

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)

Target Price
6 € (da 6,75 €)

POWERSOFT

Settore: Electronic Equipment & Instruments
Codice di negoziazione Bloomberg: PWS IM
Mercato AIM
Prezzo al 28/05/2020
4,14 €
Capitalizzazione di Borsa: 45.813.390 €

Numero di azioni: 11.066.036[^]
Patrimonio netto al 31.12.2019: 19.046.000 €

Outstanding warrants (1:1): 549.800[^]

(^) Vedi Pag.11

Data ed ora di produzione:

29.05.2020 ore 11:00

Data ed ora di prima diffusione:

29.05.2020 ore 11:15

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

- Powersoft è leader tecnologico, a livello mondiale, negli amplificatori compatti, energeticamente efficienti e di alta potenza, per il settore pro-audio. Questi amplificatori trovano applicazione nel segmento delle installazioni per stadi sportivi, parchi a tema, resort e hotel, aeroporti, teatri, centri congressuali e commerciali, musei e luoghi di culto, sale riunioni di aziende e home theatre, oltre ad essere utilizzati dalle maggiori aziende mondiali che si occupano di touring (concertistica dal vivo ed eventi live).
- L'emergenza Covid-19 non ha prodotto, finora, alcuna cancellazione significativa di ordini (piuttosto uno slittamento delle consegne) da parte di clienti i quali, soprattutto nel segmento delle installazioni (circa il 40% dell'intero business), sembrano intenzionati a confermare tutti propri investimenti, soprattutto in area asiatica (Corea, Cina e Giappone). L'impatto negativo più rilevante è, ovviamente, al momento, sul settore "Live" (30% del fatturato).
- Importante, per il Gruppo, oltre alla solidità patrimoniale/finanziaria, l'ampia diversificazione non solo geografica, che contribuisce a mitigare gli effetti negativi di particolari aree ma soprattutto quella verso settori ad elevato potenziale quali il "Conferencing".
- Stimiamo un 2020 in frenata, con un calo del fatturato nell'ordine di un 15% rispetto al consuntivo 2019 ed un ebitda margin in diminuzione dal 17,3% al 13,4% ma riteniamo plausibili le potenzialità di ripresa per il triennio successivo, ad un cagr (2019/2023) di ricavi ed ebitda nell'ordine di un 5,5%, seppur inferiori rispetto alle precedenti previsioni (cagr 2018/23: 11/13%).
- Manteniamo una raccomandazione d'acquisto sul titolo con valorizzazione a 6 € dal precedente 6,75€.

Anno al 31/12 (k €)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	33467	36934	31400	36110	41530	45683
EBITDA	5353	6400	4200	5675	6822	7927
EBIT	3380	3977	1800	3125	4122	5186
Utile Netto	2520	3015	1785	2177	2875	3620
Cash - flow	4493	5437	4185	4727	5575	6361
Equity	15419	19046	20831	23008	25012	27194
Pfn	8292	11000	8000	10644	13740	17945
Roe	16,3	15,8	8,6	9,5	11,5	13,3

Fonte: Powersoft; Stime: Banca Finnat

Attività & Strategie

La Società, fondata nel 1995 e con sede a Scandicci (Firenze), è a capo di un Gruppo che opera, con rilevanza internazionale, nella progettazione, produzione e commercializzazione di amplificatori compatti, leggeri, energicamente efficienti e di alta potenza, per applicazioni professionali nel settore audio. Pionieri nell'utilizzo della tecnologia *switched mode*, Powersoft ha sviluppato e lanciato soluzioni diventate poi uno standard di settore. Il business del Gruppo Powersoft si realizza, quindi, prevalentemente, nel settore degli amplificatori, nell'elettronica per casse attive, nei software per l'elaborazione del segnale audio, che vengono proposti ad un'ampia gamma di clientela a livello domestico ed internazionale. Powersoft è riuscita ad introdurre la tecnologia *pwm* (*pulse width modulation*) la quale, congiunta al *power factor correction*, ha permesso di raggiungere performance audio fino ad allora inimmaginabili ma anche a sviluppare moduli di amplificazione che potessero essere integrati dentro le casse. Gli amplificatori prodotti da Powersoft trovano quindi applicazione nel segmento delle *installazioni fisse* per stadi sportivi, parchi a tema, resort e hotel, aeroporti, teatri, centri congressuali e commerciali, musei e luoghi di culto, oltre ad essere utilizzati dalle maggiori aziende mondiali che si occupano di *touring* (concertistica dal vivo ed eventi live). Di particolare rilevanza, nell'attuale contesto congiunturale, l'intenzione di sviluppare il settore del "conferencing".

