

**RACCOMANDAZIONE**  
**BUY** (da BUY)

**Target Price**  
**€ 15,53 (da € 19,29)**
**Prezzo al 27/04/2020**  
**10,90 €**

# FERVI

**Settore: Wholesale Industrial Distribution**  
**Codice negoziazione Bloomberg: FVI IM**  
**Mercato AIM**

<b>Capitalizzazione di Borsa:</b>	27.677.716 €
<b>Numero di azioni:</b>	2.539.240*
<b>Patrimonio netto al 31.12.2019:</b>	21.690.000 €
<b>Outstanding warrants (1:1):</b>	125.000*

\*Vedi pag. 5-6

**Data ed ora di produzione:**
**28.04.2020 ore 09.30**
**Data ed ora di prima diffusione:**
**28.04.2020 ore 11.00**
**Ufficio Ricerca ed Analisi**
**Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)**

Tel. +39 0669933.440

**Tatjana Eifrig**

Tel. +39 0669933.413

**Stefania Vergati**

Tel. +39 0669933.228

**Gaspere Novelli**

Tel. +39 0669933.292

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

## Fervi: un modello di business che resiste

- Il Gruppo Fervi opera nel settore della fornitura di attrezzature professionali principalmente per l'officina meccanica, l'officina auto, la falegnameria, il cantiere e tutto quanto ruota intorno al settore cosiddetto «MRO» (maintenance, repair and operations) ossia fornitura di attrezzature al servizio dei professionisti della manutenzione e riparazione e per produzioni artigianali oltre che per il "Fai-da-te" (DIY).
- Fervi, anche grazie all'acquisizione di Vogel, sta espandendo la propria presenza commerciale sia in Europa che nel resto del mondo. Attraverso tale acquisizione all'offerta Fervi si aggiungono ora 6.000 nuove referenze e 100 nuovi distributori presenti in tutto il mondo.
- Nei primi mesi dell'anno il Gruppo ha lanciato il nuovo catalogo arrivando a superare le 8.500 referenze offerte.
- Alla luce del quadro macroeconomico globale che si è venuto a creare già dai primi mesi del 2020 a causa del virus Covid-19 che sta, inevitabilmente, avendo effetti anche sullo specifico business di Fervi, abbiamo ritenuto necessario rivedere al ribasso le nostre stime per il periodo 2020-2024.
- Stimiamo ora un valore della produzione in crescita ad un tasso medio annuo pari al 3,51% (6,25% la nostra precedente stima al 2023) mentre l'Ebitda dovrebbe poter registrare un cagr 19-24 del 5,76% (12% il cagr da noi precedentemente stimato sul periodo 2018-2023). Manteniamo una raccomandazione di acquisto sul titolo ma abbassiamo la nostra valorizzazione da € 19,29 a € 15,53.

Anno al 31/12	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
(k €)						
Valore della Produzione	29.103	23.101	27.154	30.364	32.405	34.585
Valore Aggiunto	8.687	6.876	8.148	9.281	10.060	10.898
EBITDA	4.490	3.263	3.999	4.843	5.362	5.940
EBIT	3.415	2.241	3.178	4.011	4.655	5.315
Utile netto	2.583	1.663	2.437	3.087	3.592	4.101
FOCF	-	2.894	3.375	3.330	3.022	3.885
Pfn	895	3.184	6.506	9.792	12.777	16.654
Roe	11,91	7,28	9,65	10,91	11,27	11,40

Fonte: Fervi; Stime: Banca Finnat

## Il Mercato di Riferimento

Il Gruppo Fervi opera nel settore della fornitura di attrezzature principalmente per l'officina meccanica, l'officina auto, la falegnameria, il cantiere e tutto quanto ruota intorno al settore cosiddetto «MRO» (maintenance, repair and operations) ossia fornitura di attrezzature al servizio dei professionisti della manutenzione e riparazione e per produzioni artigianali (prototipazione, campionature, serie limitate) oltre che per il "Fai-da-te": macchine utensili, accessori per macchine, abrasivi, consumabili, strumenti di misura, utensili manuali e general tools.

La società commercializza, inoltre, dischi lamellari abrasivi e macchine automatiche per la produzione dei dischi stessi realizzate dalla controllata Riflex Abrasives Srl per la quale essa rappresenta uno dei principali clienti.

















