

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)

Target Price
9,3 € (da € 10,4)

Officina Stellare

Settore: New Space Economy
Codice negoziazione Bloomberg: OS IM
Mercato AIM
Prezzo al 24.04.2020
7,5 €
Capitalizzazione di Borsa: 41.583.292 €
Numero di azioni: 5.544.439
Patrimonio netto al 31.12.2019: 7.525.158 €
^Outstanding warrants (1:1): 448.374

[^]vedi pagina 11

Data ed ora di produzione:
27.04.2020 ore 14:30
Data ed ora di prima diffusione:
27.04.2020 ore 15:00
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

Leader nello spazio 4.0

- Officina Stellare continua ad accrescere la propria capacità produttiva necessaria alla realizzazione della prima *space factory* in Italia.
- La società, che continua a produrre in quanto "azienda strategica per l'economia nazionale", si appresta a triplicare la superficie produttiva unificando, nella sede di Sarcedo, anche le attività del laboratorio ottico di Occhiobello. Tutti gli investimenti tecnologici in atto sono propedeutici a consentire alla società di ritagliarsi un ruolo da protagonista nell'ambito delle nuove opportunità offerte dalla "New Space Economy" in cui l'accesso allo spazio sarà prerogativa di un bacino sempre più ampio di potenziali clienti.
- Officina Stellare è una delle poche aziende al mondo con la disponibilità interamente "in house" di tutte le capacità e conoscenze necessarie allo sviluppo di strumentazione ottico-meccanica per applicazioni complesse in campo aerospaziale per finalità scientifiche, di ricerca, commerciali o legate alla difesa.
- Nel periodo 2019/2023, pur avendo leggermente rivisto le nostre precedenti stime, riteniamo che il valore della produzione ed il margine operativo lordo (Ebitda) siano in grado di crescere, entrambi, ad un tasso medio annuo del 32%. La crescita media annua dell'utile dovrebbe essere prossima al 40%.
- Manteniamo la Raccomandazione di acquisto con un TP a € 9,3 (da € 10,4)

Anno al 31/12 (K/€)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Valore della Produzione	4.998	7.933	9.000	13.000	18.000	24.000
EBITDA	1.115	2.894	3.302	4.784	6.662	8.924
EBIT	645	1.914	2.102	3.524	5.339	7.574
Utile netto	427	1.421	1.519	2.571	3.914	5.417
Cash flow	897	2.401	2.718	3.831	5.237	6.767
Pfn	-2.019	-	3.274	6.715	11.541	18.329
Equity	904	7.525	9.044	11.614	15.528	20.945
Roe	47,2	18,9	16,8	22,1	25,2	25,9

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

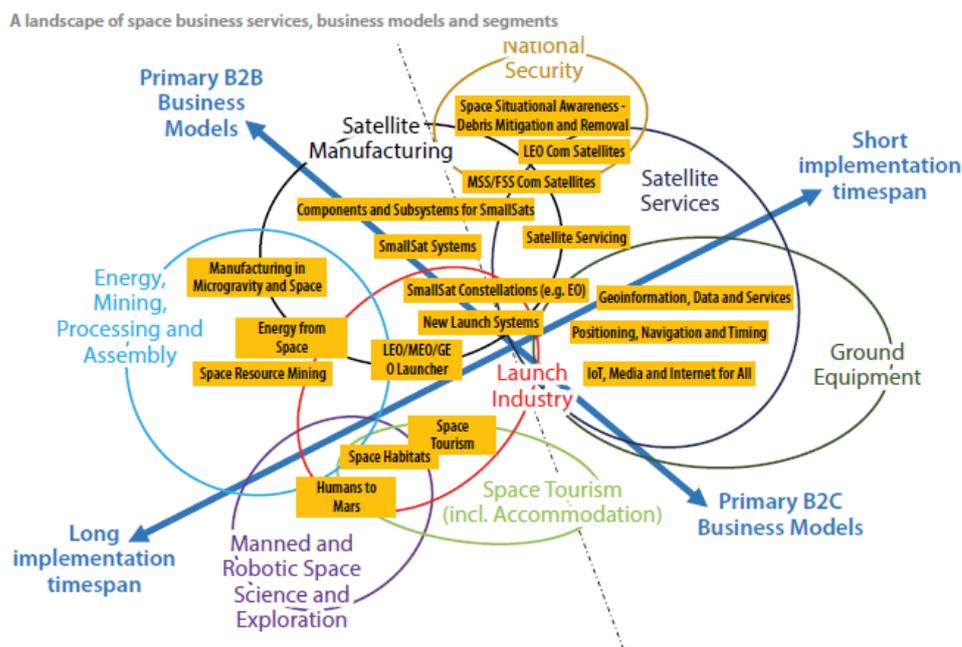
Il Mercato di Riferimento

Officina Stellare è attiva nel settore aerospaziale e si rivolge ad un mercato globale quale primario operatore specializzato nella progettazione, produzione e commercializzazione di telescopi e soluzioni ottico-meccaniche complesse di tipo amatoriale, semiprofessionale e professionale.

La società offre al mercato strumentazione ottico-meccanica (telescopi sia ground-based che space-based), principalmente per applicazioni in campo aerospaziale, per l'osservazione della Terra dallo spazio, per la Laser Communication e per applicazioni nei settori della difesa e della ricerca scientifica.

Con i suoi prodotti, Officina Stellare si rivolge ad una clientela costituita non solo da prosumer (astrofili dalle elevate esigenze prestazionali) ma, soprattutto, da operatori commerciali, università, enti di ricerca scientifica ed enti governativi. La società si offre quale interlocutore unico, partendo dal processo di definizione dei requisiti tecnici richiesti dal committente fino alla consegna o messa in funzione finale.

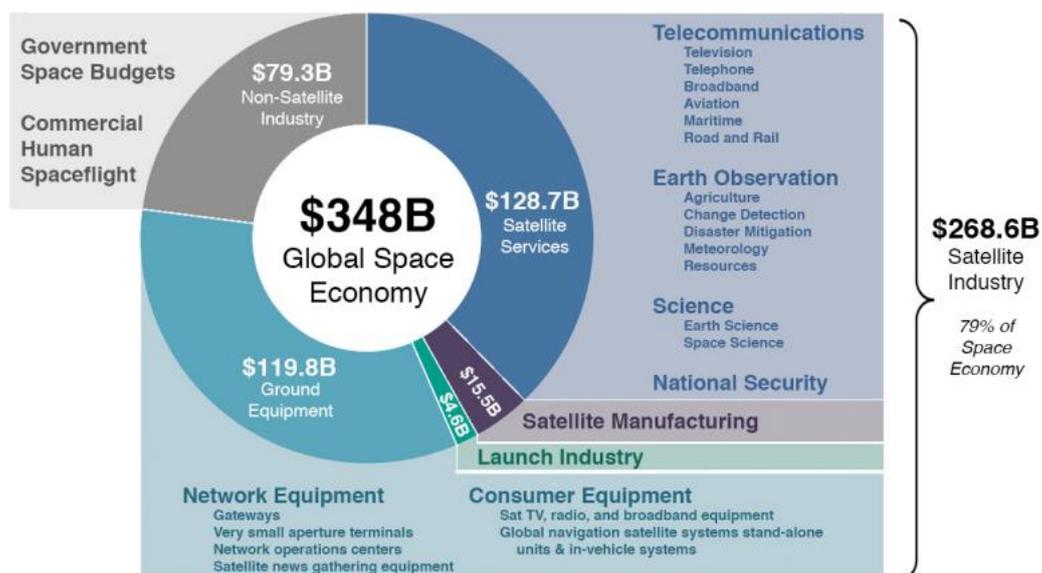
Officina Stellare intende inserirsi, da protagonista, nel macro settore della c.d. "New Space Economy", sfruttando tutta quella serie di opportunità create da una crescente accessibilità, da parte di una sempre più vasta platea di operatori commerciali, al settore spaziale.