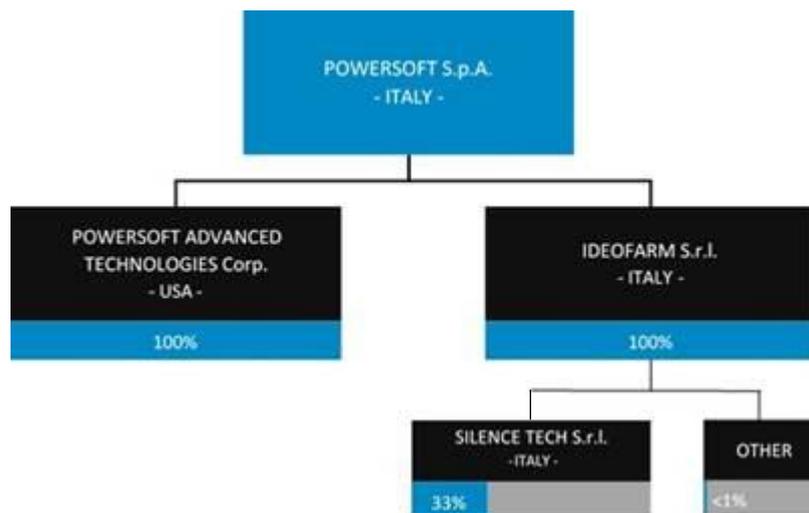
L'idea, il progetto elettronico, il progetto meccanico, il firmware, gli algoritmi per il processamento dei segnali e le applicazioni software sono interamente sviluppate all'interno della sede aziendale dove vengono svolte anche tutte le prove necessarie per assicurare i più alti standard di certificazione e garantire il funzionamento ottimale dei prodotti nelle condizioni operative più critiche. Grazie all'alto livello di formazione del personale (circa il 40% dell'intera forza lavoro è laureata) ed ai continui ed importanti investimenti in ricerca e sviluppo (attività che assorbe circa il 30% dei dipendenti e quasi il 9% del fatturato annuo), viene costantemente perseguita una innovazione spinta che ha portato l'azienda, nel tempo, a detenere 29 brevetti internazionali registrati in più di 30 Paesi. In merito alla produzione, questa viene svolta da terzisti su quattro siti produttivi localizzati a Gorizia, Bologna, Cortona e Shenzhen mentre due linee di prodotto, tecnologicamente più complesse ed a maggior valore aggiunto, sono direttamente "lavorate" presso lo stabilimento aziendale di Scandicci (assemblaggio e collaudo di schede elettroniche per amplificatori). Attualmente oltre il 65% della produzione viene assemblata internamente, con evidenti ritorni in tema di rafforzamento della marginalità.

Powersoft, da sempre, applica una politica di particolare attenzione all'impatto ambientale, adottando il concetto "green" come base della produzione di tutti i propri prodotti. *Green Audio Power* è un marchio registrato da Powersoft che identifica i prodotti "environmentally friendly".

In merito alla distribuzione, Powersoft è presente in 138 Paesi (il 91% del fatturato è generato sui mercati esteri); sul mercato statunitense questa avviene attraverso la società Powersoft Advanced Technologies Corp. controllata al 100% mentre la commercializzazione negli altri mercati (Canada, Sud America - soprattutto Brasile e Messico - Asia, Europa, Medio Oriente ed Africa) è gestita attraverso una rete di distributori multi-brand (in numero di 70) e tramite rapporti direzionali (soprattutto in merito a Moduli, Trasduttori ed unità multimediali Deva). La commercializzazione è affiancata da 33 centri di assistenza tecnica localizzati worldwide. In merito all'assistenza, la Società ha recentemente istituito la Divisione Customer Services per la fornitura di servizi in cloud a valore aggiunto per l'analisi diagnostica e la manutenzione dei dispositivi da remoto.

Struttura del Gruppo

La Società è quotata sul mercato AIM di Borsa Italiana dal 17 dicembre 2018 ad un prezzo di collocamento di € 3,6. Azionista di riferimento del Gruppo Powersoft, con una partecipazione pari all'85,66% del capitale, è Evolve S.r.l. - società partecipata dagli amministratori Luca Lastrucci (45%), Claudio Lastrucci (45%) e Antonio Peruch (10%). Il 14,34% del capitale è costituito da flottante sul mercato.