Fanno parte del Gruppo anche "Màquinas y Accesorios Sitges SL", storico distributore di prodotti Fervi e di macchine utensili ed utensileria manuale nel territorio iberico e "Vogel Germany", società di diritto tedesco attiva nella produzione e commercializzazione di strumenti di misura di alta gamma.

Il settore di riferimento di Fervi è quello della distribuzione industriale all'ingrosso. Tale settore ha raggiunto, nel 2018, un volume di ricavi pari a 1.361,3 miliardi di dollari, con una crescita del 17,6% sul 2017.

All'interno del mercato della distribuzione industriale all'ingrosso assumono una posizione rilevante gli Usa, con una quota del 28% (-1,1% rispetto al 2017) ed il Giappone con il 25,1% (+1,4%); seguono la Cina con una quota del 9,2% (-22,6%), l'Australia con il 4,6% (+6,8%), il Canada con il 4,3% (-2,4%) e la Gran Bretagna con una quota del 3,6% (-6,6%). Malesia e Brasile detengono quote di mercato, rispettivamente, del 2,8% e del 2,1%.

### Revenue Exposure By Country

Total LTM Revenue 1,361.3B

		% of Tot. Rev.	% Chg (Y/Y)	3 Yr Trend
	United States	28.0	-1.1	
	Japan	25.1	1.4	
	Mainland China	9.2	-22.6	
	Australia	4.6	6.8	
	Canada	4.3	-2.4	
	United Kingdom	3.6	-6.6	
	Malaysia	2.8	104.6	
	Brazil	2.1	385.0	

Fonte: Factset

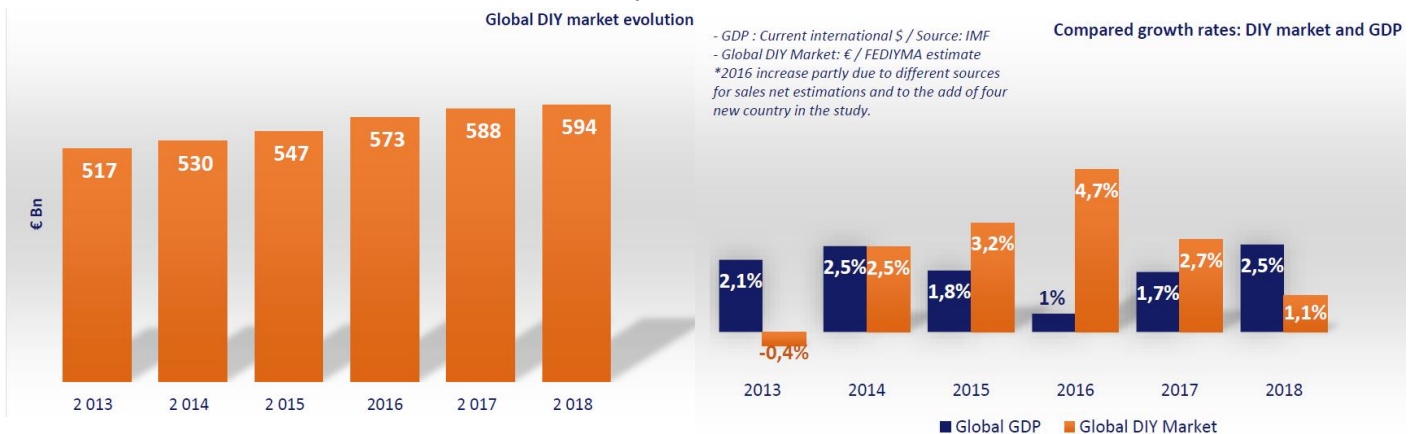
Nell'ambito della distribuzione industriale ed in relazione all'attività di Fervi, si possono distinguere: il mercato del "MRO Distribution" (Maintenance, Repair and Operations) ed il mercato del "Fai-da-te".

Il primo riguarda la fornitura di materiali di consumo, attrezzature industriali e forniture per la manutenzione di impianti relativi, principalmente, al settore auto motive ed alle officine meccaniche.

A livello globale il mercato del MRO ha registrato, nel 2018, una crescita del 6,8% rispetto allo stesso periodo 2017.

