispetto a quanto da noi stimato (€10,1 milioni a fronte di €9 milioni attesi) hanno determinato un risultato operativo netto (Ebit) pari ad € 6,3 milioni rispetto ai 7 milioni da noi attesi ma che si sono confrontati con la perdita operativa pari ad € 54,5 milioni emersa a consuntivo 2018 a seguito delle svalutazioni effettuate sulla library e sui crediti per complessivi € 57 milioni. In termini di utile di Gruppo, questo si è attestato ad € 3,8 milioni, rispetto ai 4 milioni da noi preventivati ma a fronte della perdita netta di € 39,5 milioni sofferta a consuntivo del precedente esercizio.

La posizione finanziaria netta è negativa per € 1,4 milioni rispetto alla posizione di cassa per € 8,1 milioni al 31.12.2018 ma 1,5 milioni rappresentano il maggior indebitamento legato all'applicazione del principio contabile IFRS 16 mentre le disponibilità liquide del Gruppo ammontano ad € 8 milioni ed il patrimonio netto è pari ad € 60,4 milioni.

Outlook 2020 – 2023

Old estimates

EUR (K)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
Ricavi di Vendita	18914	22500	28125	32344	35578	39136	15,6
Valore della Produzione	22199	26000	32925	37144	40378	43936	
Materie prime & merci	57	45	56	65	71	78	
%	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Costo del lavoro	3816	4400	5906	6145	6226	6457	
%	20,2	19,6	21	19	17,5	16,5	
Oneri diversi di gestione	7131	5500	5989	5990	5926	6172	
%	37,7	24,4	21,3	18,5	16,7	15,8	
Costi Operativi	11004	9945	11952	12200	12223	12708	
%	58,2	44,2	42,5	37,7	34,4	32,5	
EBITDA	11195	16055	20973	24944	28155	31228	22,8
%	59,2	71,4	74,6	77,1	79,1	79,8	
Ammortamenti & Svalutazioni	65720	9000	11411	12971	14679	15036	
%	-	40	40,6	40,1	41,3	38,4	
EBIT	-54525	7055	9562	11973	13476	16192	
%	-	31,4	34	37	37,9	41,4	
Oneri/(Proventi) finanziari	(507)	200	271	296	269	269	
UTILE ANTE IMPOSTE	-54018	6855	9291	11677	13207	15923	
%	-	30,5	33	36,1	37,1	40,7	
Imposte	(11513)	2056	2787	3503	3962	4777	
Tax rate (%)	-	30	30	30	30	30	
RISULTATO NETTO	-42505	4798	6504	8174	9245	11146	
%	-	21,3	23,1	25,3	26	28,5	
minorities	(2991)	753	1075	1350	1624	1730	
RISULTATO DI GRUPPO	-39514	4045	5429	6824	7620	9416	
%	-	18	19,3	21,1	21,4	24,1	
Cash Flow	23215	13798	17915	21145	23924	26182	
%	122,7	61,3	63,7	65,4	67,2	66,9	
PFN	8065	2876	7591	17536	30260	45242	
Equity	58181	61360	66789	73613	81234	90650	
ROI	-	12	15,8	20,4	24,4	31,5	
ROE	-	6,6	8,1	9,3	9,4	10,4	
Capex	28592	16500	13000	11000	11000	11000	
NWC	2686	6300	6500	6700	6900	7100	