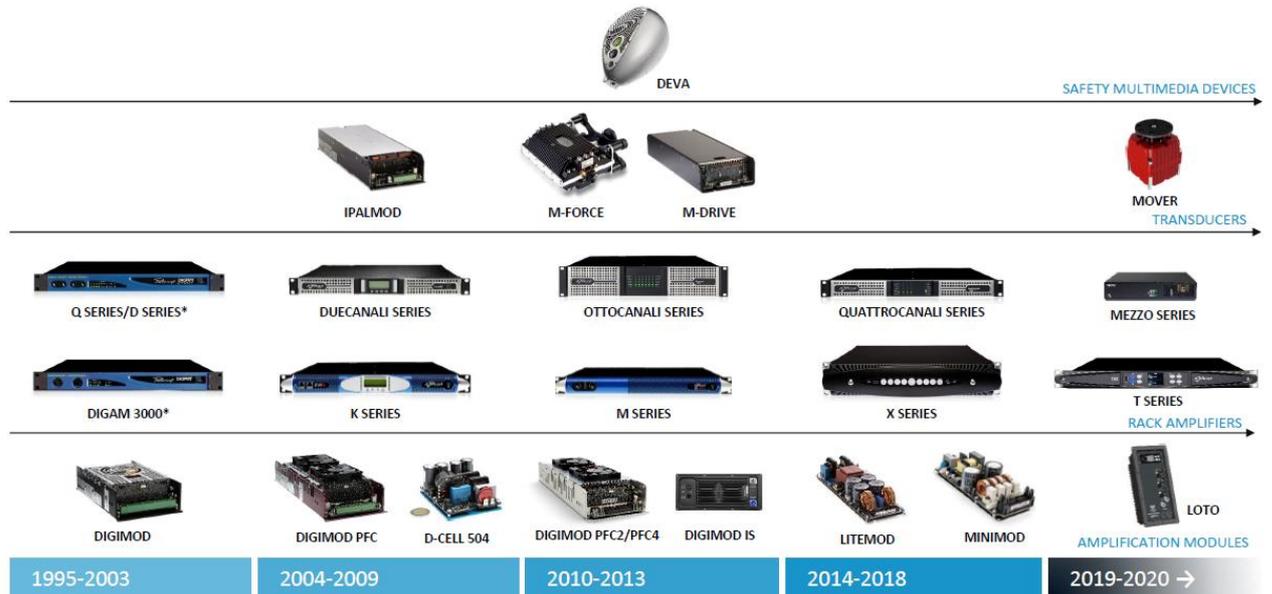


Fonte: Powersoft

- Powersoft Advanced Technologies Corp. USA si occupa della distribuzione dei prodotti Powersoft sul mercato statunitense.
- Ideofarm S.r.l. è un incubatore interno che permette ad ingegneri, progettisti e a tutti i nuovi potenziali dipendenti di Powersoft di sviluppare le proprie idee innovative, trasformandole in azioni concrete. Ideofarm supporta la ricerca e l'eventuale sviluppo di tecnologie innovative, principalmente (ma non necessariamente) per applicazioni nel settore Digital Audio/Video che coinvolgono la meccatronica, l'elettroacustica, i materiali innovativi e software per sistemi complessi.
- Silence Tech S.r.l. (partecipata al 33% insieme ai partners K-Array e B&C Speakers) si occupa dello sviluppo di sistemi di assorbimento attivo del rumore.

Il Gruppo opera nel mercato dell'audio professionale offrendo quattro specifiche linee di prodotto: (i) Amplificatori da Rack per *touring* ed *installazioni fisse*; (ii) Trasduttori; (iii) Moduli di Amplificazione; (iv) Unità multimediali.

Le Linee di prodotto



* OUT OF ORDER PRODUCTS

Fonte: Powersoft

Le principali linee di prodotto sono rappresentate da:

- Amplificatori da Rack per *touring* ed *installazioni fisse*



Nei quali prestazioni e potenza elevate risultano abbinate a dimensioni ridotte per facilitare portabilità e logistica.

➤ Trasduttori (M-System, Mover)



Dispositivi innovativi per la trasduzione acustica ad altissima efficienza per basse frequenze (p. es. enfattizzazione del suono). I Trasduttori trasformano un segnale elettrico in segnale acustico ad alta potenza (un altoparlante è un tipo di trasduttore). Le soluzioni applicative riguardano soprattutto il gaming (pavimenti e poltrone vibranti per esperienze immersive).

➤ Moduli di Amplificazione



Dispositivi progettati per fornire amplificatori molto compatti e configurabilità elevata onde facilitare l'integrazione in prodotti (Casse) di terze parti.

➤ Unità multimediali (Deva)



Dispositivo multimediale compatto (audio, video, luce, connettività wireless, UMTS), energeticamente efficiente, capace di diffondere messaggi audio (promozionali/musica) e dotato di telecamera, controllabile da remoto per applicazioni outdoor ed in grado di funzionare anche in assenza di una connessione alla rete di alimentazione grazie ad una batteria interna e ricarica da pannello fotovoltaico. Per le molteplici funzionalità integrate (videocamera ad alta risoluzione, un faro LED per illuminare l'area sorvegliata, un amplificatore audio e vari sensori), la facile installazione ed il controllo da remoto, DEVA potrebbe rappresentare una soluzione ideale per controllare e monitorare aree pubbliche e private, supportando le attività che vengono messe in atto, al momento, per il contenimento dell'attuale pandemia da Covid 19. Grazie alla tecnologia per il riconoscimento di immagini di cui è dotato, DEVA è in grado di identificare il numero di persone in una determinata area, di misurare la lunghezza di una coda e le distanze tra le persone della stessa, di generare allarmi nel caso di accesso non autorizzato ad aree riservate. In caso del non rispetto delle regole, può fare richiami, dare avvisi localmente ed inviare informazioni in remoto ad una centrale operativa sia wi-fi che via rete cellulare 4G. DEVA può altresì essere abbinato anche ad un sistema di misurazione della temperatura corporea per il controllo all'accesso di aree di visitatori e dipendenti, dando automaticamente l'evidenza all'ospite, bloccare l'accesso ed inviare informative e dati in remoto.

Il Gruppo ha sviluppato, altresì, un programma (*software* proprietario) per la gestione, il monitoraggio ed il controllo remoto dell'intera gamma di prodotti offerti, denominato *Armonia Pro Audio Suite*. Tale software, che consente di settare e controllare facilmente complessi sistemi audio grazie ad un'interfaccia utente altamente intuitiva, assicura standard qualitativi più elevati e rende il sistema audio più sicuro e performante, specialmente in combinazione con la tecnologia DSP - *Digital Signal Processing* - che consente l'elaborazione digitale integrata all'interno degli amplificatori mediante la quale il Gruppo realizza una serie di prodotti scalabili in termini di prestazioni e standardizzati dal punto di vista dell'utente. In particolare, con *Armonia pro Audio Suite*, i *system designers* e gli addetti ai lavori dispongono di uno strumento unico per migliorare significativamente le performance audio e l'affidabilità del sistema.