In Europa il mercato del MRO si stima possa raggiungere i 109,30 miliardi di dollari nel 2025 grazie alla crescente tendenza verso la fornitura di servizi di qualità a prezzi accessibili da parte dei distributori.

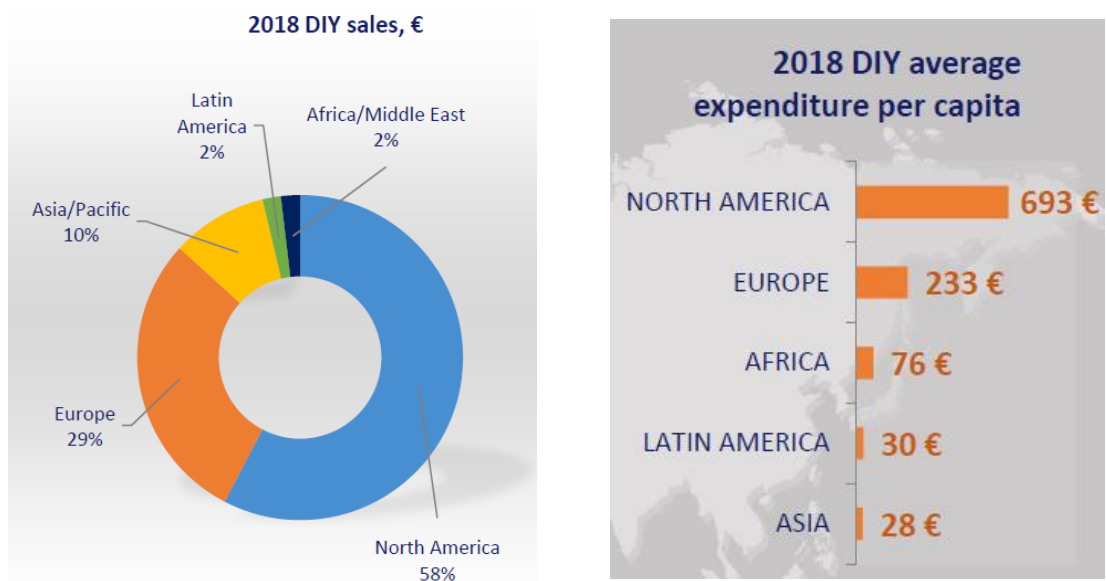
Per quanto riguarda il mercato del "Fai-da-te" (DIY, Do It Yourself) questo ha raggiunto, a livello mondiale, nel 2018, un fatturato pari a 594 miliardi di euro, con un incremento dell'1,1% rispetto al 2017.



Fonte: Fediyma 2019

Nel 2018 il Nord America e l'Europa hanno rappresentato insieme circa l'87% dell'intero mercato DIY con quote di mercato, rispettivamente, del 58% e del 29%. L'Asia Pacific ha raggiunto, invece, una quota del 10%, seguita da America Latina ed Africa/Middle East entrambe con il 2%.

In termini di spesa pro capite globale, sempre nel 2018, il livello più alto è stato raggiunto in Nord America, con 693 euro annui, segue l'Europa con 233 euro annui e l'Africa con 76 euro. Livelli minori di spesa pro capite sono stati registrati in America Latina (30 euro annui) ed Asia (28 euro pro capite annui).



Fonte: Fediyma 2019



Tra i principali rivenditori di articoli per il "Fai-da-te", nel 2018, il primato lo detiene Home Depot (Usa), seconda posizione per Lowe's (Usa), e terzo posto per Adeo (Francia). Seguono Kingfisher (Uk), Menards (Usa), Bunnings (Australia), Obi (Germania), Bauhaus (Germania), Sodimac (Cile), Ace Hardware (Usa). Home Depot e Lowe's, insieme, costituiscono il 25% dell'intero mercato mondiale.

Tra le attività del Gruppo Fervi assume una forte rilevanza, in termini di fatturato, anche la vendita di macchine utensili.

In Italia, secondo i dati 2018 elaborati dal Centro Studi UCIMU (Associazione dei costruttori italiani di macchine utensili, robot, automazione ed ausiliari), l'industria della macchina utensile ha raggiunto un fatturato complessivo pari a 6.125 milioni di euro, con un incremento dell'11,5% rispetto al 2017.