Fonte: Mondo TV ; Stime: Banca Finnat

New estimates

EUR (K)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
Ricavi di Vendita	18914	23056	27625	32344	35578	39136	14,1
Valore della Produzione	22199	26683	32425	37144	40378	43936	
Materie prime & merci	57	59	66	74	81	88	
%	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Costo del lavoro	3816	4073	5625	5906	6226	6350	
%	20,2	17,7	20,4	18,3	17,5	16,2	
Oneri diversi di gestione	7131	6111	7031	7440	7471	7436	
%	37,7	26,5	25,5	23	21	19	
Costi Operativi	11004	10243	12722	13421	13778	13874	
%	58,2	44,4	46	41,5	38,7	35,4	
EBITDA	11195	16440	19703	23724	26600	30062	16,3
%	59,2	71,3	71,3	73,3	74,8	76,8	
Ammortamenti & Svalutazioni	65720	10096	11250	12291	12808	13000	
%	-	43,8	40,7	38	36	33,2	
EBIT	-54525	6344	8453	11433	13792	17062	28,1
%	-	27,5	30,6	35,3	38,8	43,6	
Oneri/(Proventi) finanziari	(507)	334	270	270	270	270	
UTILE ANTE IMPOSTE	-54018	6010	8183	11163	13522	16792	
%	-	26,1	29,6	34,5	38	42,9	
Imposte	(11513)	2109	2537	3460	4192	5206	
Tax rate (%)	-	35,1	31	31	31	31	
RISULTATO NETTO	-42505	3901	5646	7703	9330	11586	
%	-	16,9	20,4	23,8	26,2	29,6	
minorities	(2991)	69	500	620	746	927	
RISULTATO DI GRUPPO	-39514	3832	5146	7082	8584	10660	29,1
%	-	16,6	18,6	21,9	24,1	27,2	
Cash Flow	23215	13997	16896	19993	22138	24587	
%	122,7	60,7	61,2	61,8	62,2	62,8	
PFN	8065	-1375	1073	9573	20266	33198	
Equity	58181	60361	65507	72589	81173	91833	
ROI	-	10,5	12,8	17,5	21,5	27,2	
ROE	-	6,3	7,9	9,8	10,6	11,6	
Capex	28592	14305	13500	11000	11000	11000	
NWC	2686	13114	14062	14555	15000	15654	

Fonte: Mondo TV ; Stime: Banca Finnat



Nell'attuale contesto di emergenza sanitaria, il settore dei media appare tra i meno penalizzati; al contrario, l'audience dei canali televisivi per ragazzi potrebbe rappresentare un'importante opportunità di business. Tenuto conto della resilienza del settore e delle serie in pipeline, unitamente alle prospettive di licensing & merchandising, abbiamo proceduto ad affinare il nostro piano previsionale per il periodo temporale 2020/2023. Lasciate immutate le aspettative inerenti la dinamica attesa dei ricavi netti consolidati, rispetto alle nostre precedenti previsioni, abbiamo operato una revisione delle stime reddituali sulla base dell'evoluzione attesa di ogni voce di costo afferente il conto economico. A consuntivo 2020 ci aspettiamo ricavi netti per € 27,6 milioni, un margine lordo (Ebitda) pari ad € 19,7 milioni (da € 21 milioni della nostra precedente assunzione), un risultato operativo netto (Ebit) ad € 8,5 milioni (da € 9,6 milioni) ed un utile di Gruppo ad € 5,1 milioni rispetto ad € 5,4 milioni da noi precedentemente ipotizzati. Alla fine del periodo previsionale (2023), i ricavi dovrebbero raggiungere € 39,1 milioni, il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo ad € 30,1 milioni (da € 31,2 milioni della nostra precedente stima), il risultato operativo netto (Ebit) riteniamo sia in grado di attestarsi ad € 17,1 milioni (da € 16,2 milioni precedentemente stimati) mentre l'utile di Gruppo dovrebbe essere in grado di portarsi ad € 10,7 milioni rispetto ad € 9,4 milioni in precedenza previsti. In termini di crescita media annua attesa nel periodo previsionale 2019/2023, il fatturato dovrebbe poter crescere ad un cagr del 14,1%, il margine operativo lordo (Ebitda) ad un tasso del 16,3%, il risultato operativo netto (Ebit) al 28,1% e l'utile netto di Gruppo al 29,1%. La marginalità lorda dovrebbe essere in grado di portarsi dal 71,3% del 2020 al 76,8% del 2023, con una marginalità operativa netta prevista anch'essa in aumento dal 30,6% del 2020 al 43,6% nel 2023.

La posizione finanziaria netta la stimiamo positiva per € 1,1 milioni a consuntivo 2020 (da un indebitamento netto pari ad € 1,4 milioni al 31.12.2019) per giungere ad € 33,2 milioni a fine 2023 mentre il patrimonio netto, ad € 65,5 milioni a fine 2020, lo stimiamo raggiungere € 91,8 milioni a fine 2023.

Valuation

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

Il tasso di crescita perpetua è mantenuto allo 0,5% ed il WACC è determinato al 12,75%, in aumento rispetto al precedente 12,25%, in funzione di un Free Risk Rate all'1,5%, dal precedente 1,75%, un Coefficiente Beta pari all'unità ed un Market Risk Premium al 11,25% dal precedente 10,5%.