Fonte: *The future of the European space sector, European Commission*

Globalmente, l'economia spaziale è cresciuta dell'8,1%, nel 2018, raggiungendo 414,75 miliardi di dollari ed i lanci sono aumentati del 46% rispetto al numero di lanci di un decennio fa (fonte: The Space Report).

Potendo contare su continui miglioramenti tecnologici e su una riduzione dei costi di lancio e gestione dei satelliti, Morgan Stanley stima che il valore globale di tale settore possa raggiungere, nel 2040, un totale di 1,1 trilioni di dollari.



Fonte: 2018 State of the Satellite Industry, SIA

Le principali potenzialità di crescita, per il settore spaziale, sono rappresentate dalle innovazioni tecnologiche che creano nuove opportunità nello sviluppo di prodotti e servizi. I principali driver tecnologici sono rappresentati da:

- **L'implementazione dei Big Data e la Cloud Artificial Intelligence (AI)**
Il settore, con la sua rete di sensori, device e scanner genera una grande quantità di dati che traggono beneficio dall'elaborazione e dall'archiviazione attraverso le tecnologie di Big Data Analytics e di Cloud Computing.
- **Internet of Things (IoT)**
Lo IoT trova spazio di implementazione nella strumentazione e nelle applicazioni geo-spaziali, permettendo un miglioramento del data collection attraverso la rete di satelliti e sensori, nonché la comunicazione fra questi.
- **La realtà aumentata/realtà virtuale (AR/VR) e l'Automation**
Le nuove tecnologie di realtà virtuale e di realtà aumentata, in connubio con l'automation, rappresentano i principali drivers di crescita delle attività di 3D scanning ed Earth Observation, permettendo un'acquisizione di dati in maniera più veloce e più accurata di quanto fosse possibile in passato.

I telescopi proposti da Officina Stellare trovano uno dei principali mercati di sbocco proprio nel segmento dell'Earth Observation (EO) a cui è dedicato il 36,3% dei satelliti stazionanti in orbita terrestre (il 39,7% dei satelliti è dedicato alle telecomunicazioni; il 7% alla navigazione e posizionamento).

L'attività di Earth Observation ha come obiettivi l'acquisizione di informazioni e la mappatura della superficie del nostro pianeta attraverso l'impiego di telescopi installati su piattaforme satellitari o veicoli aerei. Vengono così monitorate terre emerse, masse d'acqua (mari, fiumi, laghi) e atmosfera terrestre. Controllano lo scioglimento dei ghiacci, la salute delle colture agricole ed il rischio frane e siccità.

I satelliti utilizzati nell'attività di telerilevamento possono essere in primo luogo suddivisi in:

- satelliti ottici e satelliti termici che monitorano la superficie e l'atmosfera terrestre attraverso l'analisi della capacità di riflessione e la re-emissione dell'energia solare;
- satelliti radar che, operando attraverso l'emissione di onde lunghe, misurano la quantità di energia ricevuta indietro dalla superficie terrestre.

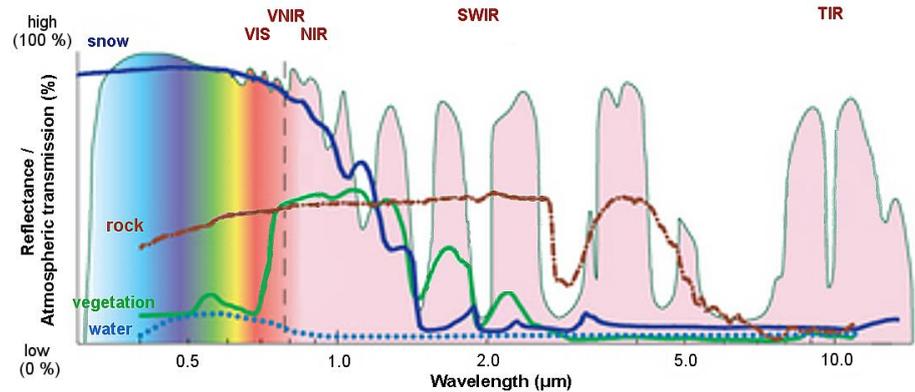
Altra importante suddivisione viene fatta in funzione della risoluzione spaziale del satellite. In tal senso si distinguono:

- satelliti a bassa e media risoluzione spaziale, capaci di mappare una superficie maggiore di cinque metri per pixel;
- satelliti ad alta risoluzione spaziale, in grado di mappare una superficie tra gli uno e i cinque metri per pixel;
- satelliti ad altissima risoluzione spaziale, con una capacità di mappare una superficie di meno di un metro per pixel.

Infine, i satelliti dedicati all'Earth Observation si differenziano in base alla risoluzione spettrale posseduta e cioè per la capacità di operare in una o più porzioni dello spettro cromatico (bande). In tal senso si distinguono:

- satelliti pancromatici, operanti su singola larghezza di banda e in grado di restituire immagini in bianco e nero;
- satelliti a colori, operanti su tre bande dello spettro cromatico (rosso, verde e blu);
- satelliti multispettrali, in grado di operare fino a 16 bande dello spettro cromatico;
- satelliti iperspettrali, operanti su centinaia di bande dello spettro cromatico.

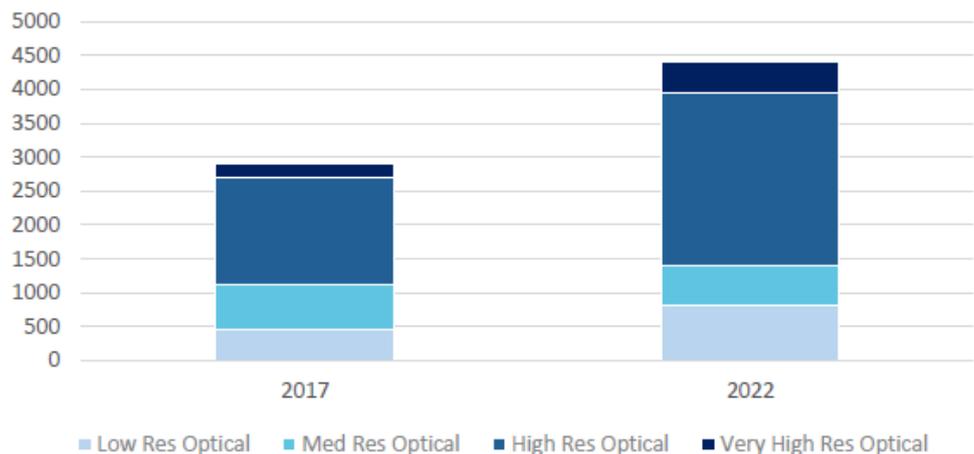
Con l'aumentare della larghezza di banda sulla quale opera il sensore, è possibile ottenere un numero maggiore di informazioni andando a captare la firma spettrale dell'area osservata.



Fonte: Andreas Kaab, University of Oslo

In particolare, con i sensori iperspettrali, operando su di uno spettro cromatico più ampio, è possibile controllare l'inquinamento atmosferico, monitorare i cambiamenti climatici, verificare lo stato di salute delle falde acquifere e fornire maggior supporto all'agricoltura. In tal senso, i telescopi di Officina Stellare risultano in grado di operare su di un ampio spettro cromatico, garantendo il funzionamento anche con sensori multispettrali ed iperspettrali. Inoltre, i telescopi spaziali prodotti da Officina Stellare, permettendo di mappare una superficie con una risoluzione spaziale anche migliore di 1 metro per pixel, rientrano nella categoria di prodotti ad alta ed altissima risoluzione. Tale tipologia di ottiche rappresenta quella più impiegata dal mercato, sia in termini attuali che prospettici.