Le importazioni sono state pari a 1.592 milioni di euro (+16,3% rispetto al dato 2017) mentre i consumi sono cresciuti del 16,2% a 4.294 milioni di euro.

Le esportazioni hanno registrato un incremento dell'8,1%, a 3.423 milioni di euro (3.165 milioni di euro nel 2017) e le consegne sul mercato interno sono salite a 2.702 milioni di euro (+16,2% rispetto ai 2.326 milioni di euro dell'anno precedente).

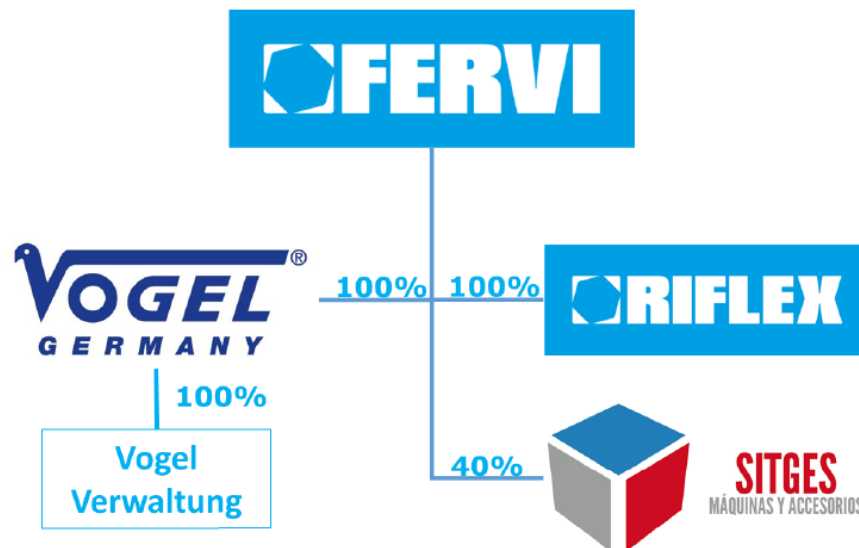
## Attività e Strategie

Il Gruppo Fervi, quotato sul mercato AIM di Borsa Italiana dal 27 marzo 2018 ad un prezzo di collocamento pari a € 15,50, opera nel settore della fornitura di attrezzature principalmente per l'officina meccanica, l'officina auto, la falegnameria, il cantiere e tutto quanto ruota intorno al settore cosiddetto «MRO» (maintenance, repair and operations) ossia fornitura di attrezzature al servizio dei professionisti della manutenzione e riparazione e per produzioni artigianali (prototipazione, campionature, serie limitate) oltre che per il "Fai-da-te": macchine utensili, accessori per macchine, abrasivi, consumabili, strumenti di misura, utensili manuali e general tools.

La società commercializza, inoltre, dischi lamellari abrasivi e macchine automatiche per la produzione dei dischi stessi prodotte dalla controllata Riflex Abrasives Srl.

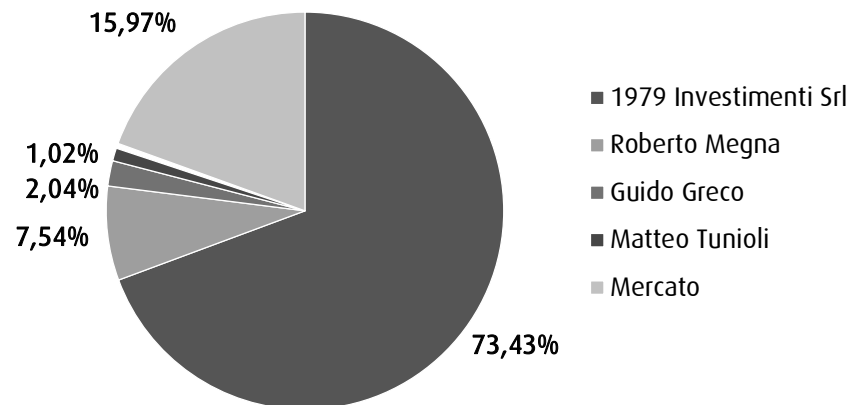
Il Gruppo è presente a livello globale con i suoi articoli e si rivolge a lavoratori professionisti, alle industrie, alle officine e agli artigiani.