Otteniamo un Enterprise Value pari ad € 95,4 milioni ed un **Valore ad Equity** pari a **2,6 euro/azione**. Manteniamo la nostra Raccomandazione di acquisto sul titolo.

Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	8453	11433	13792	17062
IMPOSTE	2537	3460	4192	5206
NOPAT	5916	7973	9600	11856
D&A	11250	12291	12808	13000
Capex	13500	11000	11000	11000
CNWC	948	492	445	654
FOCF	2718	8772	10963	13202

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	12,75
Discounted Terminal Value	69.375
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	26.010
Enterprise Value	95.385
Net financial position as of 31/12/2019	-1.375
Equity Value	94.010
Nr. Azioni	36.414.212
Value per share	2,6

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,5
Market risk premium	11,25
Beta (x)	1
Cost of Equity	12,75
WACC	12,75

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
10.10.2019	Buy	2,93 €	1,13 €
16.04.2019	Buy	2,94 €	1,27€
02.11.2018	Buy	2,7 €	1,8 €
09.10.2018	Buy	7,30 €	3,45 €

INCOME STATEMENT (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	18914	23056	27625	32344	35578	39136
Valore della Produzione	22199	26683	32425	37144	40378	43936
Materie prime & merci	57	59	66	74	81	88
Costo del lavoro	3816	4073	5625	5906	6226	6350
Oneri diversi di gestione	7131	6111	7031	7440	7471	7436
EBITDA	11195	16440	19703	23724	26600	30062
Ammortamenti & Svalutazioni	65720	10096	11250	12291	12808	13000
EBIT	-54525	6344	8453	11433	13792	17062
Oneri/(Proventi) finanziari	(507)	334	270	270	270	270
UTILE ANTE IMPOSTE	-54018	6010	8183	11163	13522	16792
Imposte	(11513)	2109	2537	3460	4192	5206
Tax-rate (%)		35,1	31	31	31	31
minorities	(2991)	69	500	620	746	927
RISULTATO NETTO di GRUPPO	-39514	3832	5146	7082	8584	10660
Cash Flow	23215	13997	16896	19993	22138	24587
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	58181	60361	65507	72589	81173	91833
PFN	8065	-1375	1073	9573	20266	33198
Capitale Investito Netto	48045	60197	66145	65347	63984	62639
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	59,2	71,3	71,3	73,3	74,8	76,8
EBIT margin	-	27,5	30,6	35,3	38,8	43,6
Net margin	-	16,6	18,6	21,9	24,1	27,2
ROE	-	6,3	7,9	9,8	10,6	11,6
GROWTH RATES(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	-41	22	20	17	10	10
EBITDA	-55	47	20	20	12	13
EBIT	-410	-	33	35	21	24
Net Profit	-408	-	34	38	21	24
Cash Flow	17	-39,7	21	18	11	11
VALUATION METRICS	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EPS	-	0,1	0,14	0,19	0,2	0,3
CFPS	0,64	0,38	0,46	0,55	0,6	0,67
BVPS	1,60	1,66	1,8	2	2,23	2,52
P/E	-	15,8	11,7	8,5	7	5,7
P/CF	2,6	4,3	3,6	3	2,7	2,5
P/BV	1	1	0,9	0,8	0,74	0,7
EV/SALES	2,8	2,7	2,15	1,6	1,13	0,7
EV/EBITDA	4,7	3,8	3	2,1	1,5	0,9
EV/EBIT	-	9,7	7	4,4	2,9	1,6

Fonte: Mondo TV; Stime: Banca Finnat

Key to Investment Rating (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%

HOLD: Expected to perform +/- 10%

REDUCE: Target achieved but fundamentals disappoint

SELL: Downside potential at least 15%

Informazioni generali

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

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

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

Fonti e modelli di valutazione

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

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca.

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

Copertura e aggiornamento

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

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

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)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 Banca Finnat svolge il ruolo di nominated advisor e specialist in favore dell'emittente e presta o ha prestato servizi di investimento o accessori 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 a quotazione.

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

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

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

Riproduzione e distribuzione della ricerca

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

Banca Finnat Research Rating Distribution	31/01/2020				
N° Società sotto copertura di ricerca: 16	BUY	HOLD	REDUCE	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	65%	10%	0%	0%	25%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	-	100%