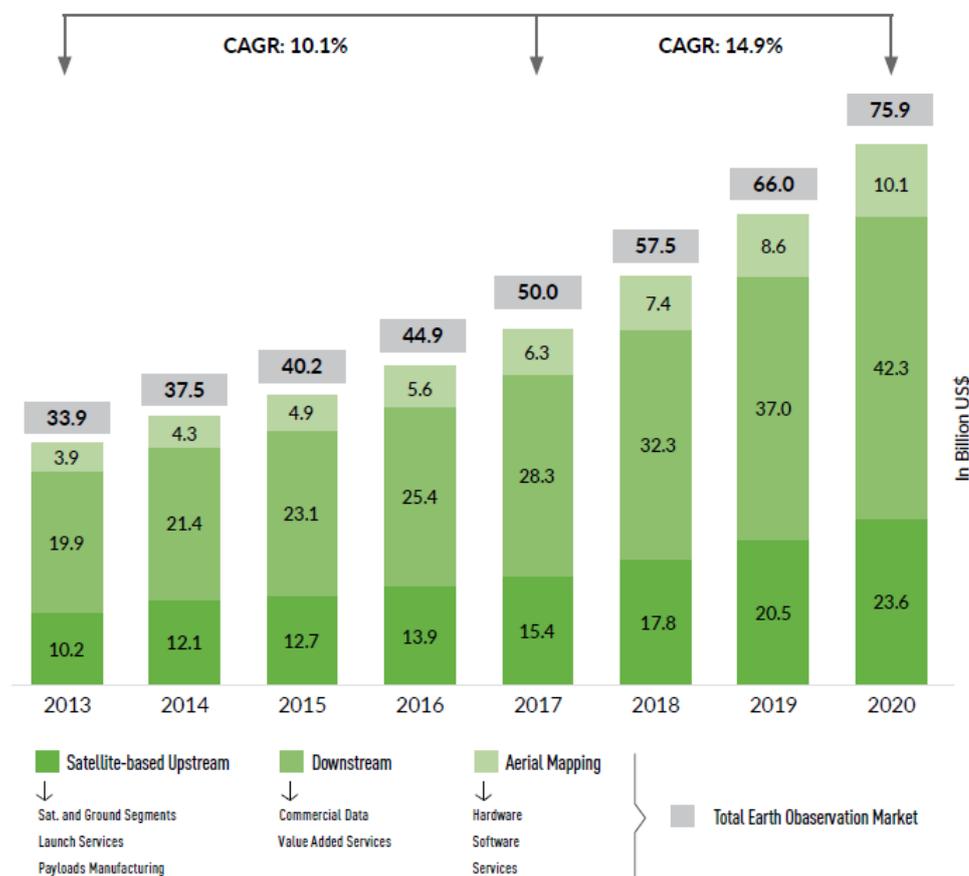
EO Optical Market by Resolution 2017 – 2022, M
(Source: PwC)



Fonte: Copernicus Market report prepared by PwC for European Commission, Febbraio 2019

Complessivamente il segmento dell'Earth Observation ha raggiunto, nel 2017, un valore di 50 miliardi di dollari e si prevede possa portarsi, nel 2020, ad un valore di 75,9 miliardi di dollari con una crescita media annua del 14,9%.

Graph 5.1 – Earth Observation: Global Market Size



Fonte: Geospatial Industry Outlook & Readiness Index, 2018

I lanci di satelliti che svolgono attività di Earth Observation hanno raggiunto, nel 2017, un totale di circa 170 lanci (picco storico). Contestualmente al maggior numero di lanci, si è assistito ad un progressivo aumento nell'uso di sensori ottici ad alta risoluzione.

I satelliti che svolgono attività di Earth Observation, in funzione del tipo di orbita seguita, offrono differenti "revisit time" (intervalli di tempo intercorsi fra osservazioni successive) per l'area osservata.

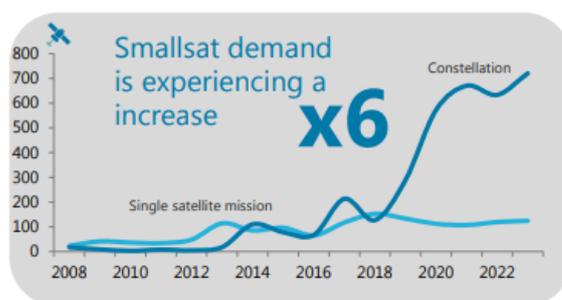
La maggior parte dei satelliti che svolgono attività di telerilevamento si trova ad una specifica orbita bassa (LEO), definita orbita eliosincrona, che si caratterizza per un'altitudine compresa fra i 400 e gli 800 Km dalla superficie terrestre e per un'inclinazione sul piano equatoriale fra i 95 ed i 100 gradi.

Seguendo un'orbita eliosincrona si riescono ad ottenere osservazioni successive con lo stesso angolo di illuminazione da parte della luce solare ma, a causa della considerevole inclinazione, il "revisit time" aumenta con l'avvicinarsi dell'area osservata all'equatore terrestre.

Per ridurre il "revisit time" è possibile ricorrere a costellazioni di satelliti, ovvero una serie di piccoli satelliti contigui che, cooperando fra loro, riescono ad ottenere rilevazioni successive dello stesso punto con un minor intervallo temporale.

Il diffondersi delle costellazioni satellitari rappresenta il principale fattore di crescita per il mercato dei satelliti di piccole dimensioni (massa inferiore ai 500 kg) potendo raggiungere, si stima, fino all'80% della domanda per tale tipologia di satelliti.

Secondo le stime di Euroconsult, per il solo segmento dell'Earth Observation è previsto il lancio di un totale di 1400 nuovi satelliti entro il 2027.

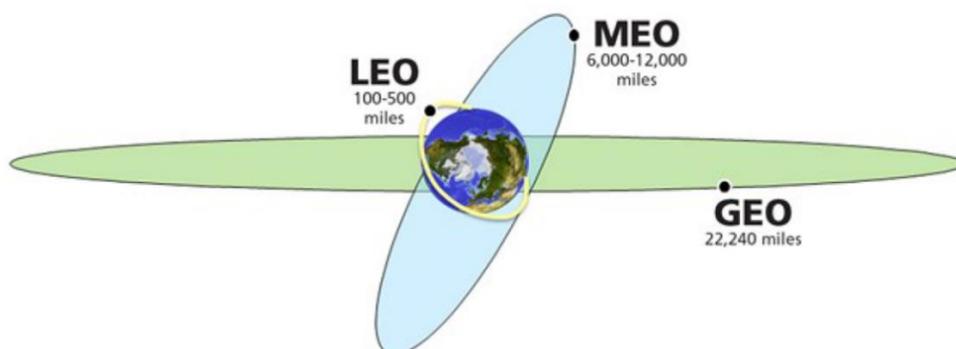


Fonte: Euroconsult, 2018

Inoltre, il fisiologico breve ciclo di vita dei satelliti orbitanti nella LEO (in media tra i 3 e i 7 anni) genera la necessità di una continua sostituzione degli stessi per mantenere in funzionamento efficiente le costellazioni di satelliti create.

Il breve ciclo di vita dei satelliti orbitanti nella LEO è conseguenza diretta del loro posizionamento orbitale.

In corrispondenza delle altitudini interessate, infatti, le caratteristiche dell'atmosfera e l'attrazione gravitazionale terrestre richiedono maggior interventi da parte dei motori per mantenere la traiettoria desiderata. Di conseguenza, il maggior consumo di carburante incide sul periodo totale di funzionamento dei satelliti operanti su tali orbite basse.



Fonte: Morgan Stanley, 2018

I dati raccolti tramite il telerilevamento della superficie e dell'atmosfera terrestre rappresentano un presupposto essenziale per diversi settori che basano le proprie attività sull'elaborazione dei dati raccolti dalla rete di satelliti e sensori impiegati nell'Earth Observation.