Fervi Spa detiene il 100% della società Riflex Abrasives Srl., il 100% di "Vogel Germany GmbH & CO KG", società tedesca attiva nella produzione e commercializzazione di strumenti di misura di alta gamma acquisita lo scorso marzo ed il 40% del capitale di "Màquinas y Accesorios Sitges" (partecipazione rilevata a giugno del 2018), società di diritto spagnolo con sede a Barcellona che distribuisce macchine utensili ed utensileria manuale in tutta la Spagna attraverso una propria rete di vendita.



Fonte: Fervi

Il capitale di Fervi Spa, pari a 2,5 milioni di euro, è costituito da n. 2.539.240 azioni ed è detenuto per il 73,43% da "1979 Investimenti Srl" (facente capo a Roberto Tunioli e Paola China), per il 7,54% da Roberto Megna (Vicepresidente del Gruppo) ed il 2,04% da Guido Greco (Direttore Generale). Matteo Tunioli (Direttore Commerciale) possiede una quota dell'1,02%. Il restante 15,97% è costituito da flottante sul mercato.



Fonte: Fervi

In sede di aumento di capitale, a servizio del collocamento in borsa, sono stati emessi n. 125.000 "Warrant Fervi 2018-2021". Per il loro esercizio risultano ancora due residui periodi temporali:

- *Secondo periodo di esercizio:* compreso tra l'11 ed il 25 maggio 2020 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 18,75 euro.
- *Terzo periodo di esercizio:* compreso tra il 17 ed il 31 maggio 2021 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 20,61 euro.

### *Il modello di business*

Il Gruppo offre differenti categorie di prodotti quali:

- Macchine utensili
- Accessori per macchine
- Abrasivi
- Consumabili
- Strumenti di misura
- Utensileria manuale
- General tools



Attualmente l'offerta di Fervi è composta da oltre 8.500 referenze. Nei primi mesi dell'anno il Gruppo ha lanciato il nuovo catalogo che presenta il 26% di referenze in più rispetto al precedente catalogo.

Inoltre, alla luce dell'attuale situazione socio-sanitaria creatasi a causa del virus Covid-19 e che ha portato le autorità governative a mantenere in attività tutti i ferramenta sull'intero territorio nazionale, sono state lanciate nuove categorie di prodotti quali dispositivi di protezione individuali, distanziatori sociali in plexiglass e disinfettanti.

A tal proposito, nel mese di aprile 2020, Fervi e GEL SpA, società attiva nella produzione e vendita di attrezzature, componenti e prodotti chimici destinati al mercato domestico e industriale, hanno firmato un accordo di fornitura con scadenza dicembre 2025 avente ad oggetto articoli per la sanificazione degli ambienti e delle persone.

L'accordo prevede inizialmente la fornitura di 10 referenze che Fervi distribuirà in private label attraverso la propria rete commerciale.

Il valore della fornitura è di circa 800.000 Euro per il primo anno (2020) con obiettivi di crescita annuale sia in termini di volumi che di referenze.

Presso la sede societaria Fervi ha allestito uno showroom, di oltre 120 mq e con oltre 1.000 referenze esposte, dedicato a dimostrazioni e test di funzionamento riguardanti i prodotti di alta gamma che rientrano nell'offerta Fervi.

In merito alle proprie referenze, Fervi offre anche diversi servizi di assistenza quali:

- *Assistenza telefonica* su garanzia, parti di ricambio, dichiarazioni di conformità e documentazione tecnica. Ogni anno vengono ricevute e processate circa 15.000 telefonate ed oltre il 90% dei problemi presentati vengono risolti senza ulteriori interventi.

Il magazzino dispone di oltre 3.500 referenze di ricambi per far fronte efficacemente e velocemente a qualsiasi problematica.