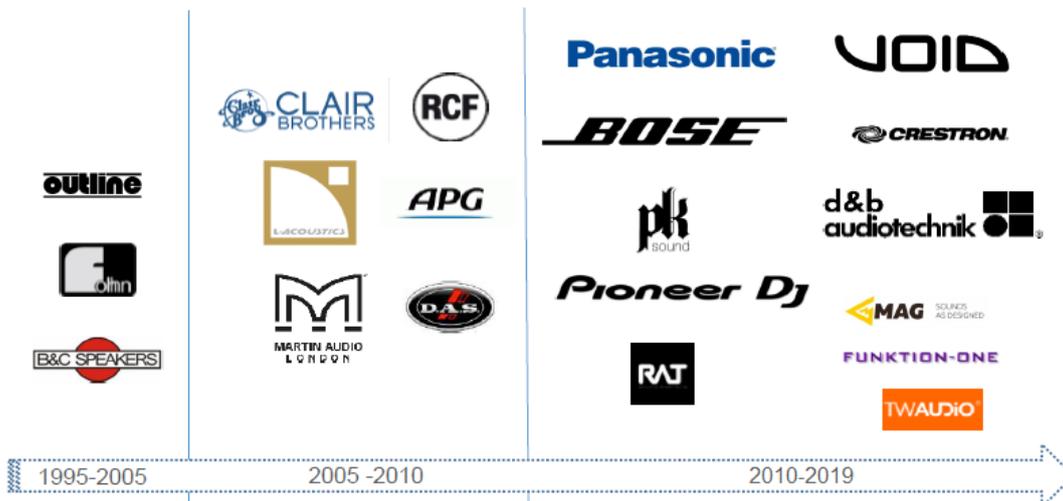
Recentemente è stata rilasciata una nuova versione del software denominata *Armonia Plus* al quale sono state aggiunte nuove importanti funzionalità ed al quale è stato riconosciuto il premio come miglior piattaforma software per la gestione e monitoraggio di impianti audio professionali.

Inoltre il Gruppo ha sviluppato anche *Armonia Pro Manager*, strumento *software* mediante il quale i produttori di casse possono inizializzare i prodotti in maniera proprietaria mostrando allo stesso tempo le informazioni di branding, il nome, il numero seriale del sistema di altoparlanti, il nome e la famiglia del prodotto, le immagini prodotte ed una breve descrizione. Tale software assicura pertanto un elevato livello di customizzazione ed una maggiore visibilità.

Il Gruppo sviluppa, altresì, soluzioni che possono trovare applicazione anche in mercati differenti da quello dell'audio professionale.

- **Mover (Tactile Sound Transducer):** un piccolo e potente trasduttore, lanciato sul mercato nel primo trimestre 2019, utilizzabile sia come motore lineare/shaker sia come elemento addizionale nei sistemi audio e che amplia i potenziali mercati di operatività del Gruppo. Mover è una tecnologia brevettata da Powersoft, disegnata e sviluppata per poltrone da gaming, applicazioni industriali, effetti acquatici per piscine, fontane e vasche e per tutti coloro che desiderano aggiungere una nuova dimensione all'esperienza di ascolto. È un prodotto pensato per il cinema 4D, parchi a tema o location con pareti e pavimenti vibranti che, attraverso la percezione aptica, garantisce all'audience un'esperienza immersiva multisensoriale.
- **Wipod (Wireless Energy):** un sistema per il trasferimento di energia a bassa potenza e media distanza, senza necessità di cablaggio, a dispositivi mobili o fissi quali dispositivi di riproduzione audio, luci di emergenza, sensori di fumo e di presenza ed in generale per impiego IoT ed in ambito architettuale/domotica.
- **Silence (Active Acoustic Treatment):** un sistema basato sul controllo attivo del suono per trattare acusticamente ambienti fortemente riverberanti quali studi di registrazione, regie, ambienti industriali acusticamente critici.

Negli anni, i più importanti Brands mondiali del settore Audio hanno scelto di impiegare gli amplificatori Powersoft per progetti di installazione, eventi live, oppure i moduli di Powersoft nei propri prodotti di casse attive. Bose e Pioneer commercializzano gli amplificatori da Rack di Powersoft direttamente con il marchio Powersoft mentre alcuni Brands utilizzano i moduli di amplificazione di Powersoft nelle loro casse "attive" riportando, esplicitamente, la dicitura Powered by Powersoft in evidenza sul prodotto.





Numerosi sono risultati i riconoscimenti che hanno premiato le soluzioni tecnologiche impiegate nei prodotti innovativi e performanti di Powersoft.



Fonte: Powersoft

Nel corso del 2019 sono state lanciate 8 nuove soluzioni Powersoft per il settore audio:

- i) la nuova T Series, un amplificatore da rack multicanale di ultima generazione per applicazioni "live". Potente, leggero e facilmente trasportabile, è pensato per le aziende che forniscono impianti audio per concerti di piccole e medie dimensioni;
- ii) il nuovo amplificatore X4L, ideato per pilotare casse subwoofer, per applicazioni "live"; si presenta quale amplificatore più potente del settore e rappresenta l'ultima tecnologia in fatto di processamento del segnale;
- iii) la nuova piattaforma modulare di processamento, chiamata LOTO, pensata per i costruttori di casse che vogliono integrare l'amplificatore nei loro prodotti;
- iv) una nuova versione della scheda DSP-Lite per il processamento del segnale per i moduli amplificatori con interfaccia Ethernet in modo che possano essere connessi e controllati in rete;
- v) l'APP mobile Snapshot Selector per poter selezionare dal proprio cellulare un amplificatore connettendolo tramite cavo USB per poterlo configurare localmente.
- vi) una linea di amplificatori, di più bassa potenza – denominata MEZZO – specificatamente progettata per il mercato audio-video. Tale linea consentirà di entrare in applicazioni installative nuove che richiedono, oltre a ridotte dimensioni e basso consumo di energia, anche flessibilità, design e affidabilità di prodotto.