La maggior parte della domanda (43% del totale – fonte: Copernicus Market Report by Pwc, 2019) proviene dal settore della difesa che utilizza i dati per motivi di sicurezza e per ragioni strategiche. Tuttavia, l'Earth Observation fornisce dati per numerose applicazioni che vanno dal campo della ricerca scientifica, all'esplorazione del sottosuolo per l'individuazione di risorse naturali:

- **Applicazioni per la difesa e la sicurezza**
L'Earth Observation permette di tenere traccia delle spedizioni illegali, identificare le rotte di immigrazione clandestina, identificare veicoli e ogni tipo di risorsa strategica, riuscendo ad ottenere aggiornamenti su ogni sito di interesse.
- **Applicazioni per il monitoraggio del suolo**
L'Earth Observation permette di monitorare le risorse minerarie, l'umidità del suolo e i livelli delle acque, fornendo una buona indicazione di quanto siano probabili rischi di alluvione e siccità. Inoltre, è possibile individuare rapidamente le aree colpite da calamità naturali e coordinare meglio i soccorsi.
- **Applicazioni per l'agricoltura**
Le immagini satellitari possono aiutare nella gestione della salute delle coltivazioni. Infatti, monitorando il contenuto di clorofilla lungo il ciclo di crescita delle piante, è possibile individuare aree che richiedono l'uso di maggiori quantità di fertilizzante ed acqua.
- **Applicazioni marittime**
Le immagini scattate dallo spazio risultano fondamentali per una migliore comprensione delle zone costiere, delle specie marine e delle rotte di navigazione. Attraverso l'Earth Observation possono essere tracciate le navi illegali e si può evitare lo sversamento o lo scarico illegale di agenti inquinanti.
- **Applicazioni ambientali**
Attraverso l'attività di telerilevamento è possibile proteggere le aree di conservazione e costruire una mappa continuamente aggiornata della deforestazione, combattendo pratiche illegali compiute sul territorio. Le immagini riprese dai satelliti rappresentano uno dei pochi metodi a disposizione per il monitoraggio di vaste foreste.
- **Applicazioni per servizi urbanistici**
L'imaging satellitare consente di tracciare la crescita urbana acquisendo frequentemente immagini della stessa zona. Le immagini ottenute possono aiutare ad identificare il cambiamento o l'uso illegale della superficie con nuovi edifici e strutture.

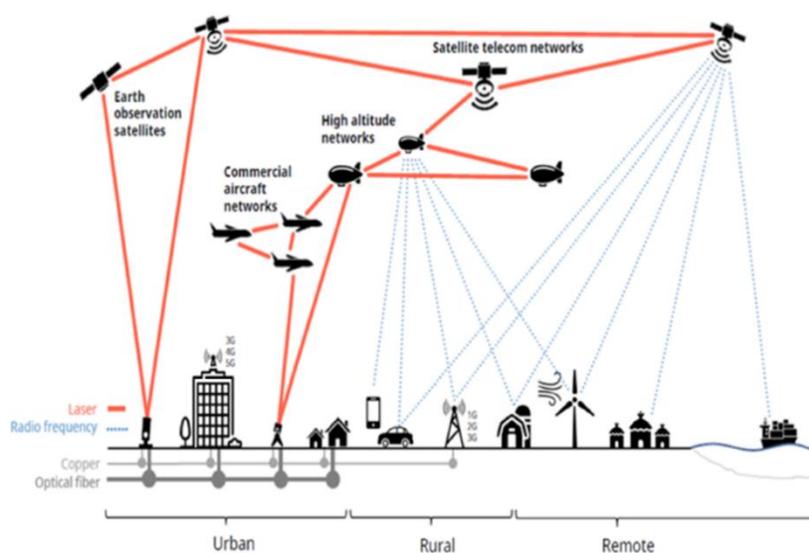
La crescente domanda di trasmissione dati, come conseguenza del maggior numero di satelliti in orbita, crea anche nuove esigenze in termini di sistemi di comunicazione sia tra satelliti appartenenti ad una stessa costellazione che fra satelliti ed infrastrutture terrestri.

Lo sviluppo di nuovi sistemi di comunicazione sta privilegiando anche l'utilizzo di luce laser come mezzo di trasmissione di informazioni e dati attraverso l'impiego di sensori ottici.

Officina Stellare, nell'ambito della "Laser Communication" (LC), è presente all'interno dei principali team mondiali che stanno sviluppando proprio la nuova generazione di apparecchiature di trasmissione ottica (Free Space Optics Communication Technology).

L'impiego di sistemi di comunicazione FSO rappresenta la risposta della "New Space Economy" ai limiti delle tecnologie di comunicazione a onde radio. Questi limiti sono costituiti da:

- limitata velocità di trasmissione dei dati;
- bassa efficienza energetica, richiedendo quantità di energia maggiore con il crescere della distanza percorsa dal dato trasmesso;
- limitata disponibilità di canali radio liberi;
- elevata latenza (ritardo nell'accesso ai dati);
- forte rischio di "intercettazione" dei dati trasmessi qualora non criptati.



L'impiego di tecnologie di comunicazione laser, invece, non solo permette di superare tutti questi limiti ma, contestualmente, consente di aumentare gli standard di sicurezza. Si rende possibile una trasmissione dati immune da intercettazioni da parte di terzi e si scongiura il rischio di perdere informazioni.

In base ai dati comunicati da Markets and Markets ("Free Space Optics and Visible Light Communication - Global Forecast to 2023"), il mercato delle comunicazioni FSO, nel 2018, ha raggiunto un valore di 0,27 miliardi di dollari e dovrebbe poter raggiungere, nel 2023, un ammontare pari a 1,45 miliardi di dollari, per una crescita ad un tasso medio annuo del 39,58%.

Oltre alle citate esigenze in termini Earth Observation e di comunicazione, l'affollamento in orbita bassa attorno alla terra, quella più congestionata di tutte, di almeno cinque mila satelliti (di cui però solo due mila funzionanti), di un gran numero di detriti spaziali derivanti da satelliti fuori uso, pezzi di razzi, detriti di collisioni (sono stimati circa 23 mila detriti di dimensioni maggiori di 10 cm; 500 mila detriti di dimensioni da 1 a 10 cm ed oltre 100 milioni di detriti con dimensioni superiori a 1 mm, tutti "viaggianti" a 10/15 km al secondo), nonché la previsione di un aumento del numero di satelliti in orbita, crea anche la necessità di poter fare affidamento su di un sistema di Space Situational Awareness (SSA) ovvero una rete di telescopi in grado di monitorare, con costanza, lo spazio e generare "alert" tempestivi in modo da evitare collisioni fra satelliti orbitanti intorno alla terra (o fra satelliti e detriti spaziali).

Anche in questo mercato, caratterizzato dallo stanziamento di ingenti fondi pubblici (95 milioni di euro annunciati dalla sola Agenzia spaziale europea fino al 2020), Officina Stellare è presente con un consolidato "package" di prodotti già in uso, ad esempio, dall'Aeronautica Italiana e dall'Agenzia Spaziale Coreana (KASI).

Tra i suoi prodotti, la società offre anche una gamma di soluzioni per applicazioni nel settore della difesa (cui sono dedicati il 21,6% dei satelliti in orbita terrestre), producendo e sviluppando sistemi ottici di supporto nonché sistemi di tracciamento ad alta velocità.

Secondo quanto previsto da Mordor Intelligence ("Global Military Electro Optical and Infrared Systems Market" - 2018), il mercato degli strumenti ottici per applicazioni militari dovrebbe raggiungere, globalmente, nel 2023, un totale di 22 miliardi di dollari, con gli Stati Uniti come primo mercato in termini di valore.