- *Servizio di riparazione di prodotti in garanzia* presso il Centro di Assistenza Fervi centralizzato. La società, quando necessario, ritira i prodotti in garanzia per effettuare verifiche e riparazioni, garantendo tempi certi di ripristino e spedizione.
- *Servizio di sostituzione prodotti in garanzia*. Quando non riparabili o la cui riparazione appare economicamente svantaggiosa, Fervi garantisce la sostituzione dei prodotti in garanzia che presentano difetti oggettivi e documentati.
- *Servizio di riparazione di prodotti fuori garanzia* presso il Centro di Assistenza Fervi centralizzato. La società è disponibile a ritirare anche i prodotti fuori garanzia ed è in grado di fornire un servizio di analisi e valutazione dei danni garantendo la soluzione ottimale per il cliente.

I prodotti Fervi vengono offerti agli utilizzatori finali attraverso diversi canali:

- Rivenditori autorizzati: utensilerie e ferramenta specializzate ove è possibile fare acquisti recandosi direttamente al punto vendita oppure attraverso le eventuali piattaforme online dei rivenditori stessi;
- Grossisti;
- "Grande Distribuzione Specializzata" (GDS) ovvero attraverso catene commerciali specializzate nel particolare segmento di mercato in cui opera Fervi;
- "Digital partners"; i clienti possono acquistare i prodotti a marchio "Fervi" direttamente dal portale e-commerce di Amazon o di altri market places specializzati.

In questo periodo di chiusura della quasi totalità delle attività commerciali imposta a livello governativo a causa della pandemia globale, nonostante i ferramenta siano stati esonerati dalla chiusura, sono state registrate buone performance di vendita di prodotti a marchio Fervi soprattutto tramite i canali digitali.

Le macchine automatiche ed i relativi componenti vengono, invece, offerte direttamente da Reflex ai clienti industriali.

Fervi sponsorizza diverse competizioni sportive (tra cui Vanoli Basket Cremona e Team Ducati Aruba) attraverso la fornitura di strumenti ed attrezzature da utilizzare durante gli eventi.



Nel mese di settembre Fervi ha siglato un accordo di sponsorizzazione con la "Sportivi Ghiaccio Cortina" - la squadra di hockey su ghiaccio di Cortina d'Ampezzo -, una delle più antiche e titolate società di hockey su ghiaccio italiane. L'accordo di collaborazione prevede la presenza del logo Fervi sulle divise da gara per le stagioni 2019-2020 e 2020-2021, la proiezione di uno spot durante le partite casalinghe e la visibilità del marchio nella circoscrizione di Cortina d'Ampezzo.

Inoltre, grazie a tale accordo Fervi, ha installato sulle piste del comprensorio ampezzano circa 50 *ski-tools* ovvero un set di attrezzi marchiati Fervi per la regolazione degli attacchi a disposizione di tutti gli sciatori situati presso le aree di partenza e arrivo dei principali impianti di risalita.

Inoltre, il Gruppo collabora con alcune importanti Università italiane per la realizzazione di progetti di ricerca finalizzati a competizioni sportive.

Riflex opera tramite un know how di proprietà sul quale ha già ottenuto, dalla data di acquisizione da parte di Fervi, ulteriori tre brevetti.

Il "brevetto testa di taglio" (2019), relativo alla nuova testa di taglio, la quale, tramite un miglior bilanciamento, consente di ottenere tagli più netti e precisi, minori regolazioni e significative riduzioni nei tempi di pulizia e manutenzione.

Inoltre, la nuova struttura della testa di taglio consente di ridurre il consumo delle lame, prolungando fino a quattro volte la loro vita utile.

Il "brevetto alimentazione rotoli tela" (2018) è relativo ad un dispositivo alimentatore di bobine ovvero un dispositivo per l'avanzamento in posizione e lo svolgimento di 5 rotoli di tela abrasiva.

Il "brevetto cambio tela" (2017) riguarda l'automatizzazione dell'alimentazione delle macchine per la produzione di dischi abrasivi, consentendo il cambio automatico del rotolo di tela abrasiva ed evitando il fermo macchina.

L'ottenimento di tali brevetti ha consentito al Gruppo di poter disporre di nuovi macchinari altamente automatizzati che consentono di ottimizzare la produzione di dischi lamellari.

L'azienda continua anche ad investire nella partecipazione alle più importanti fiere del settore:



**Internationale Eisenwarenmesse**

**Colonia, Germania**

[www.eisenwarenmesse.com](http://www.eisenwarenmesse.com)

Fiera internazionale di riferimento del settore Hardware dove sono presenti espositori europei (produttori e importatori) e produttori provenienti dal Far-East.