- vii) un piccolo e potente trasduttore – denominato MOVER – utilizzabile sia come motore lineare/shaker sia come elemento addizionale nei sistemi audio.
- viii) una linea di pannelli di controllo, Wall Mounts panels, pensati per il mercato installazioni, in particolare per sale conferenze, aule, negozi e locali di piccole dimensioni, per gestire e distribuire i segnali audio da fonti differenti.

Di particolare rilevanza l'accordo strategico, del valore complessivo di €5,6 milioni, sottoscritto nell'aprile 2019 con la tedesca Holoplot GmbH, società operante nel mercato delle tecnologie per sistemi per applicazioni audio professionali, per la fornitura di moduli di amplificazione per sistemi audio innovativi per applicazioni quali auditorium, centri convegni, hall per concerti e strutture per l'intrattenimento.

Nel corso del 2019 Powersoft ha altresì destinato significative risorse alla Ricerca & Sviluppo, con investimenti cresciuti del 23% a circa € 3,2 milioni (di cui 0,9 milioni capitalizzati) e pari all'8,6% dei ricavi consolidati di vendita. Di assoluto rilievo è risultato il riconoscimento internazionale ottenuto da Claudio Lastrucci, R&D Director del Gruppo Powersoft, quale vincitore dell'"Inavation Awards 2020" nella categoria Industry Influencer.

Warrants & Piano di Stock Options

- Ai 549.800 Warrants attualmente in circolazione (Warrants Powersoft 2018/2021) è riconosciuto un rapporto di conversione pari a n.1 azione di compendio per ogni n.1 warrant presentato per l'esercizio. Il prezzo di esercizio dei warrants e le finestre temporali per la loro conversione sono:
 - a) 01/10/2020 - 15/10/2020 al prezzo di € 4,76
 - b) 01/10/2021 - 15/10/2021 al prezzo di € 5,48
- Potranno, inoltre, essere assegnati ulteriori massimi n. 191.000 Warrants, a favore dell'azionista Evolve S.r.l., calcolati nel rapporto di n. 1 warrant ogni n. 50 azioni ordinarie detenute allo scadere del termine di 30 giorni dalla data di avvio delle negoziazioni, da emettersi ed assegnarsi ad Evolve S.r.l. entro il decimo giorno di borsa aperta successivo a quello in cui il valore di mercato dell'azione, per almeno 5 giorni di borsa aperta consecutivi, sia stato almeno pari al prezzo di esercizio applicabile al relativo periodo di esercizio maggiorato di un importo pari al 50% del prezzo di collocamento. In sintesi, il prezzo di esercizio e le finestre temporali saranno:
 - a) 01/10/2020 - 15/10/2020 al prezzo di € 6,56
 - b) 01/10/2021 - 15/10/2021 al prezzo di € 7,28
- E' stato inoltre deliberato un piano di stock option a favore di amministratori esecutivi, dirigenti e risorse chiave che prevede l'attribuzione di n° 763.000 opzioni. Queste saranno esercitabili, a partire dall'approvazione del bilancio 2020 e fino al 19 dicembre 2024, nel rapporto di 1/1, ad un prezzo di esercizio pari ad € 3,25 condizionatamente al raggiungimento di un livello minimo di Ebitda cumulato per gli esercizi 2018/2020 almeno pari ad € 16.271.100.

Risultati al 31.12.2019

EUR (K)	FY2018	FY2019	VAR%	FY2019E
Ricavi di vendita	33467	36934	10,4	36600
Altri ricavi	1794	1325	-26,1	1100
Totale Ricavi	35260	38259	8,5	37700
Costo del Venduto	19337	19755	2,2	19900
%	57,8	53,5		54,4
Incrementi per lavori interni	886	855	-3,5	900
%	2,6	2,3		2,5
Spese Commerciali	1710	2310	35,1	1907
%	5,1	6,3		5,2
Costo del lavoro	6952	8150	17,24	8000
%	20,8	22,1		21,9
Oneri di gestione	2795	2500	-10,57	2500
%	8,4	6,8		6,8
EBITDA	5353	6400	19,56	6293
%	16	17,3		17,2
Ammortamenti & Accantonamenti	1973	2423	22,8	2300
%	5,9	6,6		6,3
EBIT	3380	3977	17,67	3993
%	10,1	10,8		10,9
Oneri (Proventi) finanziari	(125)	(36)	-	50
UTILE ANTE IMPOSTE	3504	4013	14,52	3943
%	10,5	10,9		10,8
Imposte	984	999		633
Tax rate (%)	28,1	24,9		16
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	2520	3015	19,62	3310
%	7,5	8,2		9
Cash Flow	4493	5437	21	5610
%	13,4	14,7		15,3
PFN	8292	11000		8388
Equity	15419	19046		18797
ROE	16,3	15,8		17,6