Il principale driver di crescita della domanda è rappresentato dalla diffusione di droni UAV (Unmanned aerial vehicle) in sostituzione dei tradizionali veicoli con pilota per le missioni di ricognizione e sorveglianza. Tale tipologia di veicoli, infatti, richiede un massiccio impiego di apparecchiature ottiche e sistemi di tracciamento. Anche l'impiego di veicoli militari tradizionali come navi, sottomarini, veicoli armati ed elicotteri alimenta una domanda di strumentazione di tipo ottico prevista in crescita nei prossimi anni.

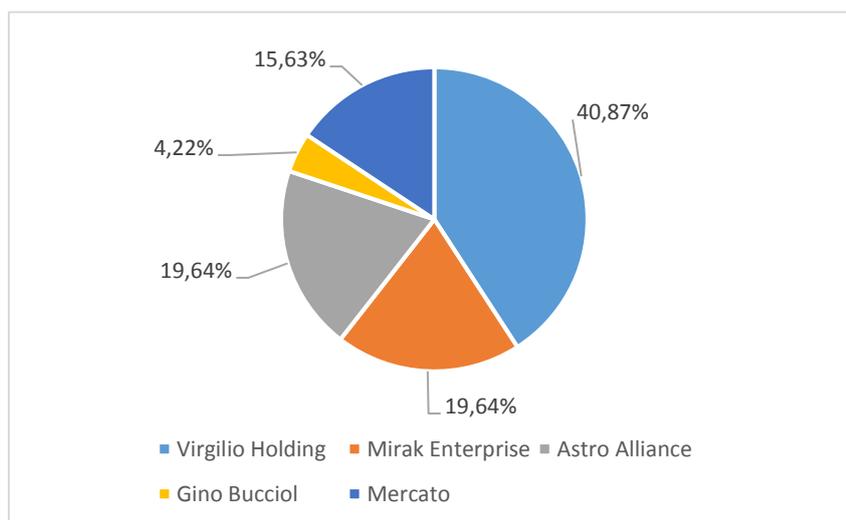
Infine, Officina Stellare offre anche telescopi di tipo tradizionale rivolti ad università, enti di ricerca scientifica e ad una clientela di utenti privati con particolare esigenze in termini di requisiti prestazionali.

Stando alle previsioni di QY Research ("Global Telescope Market Research Report 2018"), il mercato dei classici telescopi ha raggiunto, nel 2017, un valore globale pari a 150 milioni di dollari e si stima possa giungere a 170 milioni di dollari nel 2025 (CAGR dell'1,9%). Osservando la composizione della domanda da un punto di vista della tecnologia di prodotto, i telescopi rifrattori (basati sull'utilizzo di lenti) ed i telescopi riflettori (basati sull'utilizzo di specchi) rappresentano i principali prodotti venduti, con circa il 90% della domanda costituita da telescopi di tipo entry-level.

Attività e Strategie

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

Il capitale sociale è costituito da 5.544.439 azioni ed è detenuto per il 40,87% dalla Virgilio Holding Spa, holding di partecipazioni della famiglia Gianni, per il 19,64% dalla Mirak Enterprise Srl di Giovanni Dal Lago, fondatore e CEO, per il 19,64% da Astro Alliance Srl e per il 4,22% da Gino Bucciol, fondatore e Chief Business Development Officer. Il restante 15,63% è costituito da flottante sul mercato.



I warrants (“Warrants Officina Stellare 2019-2022”) emessi in sede di aumento di capitale a servizio del collocamento in borsa in rapporto 1:2 ammontano a n. 433.374 ai quali si sono recentemente aggiunti 15.000 warrants assegnati dal CdA. Complessivamente, quindi, il numero di outstanding warrants, attualmente teoricamente esercitabili, sono in numero di: 448.374. Risultano a disposizione del Cda, per eventuali assegnazioni, ulteriori 35.000 warrants.

Per il loro esercizio sono previsti tre periodi temporali di riferimento:

- Primo periodo di esercizio: compreso tra il 18 maggio 2020 ed il 1 giugno 2020 ed è previsto un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 6,60 euro.
- Secondo periodo di esercizio: compreso tra il 17 maggio 2021 ed il 31 maggio 2021 ed è previsto un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 7,26 euro.
- Terzo periodo di esercizio: compreso tra il 16 maggio 2022 ed il 30 maggio 2022 ed è previsto un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 7,99 euro.

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

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



Oltre ad una moltitudine di singoli clienti appartenenti al “mercato prosumer”, alcuni dei principali clienti di Officina Stellare risultano essere:

In termini di backlog orders, pari ad € 10,44 milioni al 20.04.2020, il 51,8% di questi fa riferimento a vendite legate alla Ricerca, il 38,2% al settore Aerospace ed il 6,9% alla Difesa.

▪ **Università ed istituti di ricerca scientifica**



NASA
USA



Princeton University
USA



Pontificia Universidad of Chile
Cile



M.I.T.
USA



Qatar Foundation
Qatar



University of Toronto
Canada



Indian Space Research Organization
India



Chinese Academy of Sciences
Cina



Université de Genève
Svizzera



Berna University
Svizzera



GeorgiaTech
USA



US Naval Obs.
USA

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



AIRBUS

Airbus
Francia



The Aerospace Corporation
USA



Korean Space Agency
Corea



EOS Space
Australia



SpaceTeq - Denel
Sud Africa



ATA Corp
USA

- **Clienti del settore della difesa**



Aeronautica Militare
Italia



Vitrociset
Italia



Telespazio
Italia



US Air Force
USA



CI Systems
Israel



Photo-Sonics
USA

La società rappresenta uno dei pochi produttori al mondo ad avere un catalogo di prodotti "standard" molto diversificato in termini di prestazioni/caratteristiche. Tale catalogo presenta sei diverse famiglie di prodotti, tutti caratterizzati da una struttura in alluminio e carbonio (opzionalmente anche totalmente in carbonio):

1. ProRC

Disponibile con coating (rivestimento dello specchio principale) in alluminio, argento oppure oro, rappresenta una soluzione completamente immune da effetti di aberrazione cromatica, riuscendo ad offrire le stesse prestazioni a qualsiasi lunghezza d'onda.



2. RiFast

Questa famiglia di prodotti possiede uno schema ottico unico caratterizzato da uno specchio principale asferico ed una lente secondaria sferica. La presenza di 3 elementi correttori localizzati vicino al fuoco ed una meccanica particolarmente stabile per facilitare la collimazione, rendono i telescopi della linea RiFast in grado di ottenere il miglior risultato in termini di correzione, nonché un'immagine priva di aberrazione cromatica.



3. RiDK

Dotati di un rapporto focale nativo di $f / 7$, i prodotti della famiglia RiDK rappresentano un'evoluzione del design Dall-Kirkham e si propongono come un punto di riferimento sul mercato. Si tratta della famiglia di prodotti più "universale" ed accessibile di tutta l'offerta a catalogo.



4. RH Veloce

Il particolare design di questi prodotti consente di avere un perfetto connubio tra rapporto focale estremamente veloce ed alta definizione delle immagini. I prodotti di questa linea sono dotati di un obiettivo a piena apertura, lievemente convergente, ed uno specchio primario "Mangin" (dal nome del suo inventore). Questo tipo di specchio presenta un rivestimento sulla superficie posteriore, anziché sulla parte anteriore, in modo che la luce passi attraverso il vetro, venga riflessa dal rivestimento e quindi attraversi nuovamente il vetro.



5. Serie BiOS

La proposta è costituita da un telescopio a scelta della serie ProRC, RiDK o RiFast equipaggiato su un supporto Taurus EQ affiancato al software "The Sky X".