**Autopromotec**

**Bologna, Italia**

[www.autopromotec.com](http://www.autopromotec.com)

Biennale Internazionale delle Attrezzature e del Postvendita Automobilistico.

Fiere estere in collaborazione con distributori locali:



*MetalMadrid (Madrid)*



*Ferroforma Bilbao (Spagna)*



*TIB (Romania)*

---

## 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

- Il Gruppo Fervi ha ottenuto la certificazione ISO 14001 sull'intero sistema di gestione ambientale applicato tra cui l'installazione di impianti fotovoltaici di ultima generazione. Tale certificazione è stata rilasciata da un ente terzo ed indipendente.
- Effettua raccolta differenziata.
- Adotta misure per la riduzione dei consumi idrici.
- Utilizza strumenti a basso consumo energetico.
- Monitora ed adotta misure per l'ottimizzazione della logistica.
- Tutti i prodotti offerti dal Gruppo Fervi sono soggetti, prima di essere immessi sul mercato, a numerosi controlli e test di verifica della loro qualità. La qualità e la sicurezza di tali prodotti è comprovata e certificata da un organismo accreditato indipendente (ECM – Ente Certificazione Macchine). La società ha ottenuto la certificazione ISO 9001 relativa al Sistema di Gestione della Qualità.
- E' stato completato l'iter per l'ottenimento, tramite un ente terzo ed indipendente, della certificazione ISO 45001 sul sistema di gestione della sicurezza e salute dei lavoratori.

### ESG

- Fervi presta attenzione all'equità di genere e alla rappresentazione delle quote rosa.
- Adotta le procedure necessarie per la protezione dei dati del personale.
- Adotta politiche per la valorizzazione dei propri talenti.
- Opera in conformità alle disposizioni del D. Lgs. 81/08 per la sicurezza sul luogo di lavoro.
- Collabora con università ed enti di ricerca.

### ESG

- La governance societaria, applicando le best practise internazionali, è improntata alla trasparenza e alla condivisione delle decisioni.
- La società si è dotata di un CdA è composto da 5 amministratori di cui 2 indipendenti.
- La società ha incaricato un legale per procedere all'adeguamento al D.Lgs. 231 e la conseguente nomina dell'OdV.
- Il Compenso dell'Amministratore Delegato è al 50% variabile legato ai risultati annuali.

Fonte: informazioni tratte dal questionario ESG compilato dalla Società

## Risultati al 31.12.2019

EUR (K)	2018	2019	VAR %	2019E
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	24.478	29.103	18,89	30.395
Materiali	11.943	14.270	19,48	14.225
%	48,79	49,03		46,80
Servizi	4.769	5.608	17,59	6.018
%	19,48	19,27		19,80
Beni di Terzi	394	538	36,55	495
%	1,61	1,85		1,63
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	7.372	8.687	17,84	9.657
%	30,12	29,85		31,77
Costo del lavoro	2.774	4.116	48,38	4.377
%	11,33	14,14		14,40
Oneri diversi di gestione	85	81	-4,71	127
%	0,35	0,28		0,42
<b>EBITDA</b>	4.513	4.490	-0,51	5.153
%	18,44	15,43		16,95
Ammortamenti & Svalutazioni	1.940	1.075	-44,59	1.195
Accantonamenti	2	-		-
<b>EBIT</b>	2.571	3.415	32,83	3.958
%	10,50	11,73		13,02
Oneri (Proventi) finanziari	73	54		93
Rettifiche di attività finanziarie	10	11		-
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	2.488	3.350	34,65	3.865
%	10,16	11,51		12,71
Imposte	703	767		1.077
Tax rate (%)	28,22	22,90		28
<b>RISULTATO NETTO</b>	1.785	2.583	44,71	2.787
%	7,29	8,88		9,17
PFN	2.343	895		1.652
Equity	19.632	21.690		22.253
ROI	14,87	16,42		19,21
ROE	9,09	11,91		12,52

Fonte: Fervi

Il Gruppo Fervi ha archiviato il 2019 con un valore della produzione in crescita del 19%, a 29,1 milioni di euro (€ 30,4 milioni le nostre stime) rispetto ai 24,5 milioni di euro del corrispondente periodo dell'esercizio precedente. Tale crescita è imputabile all'efficacia del modello di business Fervi nonché alla sinergia commerciale creatasi con la neo acquisita Vogel Germany.