Fonte: Powersoft



A consuntivo 2019 i ricavi di vendita hanno fatto registrare un incremento annuo del 10,4% rispetto all'esercizio precedente (da € 33467 migliaia al 31.12.2018 ad € 36934 migliaia) e superiore di € 334 migliaia anche rispetto alle nostre stime. Di particolare rilievo è risultato il contributo dell'area geografica asia-pacifico la quale, a seguito di una crescita delle vendite di quasi il 40%, ha ampliato dal precedente 17,2% all'attuale 21,7% il suo peso sul fatturato totale. Il 91% del fatturato è ora generato su mercati esteri. Una crescita del 19,6% ha interessato il margine operativo lordo (Ebitda), passato da € 5353 migliaia al 31.12.2018 ad € 6400 migliaia, sostanzialmente in linea con le nostre stime, la cui marginalità sul fatturato è aumentata dal precedente 16% al 17,3% in virtù di un forte miglioramento, dal 57,8% al 31.12.2018 al 53,5%, dell'incidenza del costo del venduto sui ricavi di vendita grazie al combinato disposto di un maggior assemblaggio interno (fino al 65%) dei prodotti finiti; una sempre più attenta ed efficiente politica di approvvigionamento e gestione dei costi operativi; nonché un' importante riduzione delle rifatturazioni a terzi, desumibili dalla contrazione del 26% degli "altri ricavi", che incidevano negativamente sulla marginalità del venduto.

La crescita del 19,6% dell'Ebitda ha anche positivamente risentito di altri ricavi per € 461 migliaia relativi al credito d'imposta per i costi derivanti dalla quotazione in borsa della Società, riconosciuti in data 20 maggio 2019, nonché di minori canoni di beni in leasing (imputati tra gli oneri di gestione), per € 426 migliaia, rispetto all'esercizio precedente, a seguito dell'applicazione del principio contabile IFRS 16. In termini di risultato operativo netto (Ebit) questo si è incrementato del 17,7% sul 2018 (da € 3380 migliaia al 31.12.2018 ad € 3977 migliaia ed in linea con le nostre previsioni), crescita proporzionalmente inferiore rispetto all'aumento riscontrato dal margine lordo in virtù di un incremento prossimo al 23% degli ammortamenti ed accantonamenti sui quali però hanno inciso maggiori ammortamenti per beni in leasing (per applicazione IFRS 16) per € 417 migliaia. Un'imposizione fiscale al 24,9%, rispetto alle nostre stime di un tax rate al 16% che avrebbe dovuto scontare l'applicazione della patent box per € 550 migliaia a beneficio dell'esercizio 2019 e che viceversa troverà applicazione solo nell'esercizio corrente, ha portato il risultato netto di Gruppo ad € 3015 migliaia rispetto ad € 3310 migliaia da noi stimati ma in crescita del 20% rispetto al risultato di € 2520 migliaia registrato a consuntivo 2018, con contestuale rafforzamento della marginalità netta dal precedente 7,5% all'8,2%.

La posizione finanziaria netta è positiva per € 11 milioni (con un impatto negativo da lease liability per € 1,7 milioni), da € 8,3 milioni al 31.12.2018 mentre il patrimonio netto è pari ad € 19 milioni da € 15,4 milioni a consuntivo 2018.

Outlook 2020 – 2023

Old estimates

EUR (K)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
Ricavi di Vendita	33467	36600	43920	48312	53143	55800	10,8
Altri Ricavi	1794	1100	700	700	800	800	
Totale Ricavi	35260	37700	44620	49012	53943	56600	
Costo del Venduto	19337	19900	24200	26088	28697	30132	
%	57,8	54,4	55,1	54	54	54	
Incrementi per lavori interni	886	900	1054	1159	1275	1339	
%	2,6	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	
Spese Commerciali	1710	1907	2100	2415	2657	2790	
%	5,1	5,2	4,8	5	5	5	
Costo del lavoro	6952	8000	9000	10145	10800	11300	
%	20,8	21,9	20,5	21	20,3	20,3	
Oneri di gestione	2795	2500	2800	2995	3454	3627	
%	8,4	6,8	6,4	6,2	6,5	6,5	
EBITDA	5353	6293	7574	8526	9610	10090	13,5
%	16	17,2	17,2	17,6	18,1	18,1	
Ammortamenti & Accantonamenti	1973	2300	2420	2510	2650	2780	
%	5,9	6,3	5,5	5,2	5	5	
EBIT	3380	3993	5154	6016	6960	7310	16,7
%	10,1	10,9	11,7	12,5	13,1	13,1	
Oneri (Proventi) finanziari	(125)	50	15	15	15	15	
UTILE ANTE IMPOSTE	3504	3943	5139	6001	6945	7295	15,8
%	10,5	10,8	11,7	12,4	13,1	13,1	
Imposte	984	633	1542	1800	2083	2189	
Tax rate (%)	28,1	16	30	30	30	30	
RISULTATO NETTO	2520	3310	3597	4201	4861	5107	15,2
%	7,5	9	8,2	8,7	9,1	9,1	
Cash Flow	4493	5610	6017	6711	7511	7887	
%	13,4	15,3	13,7	13,9	14,1	14,1	
PFN	8292	8388	10050	13163	16934	20590	
Equity	15419	18797	20739	23142	25903	28579	
ROI	47,4	38,4	48,2	60,3	77,6	91,5	
ROE	16,3	17,6	17,3	18,1	18,8	17,9	