6. OS Mount

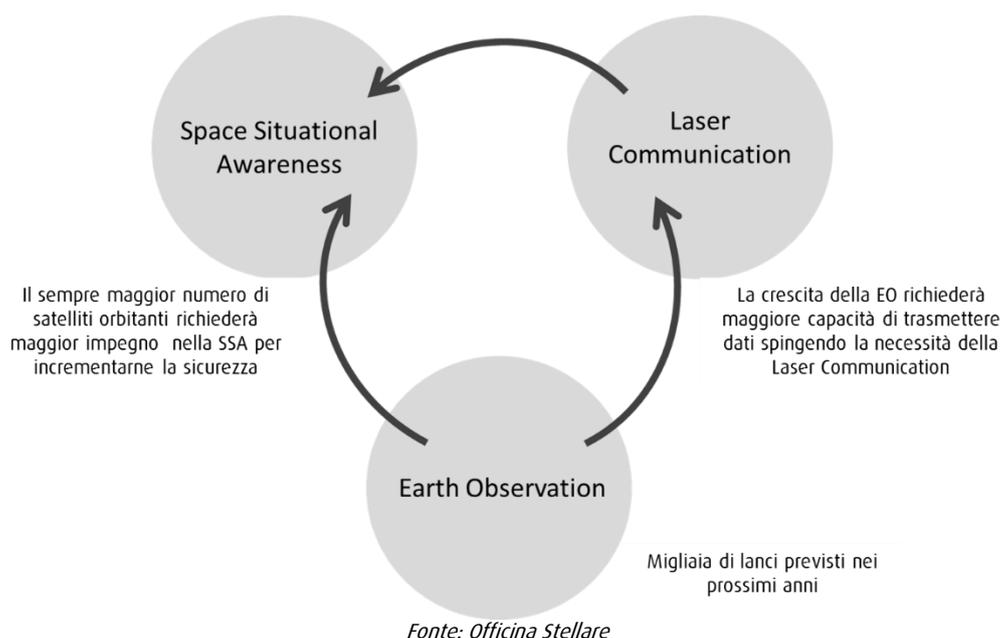
Si tratta di un supporto professionale progettato per massimizzare le prestazioni dinamiche e ridurre al minimo i problemi termoplastici (deformazioni meccaniche o termiche). La soluzione, equipaggiata sia con motori direct drive che con motori brushless, si accompagna ad una suite software Sky X. Rappresenta un prodotto particolarmente adatto alle applicazioni nella ricerca scientifica, nell'osservazione ed il tracciamento di satelliti nonché alla comunicazione laser.



Il Modello di Business

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

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



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

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

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

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

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

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

Fonte: Officina Stellare

Attraverso gli investimenti avviati e quelli programmati per il prossimo futuro (nel corso del 2019 e nei primi mesi del 2020 sono stati acquistati sistemi di metrologia, due macchinari per la produzione ottiche: una generatrice di forma di altissima precisione e una di lucidatura e asferizzazione con risoluzione nanometrica), la società intende rendersi, quanto prima, completamente autonoma sull'intero processo produttivo, con l'intenzione ultima di lasciare quali uniche attività esternalizzate quelle dell'approvvigionamento dei materiali grezzi (vetro-ceramica o quarzo), nonché l'attività di "coating".

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

Nel corso del 2019 sono state completate importanti forniture in differenti aree di business, tra le quali:

- La consegna, ad una primaria società aerospaziale europea, di un collimatore di altissime prestazioni che attualmente risulta operativo a Tolosa (Francia.) Questo viene utilizzato dal cliente quale sistema di riferimento per testare la qualità della propria produzione spaziale.
- L'avvenuto collaudo positivo, presso la sede della società, del telescopio PAM. Trattasi di uno dei più grandi ed avanzati telescopi che verrà installato in Italia, presumibilmente dopo la primavera del 2020 a causa dell'altitudine e delle difficoltà di accesso al sito di destinazione (Monte Mufara, Sicilia).
- La consegna di un *balloon telescope* alla prestigiosa Princeton University (USA) e successivamente installato su di un pallone sonda ed utilizzato per ricerca in alta atmosfera.
- La consegna di un sottosistema ottico per lo spettrografo del progetto SONG (Stellar Observation Network Group), installato con successo al SONG Observatory on Mount Kent, Queensland, Australia.
- La fornitura di un *payload* ottico (telescopio spaziale) per il National Institute of Aeronautics and Space indonesiano. Si tratta di un telescopio a largo campo che l'ente destinerà ad *Earth Imaging*.
- La realizzazione delle lenti giganti del progetto MOONS (acronimo di Multi-Object Optical and Near-infrared Spectrograph), strumento che verrà installato su uno dei quattro telescopi da 8 metri del VLT e destinato a studiare la composizione chimica delle atmosfere dei pianeti extrasolari.
- La realizzazione di componenti per il collimatore NIR del progetto SCORPIO (acronimo di Spectrograph and Camera for Observation of Rapid Phenomena in the Infrared and Optical), spettrografo e un imager a banda larga, a media risoluzione, per il Large Synoptic Survey Telescope.

Nei prossimi anni, l'obiettivo di Officina Stellare è quello di riuscire a consolidare la propria posizione di leadership nella realizzazione di sistemi opto-meccanici per la *New Space Economy* e con un focus specifico sulle applicazioni che richiedono, da un lato, alti contenuti tecnologici e di prestazione e, dall'altro, competitività economica e contenuto time-to-market. Verrà aperta una sede in Nord America (Virginia- USA) e perseguito uno sviluppo commerciale su applicazioni diverse, soprattutto spaziali, che si cercherà possa risultare trasversale verso tutte le aree geografiche.

ESG Highlights: *Environmental, Social, Governance*

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

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

ESG

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

ESG

- L'azienda è molto attiva in ambito locale, contribuendo a varie iniziative etiche e culturali. L'azienda è sponsor, già da alcuni anni, del premio "Lorenzoni" presso l'Università di Padova, collabora con SAIT (Società Astronomica Italiana) e l'Università di Padova. Inoltre, è sponsor di "LEGO League" (scuole medie inferiori) e alcuni anni fa ha sottoscritto una convenzione didattica con il Comune di Sarcedo che prevede l'osservazione del cielo notturno presso gli osservatori dell'azienda, mettendo a disposizione i propri astronomi per divulgazioni presso le scuole elementari e medie.
- L'azienda sponsorizza master universitari presso le Università "La Sapienza" di Roma (Dipartimento di Ingegneria Aerospaziale) e Cà Foscari di Venezia, seguendo poi il percorso formativo dello studente fino all'eventuale inserimenti in azienda come risorsa specializzata.
- L'azienda è molto sensibile alla formazione interna con un sistema di "formazione continua", destinata alle figure di tutti i livelli, dove formatori esterni, altamente qualificati, tengono, periodicamente, corsi durante il normale orario lavorativo.
- Sta nascendo "Accademia Stellare" per l'alta formazione continua, in collaborazione con l'Università di Padova, l'Osservatorio di Padova ed il CNR. Inoltre, è stato attivato un dottorato industriale triennale in collaborazione con l'Università di Padova, Dipartimento di Ingegneria industriale.

ESG

- Meccanismi a tutela delle minoranze (voto di lista al 10% per nomina del CdA e del collegio sindacale).
- E' presente una quota rosa sia nel CDA che nel Comitato Operativo.