Fonte: Powersoft; Stime: Banca Finnat

New estimates

EUR (K)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
Ricavi di Vendita	33467	36934	31400	36110	41530	45683	5,5
Altri Ricavi	1794	1325	1000	800	800	800	
Totale Ricavi	35260	38259	32400	36910	42330	46483	
Costo del Venduto	19337	19755	17100	19499	22219	24440	
%	57,8	53,5	54,5	54	53,5	53,5	
Incrementi per lavori interni	886	855	700	867	1038	1142	
%	2,6	2,3	2,2	2,4	2,5	2,5	
Spese Commerciali	1710	2310	1500	1769	2076	2284	
%	5,1	6,3	4,8	4,9	5	5	
Costo del lavoro	6952	8150	7900	8305	9344	10004	
%	20,8	22,1	25,2	23	22,5	21,9	
Oneri di gestione	2795	2500	2400	2528	2907	2969	
%	8,4	6,8	7,6	7	7	6,5	
EBITDA	5353	6400	4200	5675	6822	7927	5,5
%	16	17,3	13,4	15,7	16,4	17,3	
Ammortamenti & Accantonamenti	1973	2423	2400	2550	2699	2741	
%	5,9	6,6	7,6	7,1	6,5	6	
EBIT	3380	3977	1800	3125	4122	5186	6,9
%	10,1	10,8	5,7	8,7	9,9	11,3	
Oneri (Proventi) finanziari	(125)	(36)	15	15	15	15	
UTILE ANTE IMPOSTE	3504	4013	1785	3110	4107	5171	6,5
%	10,5	10,9	5,7	8,6	9,9	11,3	
Imposte	984	999	-	933	1232	1551	
Tax rate (%)	28,1	24,9	-	30	30	30	
RISULTATO NETTO	2520	3015	1785	2177	2875	3620	4,7
%	7,5	8,2	5,7	6	6,9	7,9	
Cash Flow	4493	5437	4185	4727	5575	6361	
%	13,4	14,7	13,3	13,1	13,4	13,9	
PFN	8292	11000	8000	10644	13740	17945	
Equity	15419	19046	20831	23008	25012	27194	
ROI	47,4	49,4	14	25,3	36,6	56,1	
ROE	16,3	15,8	8,6	9,5	11,5	13,3	
CAPEX	1719	1507	1300	1500	1600	1600	
NWC	5628	4850	6400	6983	6991	6109	

Fonte: Powersoft; Stime: Banca Finnat

In merito alle previsioni sul periodo 2020/2023, stimiamo che lo slittamento nella competenza economica dei ricavi sulle commesse in atto (con contestuali richieste di rimodulazione nei pagamenti), nonché il sostanziale azzeramento degli eventi "live" (che pesano per il 30% sul fatturato Powersoft), siano in grado di determinare, a consuntivo 2020, una contrazione del fatturato stimata nell'ordine del 15% rispetto al consuntivo 2019 (da € 36,9 milioni ad € 31,4 milioni), con un ridimensionamento di ben € 12,5 milioni rispetto ai 43,9 milioni di ricavi da noi precedentemente stimati per il consuntivo 2020. Tutte le misure di contenimento dei costi operativi, implementate dalla Società a fronte della situazione contingente, non impediranno, a nostro avviso, al margine operativo lordo (Ebitda) di registrare, a fine 2020, una contrazione del 34,4% rispetto al margine 2019 (da € 6,4 milioni al 31.12.2019 ad € 4,2 milioni stimati al 31.12.2020 e a fronte di € 7,6 milioni da noi precedentemente previsti per il consuntivo 2020), con un contestuale ridimensionamento della marginalità dal precedente 17,3% al 13,4%. Al netto del credito d'imposta di € 461 migliaia di cui ha beneficiato l'esercizio 2019, nonché dei minori oneri di gestione (imputati al medesimo esercizio) per € 426 migliaia per applicazione del principio contabile IFRS 16, la marginalità 2020 al 13,4% si confronta con un ebitda margin "adjusted" 2019 del 14,9%. In termini di risultato operativo netto (Ebit), questo è da noi stimato, sempre sul 2020, in calo del 54,7% rispetto all'esercizio 2019 (da € 4 milioni al 31.12.2019 ad € 1,8 milioni stimati al 31.12.2020 e a fronte di € 5,1 milioni da noi in precedenza stimati per il medesimo esercizio) mentre l'utile netto dovrebbe attestarsi ad € 1,8 milioni, in diminuzione del 40,8% sul 2019 (€ 3 milioni al 31.12.2019) ed inferiore di € 1,8 milioni rispetto ai 3,6 milioni di utile da noi precedentemente stimati per il consuntivo 2020.

Un percorso di recupero lo prevediamo per il successivo triennio 2021/2023. Per contrastare l'impatto negativo atteso sul settore "live" (30% del fatturato), il Gruppo sta indirizzando la sua strategia di sviluppo verso il business delle installazioni nei segmenti "Conferencing" ed "Education" per le aziende il cui mercato di riferimento è previsto crescere a tassi interessanti soprattutto a seguito della pandemia in corso. A ciò si aggiunge la diversificazione verso settori adiacenti ad elevato potenziale come quello del "Safety & Security", con la commercializzazione del prodotto multimediale Deva, nonché dei prodotti quali il Mover ed il Mezzo per il mercato residenziale. Stimiamo quindi ricavi che dovrebbero attestarsi ad € 36,1 milioni nel 2021 (+15%) e ad € 45,7 milioni nel 2023, con un ebitda margin in grado di tornare dal 13,4% stimato a fine 2020 nuovamente a quel 17,3% già conseguito a consuntivo 2019.

Il margine operativo lordo lo stimiamo dunque a € 5,7 milioni a fine 2021, per portarsi ad € 7,9 milioni a fine periodo (2023) mentre l'utile netto, a € 1,8 milioni a fine 2020, lo stimiamo a € 2,2 milioni nel 2021 ed a € 3,6 milioni al 2023. Al termine del periodo previsionale i ricavi di vendita, in precedenza da noi stimati ad € 55,8 milioni al 2023, sono destinati ad attestarsi, a consuntivo del medesimo esercizio e sulla base delle nostre nuove stime, ad € 45,7 milioni; il margine operativo lordo, stimato in precedenza ad € 10,1 milioni a fine 2023, dovrebbe ora poter giungere a € 7,9 milioni; l'utile netto, in precedenza stimato ad € 5,1 milioni al 2023, attestarsi ad € 3,6 milioni. I tassi di crescita media annua (cagr) di ricavi e margine lordo, inizialmente previsti nell'ordine, rispettivamente, dell'11/13% sul periodo 2018/23, dovrebbero ridimensionarsi al 5,5% sul periodo 2019/2023.

La posizione finanziaria netta la stimiamo, nel periodo, costantemente positiva ed in grado di portarsi da € 11 milioni del 2019 a € 17,9 milioni a fine 2023, con un patrimonio netto anch'esso in crescita, nel medesimo intervallo temporale, da € 19 milioni a € 27,2 milioni. Nelle stime si è ipotizzato un pay out ratio del 40% sull'esercizio 2021 e del 50% sull'esercizio 2022.

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 lo manteniamo all'1,5% ed il WACC lo determiniamo al 10,5% (precedente 10,15%), con un Free Risk Rate all'1,5% (precedente 1,75%), un Coefficiente Beta mantenuto pari allo 0,8 ed un Market Risk Premium all'11,25% (precedente 10,5%). Otteniamo un Enterprise Value pari a 55,1 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **6 euro/azione** (precedente € 6,75). La nostra Raccomandazione permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	1800	3125	4122	5186
Imposte	-	933	1232	1551
NOPAT	1800	2192	2890	3635
D&A	2400	2550	2699	2741
Capex	1300	1500	1600	1600
CNWC	1550	583	8	-881
FOCF	1350	2659	3981	5657

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,5
WACC (%)	10,5
Discounted Terminal Value	44574
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	10567
Enterprise Value	55141
Net financial position as of 31/12/2019	11000
Equity Value	66141
Nr. Azioni	11.066.036
Value per share	5,98

Stime: Banca Finnat;

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,5
Market risk premium	11,25
Beta (x)	0,8
Cost of Equity	10,5
WACC	10,5

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
15.10.2019	BUY	6,75 €	4,58 €
10.05.2019	BUY	6 €	4,78 €
14.12.2018	BUY	6,1 €	-

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
Ricavi di Vendita	33467	36934	31400	36110	41530	45683
Ricavi Totali	35260	38259	32400	36910	42330	46483
Costo del Venduto	19337	19755	17100	19499	22219	24440
Incrementi per lavori interni	886	855	700	867	1038	1142
Spese Commerciali	1710	2310	1500	1769	2076	2284
Costo del lavoro	6952	8150	7900	8305	9344	10004
Oneri di gestione	2795	2500	2400	2528	2907	2969
EBITDA	5353	6400	4200	5675	6822	7927
Ammortamenti & Accantonamenti	1973	2423	2400	2550	2699	2741
EBIT	3380	3977	1800	3125	4122	5186
Oneri (Proventi) finanziari	(125)	(36)	15	15	15	15
UTILE ANTE IMPOSTE	3504	4013	1785	3110	4107	5171
Imposte	984	999		933	1232	1551
RISULTATO NETTO	2520	3015	1785	2177	2875	3620
Cash Flow	4493	5437	4185	4727	5575	6361
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	15419	19046	20831	23008	25012	27194
PFN	8292	11000	8000	10644	13740	17945
Capitale Investito Netto	7127	8046	12831	12364	11272	9250
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	16	17,3	13,4	15,7	16,4	17,3
EBIT margin	10,1	10,8	5,7	8,7	9,9	11,3
Net margin	7,5	8,2	5,7	6	6,9	7,9
ROI	47,4	49,4	14	25,3	36,6	56,1
ROE	16,3	15,8	8,6	9,5	11,5	13,3
GROWTH RATES (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	9,7	10,4	-15	15	15	10
EBITDA	11,8	19,6	-34,4	35,1	20,2	16,2
EBIT	3,3	17,7	-54,7	73,6	31,9	25,8
Net Profit	20,5	19,6	-40,8	22	32,1	25,9
Cash Flow	24,6	21	-23	13	17,9	14,1
VALUATION METRICS	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EPS	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
CFPS	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6
BVPS	1,4	1,7	1,9	2,1	2,3	2,4
P/E	18,2	15,2	25,7	21	15,9	12,7
P/CF	10,2	8,4	10,9	9,7	8,2	7,2
P/BV	3	2,4	2,2	2	1,8	1,7
EV/SALES	1,1	0,9	1,1	1	0,8	0,6
EV/EBITDA	7	5,4	8	6,2	1,4	3,5
EV/EBIT	11,1	8,8	18,6	11,2	7,8	5,4

Fonte: Powersoft; Stime: Banca Finnat

Informazioni generali

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

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

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

Fonti e modelli di valutazione

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

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

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

Copertura e aggiornamento

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

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

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)¹.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

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 in quotazione.

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

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

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.

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

Distribuzione

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

Banca Finnat Research Rating Distribution	30/04/2020				
N° Società sotto copertura di ricerca: 15	BUY	HOLD	REDUCE	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	73%	13%	0%	0%	13%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	-	100%