Fonte: informazioni tratte dal questionario ESG compilato dalla Società

Risultati FY 2019

Euro (k)	FY2018	FY2019	VAR%	FY2019E
Valore della produzione	4.998	7933	59	8120
Materie prime	1.607	1.786		1700
%	32,2	22,5		20,9
Servizi	1.094	1.131		1585
%	21,9	14,3		19,5
Godimento beni di terzi	134	124		150
%	2,7	1,6		1,8
Valore aggiunto	2163	4892	126	4685
%	43,3	61,7		57,7
Personale	1.083	1.626	50	1753
%	21,7	20,5		21,6
Oneri diversi di gestione	166	178		200
%	3,3	2,2		2,5
Variazione Rimanenze	(201)	194		167
Ebitda	1.115	2.894	159	2564
%	22,3	36,5		31,6
Ammortamenti e svalutazioni	465	974	109	894
%	9,3	12,3		11
Accantonamenti	5	7		20
%	0,1	0,1		0,2
Ebit	645	1914	197	1650
%	12,9	24,1		20,3
Oneri (Proventi) finanziari	53	52		70
%	1,1	0,7		0,9
Utile ante Imposte	592	1.861	214	1580
%	11,9	23,5		19,5
Imposte	165	441		453
Tax Rate%	27,9	23,7		28,7
Risultato netto	427	1.421	233	1127
%	8,5	17,9		13,9
Cash Flow	897	2041	168	2041
%	18	30,3		25,1
PFN	-2.019	-		3112
Equity	904	7525		6984
ROI	22,1	25,4		42,6
ROE	47,2	18,9		16,1

Fonte: Officina Stellare

A consuntivo 2019 i ricavi di vendita sono cresciuti del 45%, ad € 3,8 milioni da € 2,6 milioni dell'esercizio precedente, con il 34,9% realizzato verso clienti europei (Italia inclusa), il 53,4% verso clienti americani ed il rimanente 11,7% verso clienti asiatici. In termini di valore della produzione, questo ha raggiunto i 7,9 milioni di euro a fronte dei 5 milioni registrati nel 2018, con un incremento annuo del 59% e non troppo lontano da € 8,1 milioni da noi stimati. Tale incremento è risultato determinato dalla capacità della società di posizionarsi su mercati e segmenti caratterizzati da commesse dal maggior valore medio e al contestuale incremento della capacità produttiva. Il valore aggiunto è aumentato del 126%, raggiungendo € 4,9 milioni da € 2,2 milioni del 2018, con un'incidenza sul valore della produzione salita al 61,7% dal precedente 43,3%. L'aumento del 50% nel costo del lavoro (da € 1,1 milioni al 31.12.2018 ad € 1,6 milioni), a seguito della strategia di rafforzamento del capitale umano, non ha impedito al margine operativo lordo (Ebitda) di crescere del 159%, passando da € 1,1 milioni al 31.12.2018 ad € 2,9 milioni, oltre i 2,6 milioni da noi preventivati. La marginalità lorda sul valore della produzione, da noi attesa al 31,6%, si è invece attestata al 36,5% rispetto al 22,3% del 2018. In termini di risultato operativo netto (Ebit), questo si è portato ad € 1,9 milioni rispetto ad € 645 migliaia del consuntivo 2018 (+197%) e rispetto ad € 1,65 milioni da noi stimati. La relativa marginalità netta sul valore della produzione è risultata quindi pari al 24,1% rispetto ad un quoziente atteso di 20,3% e rispetto al 12,9% del precedente esercizio. Officina Stellare ha quindi chiuso il bilancio 2019 con un utile netto di esercizio pari ad € 1,4 milioni, da € 1,1 milioni da noi stimati e rispetto ad € 427 migliaia dell'esercizio 2018 (+233%), con un net margin al 17,9% rispetto al 13,9% stimato e rispetto all'8,5% consuntivato nel 2018. La posizione finanziaria netta è nulla, rispetto ad un indebitamento netto pari ad € 2 milioni nel 2018 mentre il patrimonio si è attestato ad € 7,5 milioni da € 904 migliaia del precedente esercizio. Nel corso dell'anno sono stati effettuati investimenti per un ammontare di € 3,3 milioni la maggior parte dei quali finalizzati all'implementazione della tecnologia dei prodotti e dei processi produttivi, nonché all'efficientamento produttivo per la realizzazione della *Space Factory*.

Outlook 2020-2023

Old Estimates

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

Euro (k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
Valore della produzione	4.998	8.120	13.172	16.857	21.795	28.420	41,6%
Materie prime	1607	1.700	2.777	3.495	4.186	5.106	
%	32,2	20,9	21,1	20,7	19,2	18,0	
Servizi	1.094	1.585	2.590	3.154	3.663	4.515	
%	21,9	19,5	19,7	18,7	16,8	15,9	
Godimento beni di terzi	134	150	392	513	514	515	
%	2,7	1,8	3,0	3,0	2,4	1,8	
Valore aggiunto	2.163	4.685	7.413	9.695	13.432	18.284	53,2%
%	43,3	57,7	56,3	57,5	61,6	64,3	
Personale	1.083	1.753	2.848	3.878	5.098	7.014	
%	21,7	21,6	21,6	23,0	23,4	24,7	
Oneri diversi di gestione	166	200	360	463	549	738	
%	3,3	2,5	2,7	2,7	2,5	2,6	
Variazioni Rimanenze	201	-167					
Ebitda	1.115	2.564	4.205	5.354	7.785	10.532	56,7%
%	22,3	31,6	31,9	31,8	35,7	37	
Ammortamenti e svalutazioni	465	894	1.382	1.340	1.424	1.575	
%	9,3	11	10,5	7,9	6,5	5,5	
Accantonamenti	5	20	17	25	39	46	
%	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	
Ebit	645	1.650	2.806	3.989	6.322	8.911	69,1%
%	12,9	20,3	21,3	23,7	29,0	31,4	
Oneri (Proventi) finanziari	53	70	30	19	10	4	
%	1,1	0,9	0,2	0,1	0,0	0,0	
Utile ante Imposte	592	1.580	2776	3.970	6.312	8.907	72%
%	11,9	19,5	21,1	23,5	29,0	31,3	
Imposte	165	453	722	1112	1767	2494	
Tax Rate%	27,9	28,7	26	28	28	28	
Risultato netto	427	1.127	2054	2858	4545	6413	71,9%
%	8,5	13,9	15,6	17	20,9	22,6	
Cash Flow	897	2041	3453	4223	6008	8034	
%	18	25,1	26,2	25	27,6	28,3	
PFN	-2.019	3.112	3.136	7.300	13.017	20.700	
Equity	904	6.984	9.038	11.897	16.442	22.855	
ROE	47,2	16,1	22,7	24	27,6	28,1	

New Estimates

Euro (k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
Valore della produzione	4.998	7.933	9.000	13.000	18.000	24.000	36,9%
Materie prime	1607	1.786	2.025	2.964	4.104	5.640	
%	32,2	22,5	22,5	22,8	22,8	23,5	
Servizi	1.094	1.131	1.287	1.859	2.628	3.552	
%	21,9	14,3	14,3	14,3	14,6	14,8	
Godimento beni di terzi	134	124	225	338	504	720	
%	2,7	1,6	2,5	2,6	2,8	3	
Valore aggiunto	2.163	4.892	5.463	7.839	10.764	14.088	45,5%
%	43,3	61,7	60,7	60,3	59,8	58,7	
Personale	1.083	1.626	1.900	2.600	3.400	4.300	
%	21,7	20,5	21,1	20	18,9	17,9	
Oneri diversi di gestione	166	178	261	455	702	864	
%	3,3	2,2	2,9	3,5	3,9	3,6	
Variazioni Rimanenze	201	-194					
Ebitda	1.115	2.894	3.302	4.784	6.662	8.924	51,6%
%	22,3	36,5	36,7	36,8	37	37,2	
Ammortamenti e svalutazioni	465	974	1.200	1.260	1.323	1.350	
%	9,3	12,3	13,3	9,7	7,3	5,6	
Accantonamenti	5	7					
%	0,1	0,1					
Ebit	645	1.914	2.102	3.524	5.339	7.574	63,7%
%	12,9	24,1	23,4	27,1	29,7	31,5	
Oneri (Proventi) finanziari	53	52	50	50	50	50	
%	1	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	
Utile ante Imposte	592	1.861	2.052	3.474	5.289	7.524	
%	11,9	23,5	22,8	26,7	29,4	31,3	
Imposte	165	441	533	903	1.375	2.107	
Tax Rate%	27,9	23,7	26	26	26	28	
Risultato netto	427	1.421	1.519	2.571	3.914	5.417	66,2%
%	8,5	17,9	16,9	19,8	21,7	22,6	
Cash Flow	897	2.401	2.718	3.831	5.237	6.767	
%	18	30,3	30,2	29,5	29,1	28,2	
PFN	-2.019	-	3.274	6.715	11.541	18.329	
Equity	904	7.525	9.044	11.614	15.528	20.945	
CIN	2.923	7.525	5.770	4.900	3.987	2.617	
ROE	47,2	18,9	16,8	22,1	25,2	25,9	
CAPEX	1.734	3.309	3.300	1.000	1.000	1.000	
NWC	261	3.105	-750	-1.360	-1.950	-2.970	

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

In periodo di lockdown produttivo generalizzato, Officina Stellare è rimasta operativa in quanto le attività dell'industria dell'aerospazio e della difesa sono considerate di rilevanza strategica per l'economia nazionale. Allo stato attuale l'impatto sull'attività aziendale è risultato limitato ma non è tuttavia da escludere eventuali future contrazioni nel volume di talune attività commerciali ed industriali. La Società ha sicuramente il vantaggio di godere di una diversificazione internazionale dei clienti ma risulterà da verificare quale impatto la diffusione del virus Covid 19 potrà avere sulle commesse in corso e quale ritardo possa eventualmente generare sulle commesse da acquisire. A tale riguardo abbiamo proceduto a rivedere il piano prospettico delle nostre stime per il periodo 2020/2023.

A consuntivo 2020 abbiamo stimato il valore della produzione ad € 9 milioni dalle nostre precedenti stime di € 13,2 milioni. Al 2023 stimiamo ora il raggiungimento di € 24 milioni dai 28,4 milioni in precedenza preventivati. Il tasso medio annuo di crescita del valore della produzione, per il periodo 2018/2023, lo abbiamo portato al 37% da precedente 41,6%.

In termini di margine operativo lordo (Ebitda), stimiamo il raggiungimento, nel 2020, di € 3,3 milioni dalla nostra precedente stima di € 4,2 milioni mentre al 2023 riteniamo che possano essere raggiunti € 8,9 milioni rispetto ad € 10,5 milioni in precedenza stimati. Il tasso medio annuo di crescita lo portiamo al 51,6% dal precedente 56,7%.

Il risultato operativo netto (Ebit) dovrebbe raggiungere € 2,1 milioni a consuntivo 2020, da € 2,8 milioni in precedenza stimati mentre al 2023 riteniamo raggiungibile l'obiettivo di € 7,6 milioni dal precedente target di € 8,9 milioni. Anche in questo caso il relativo tasso medio annuo di crescita, sul periodo 2018/2023, lo abbiamo abbassato dal precedente 69,1% al 63,7%. Il risultato netto lo stimiamo ad € 1,5 milioni a consuntivo 2020 e ad € 5,4 milioni a fine periodo previsionale, con un tasso medio annuo di crescita che resta elevato al 66,2%.

La posizione finanziaria netta la stimiamo sempre positiva (da € 3,3 milioni a consuntivo 2020 a € 18,3 milioni a fine 2023), a ragione dei flussi di cassa generati nel periodo e di un capitale circolante costantemente negativo mentre il patrimonio netto dovrebbe portarsi (al 2023) ad € 20,9 milioni da € 9 milioni a consuntivo 2020.

Valuation

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

Il tasso di crescita perpetua è stato confermato all'1% ed il WACC è stato determinato al 12,75% (dal precedente 12,25%) con un Free Risk Rate all'1,5% (precedente 1,75%), un Coefficiente Beta immutato e pari all'unità ed un Market Risk Premium all'11,25% dal precedente 10,5%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a € 51,6 milioni ed **un valore ad Equity pari a 9,3 euro/azione**. La nostra raccomandazione permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E
Ebit	2.102	3.524	5.339	7.574
Imposte	533	903	1.375	2.107
NOPAT	1.569	2.621	3.964	5.467
D&A	1.200	1.260	1.323	1.350
Capex	3.300	1.000	1.000	1.000
CNWC	-3.855	-610	-590	-1.020
FOCF	3.324	3.491	4.877	6.837

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1
WACC (%)	12,75
Discounted Terminal Value	37.792
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	13.850
Enterprise Value	51.642
Net financial position as of 31/12/2019	-
Equity Value	51.642
Numero di azioni	5.544.439
Value per share	9,3

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
15.10.2019	Buy	10,4 €	8,34 €
24.06.2019	Buy	9,53 €	-

Key to Investment Rating (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%

HOLD: Expected to perform +/- 10%

REDUCE: Target achieved but fundamentals disappoint

SELL: Downside potential at least 15%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Valore della Produzione	4998	7933	9000	13000	18000	24000
Materie Prime	1607	1786	2025	2964	4104	5640
Costi per Servizi	1094	1131	1287	1859	2628	3552
Beni di terzi	134	124	225	338	504	720
VALORE AGGIUNTO	2163	4892	5463	7839	10764	14088
Costo del lavoro	1083	1626	1900	2600	3400	4300
Oneri diversi di gestione	166	178	261	455	702	864
EBITDA	1115	2894	3302	4784	6662	8924
Ammortamenti & Svalutazioni	465	974	1200	1260	1323	1350
Accantonamenti	5	7	-	-	-	-
EBIT	645	1914	2102	3524	5339	7574
Oneri finanziari	53	52	50	50	50	50
UTILE ANTE IMPOSTE	592	1861	2052	3474	5289	7524
Imposte	165	441	533	903	1375	2107
Tax-rate (%)	27,9	23,7	26	26	26	28
RISULTATO NETTO	427	1421	1519	2571	3914	5417
Cash Flow	897	2401	2718	3831	5237	6767
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	904	7525	9044	11614	15528	20945
PFN	-2019	-	3274	6715	11541	18329
Capitale Investito Netto	2923	7525	5770	4900	3987	2617
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	22,3	36,5	36,7	36,8	37	37,2
EBIT margin	12,9	24,1	23,4	27,1	29,7	31,5
Net margin	8,5	17,9	16,9	19,8	21,7	22,6
ROE	47,2	18,9	16,8	22,1	25,2	25,9
GROWTH RATES(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Valore della Produzione	-	59	13,5	44,4	38,5	33,3
EBITDA	-	159	14,1	44,9	39,3	34
EBIT	-	197	9,9	67,7	51,5	41,9
Net Profit	-	233	6,9	69,3	52,2	38,4
Cash Flow	-	168	13,2	40,9	36,7	29,2
VALUATION METRICS	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EPS	0,08	0,26	0,27	0,46	0,70	0,98
CFPS	0,16	0,43	0,49	0,69	0,94	1,22
BVPS	0,16	1,36	1,63	2,09	2,8	3,78
P/E	97,4	29,3	27,4	16,2	10,6	7,7
P/CF	46,3	17,3	15,3	10,9	7,9	6,1
P/BV	46	5,5	4,6	3,6	2,7	2
EV/SALES	8,7	5,2	4,3	2,7	1,7	1
EV/EBITDA	39,1	14,4	11,6	7,3	4,5	2,6
EV/EBIT	67,6	21,7	18,2	9,9	5,6	3,1

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

Informazioni generali

La presente ricerca è stata preparata da Gianfranco 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 ha svolto negli ultimi 12 mesi la funzione di capofila o capofila associato ad offerta pubblica di strumenti finanziari dell'emittente.

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

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

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

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

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

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

Riproduzione e distribuzione della ricerca

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

Banca Finnat Research Rating Distribution 31.01.2020					
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%