L'aumento dei costi per materie prime (+19,48%), dei costi del personale (+48,38%) e dei costi per servizi (+17,59%) ha pesato sul margine operativo lordo (Ebitda), risultato pari a 4,5 milioni di euro, sostanzialmente in linea con il dato 2018 (-0,51%) ma inferiore di circa il 13% rispetto alle nostre stime (€ 5,1 milioni) mentre la redditività, calcolata sul valore della produzione, è scesa dal 18,44% al 15,43% per effetto, principalmente, dell'incremento del fatturato legato a prodotti con minore marginalità ma ad elevata rotazione.

L'Ebitda adjusted (al lordo di componenti non ricorrenti legate all'acquisizione di Vogel ed altri costi non ricorrenti pari a 193 mila euro) è risultato pari a 4,7 milioni di euro.

Ammortamenti in calo del 45,7%, per effetto, principalmente, del completamento dell'ammortamento del know-how della controllata Riflex, hanno consentito al risultato operativo netto (Ebit) di raggiungere i 3,4 milioni di euro dai 2,6 milioni del periodo di confronto (+32,83%) e € 3,9 milioni le nostre stime.

Il Ros è passato dal 10,5% del 2018 all'11,7%.

La crescita del risultato operativo ed un minor tax rate, dal 28,2% del 2018 al 22,9%, derivante dall'adesione ai benefici del Patent Box a partire dal 2019, ha consentito a Fervi di chiudere l'esercizio con un utile netto consolidato pari a 2,6 milioni di euro rispetto agli 1,8 milioni di euro realizzati nello stesso periodo 2018 (+44,71%) ed a € 2,8 milioni da noi preventivati.

La posizione finanziaria netta al 31.12.2019 si è attestata a 895 mila euro, in calo rispetto ai 2,3 milioni di euro al 31.12.2018, per effetto, principalmente, dell'acquisizione della controllata Vogel nonché della distribuzione del dividendo sul bilancio 2018 per complessivi 507 mila euro.

Il patrimonio netto si è portato a € 21,7 milioni da € 19,6 milioni a consuntivo 2018.

## Outlook 2020-2024

### Old estimates

EUR (K)	2018*	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
<b>Valore della produzione</b>	24.478	30.395	32.279	34.292	36.442	38.739	6,25
Materie prime	11.943	14.225	15.064	15.959	16.912	17.928	5,95
%	48,79	46,80	46,67	46,54	46,41	46,28	
Servizi	4.769	6.018	6.230	6.344	6.731	6.907	3,50
%	19,48	19,80	19,30	18,50	18,47	17,83	
Beni di terzi	394	495	477	487	496	504	0,45
%	1,61	1,63	1,48	1,42	1,36	1,30	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	7.372	9.657	10.508	11.502	12.303	13.400	8,53
%	30,12	31,77	32,55	33,54	33,76	34,59	
Costo del lavoro	2.774	4.377	4.545	4.760	4.934	5.144	4,12
%	11,33	14,40	14,08	13,88	13,54	13,28	
Oneri diversi di gestione	85	127	131	133	136	146	3,55
%	0,35	0,42	0,41	0,39	0,37	0,38	
<b>EBITDA</b>	4.513	5.153	5.832	6.609	7.233	8.110	12,01
%	18,44	16,95	18,07	19,27	19,85	20,93	
Ammortamenti & Accantonamenti	1.894	1.195	1.210	1.028	1.057	942	
Svalutazioni	48	-	-	-	-	-	
<b>EBIT</b>	2.571	3.958	4.622	5.581	6.176	7.168	16,01
%	10,50	13,02	14,32	16,27	16,95	18,50	
Oneri (Proventi) finanziari	73	93	42	25	16	8	
Rettifiche di attività finanziarie	10	-	-	-	-	-	
<b>Utile Ante Imposte</b>	2.488	3.865	4.580	5.556	6.160	7.160	16,67
%	10,16	12,71	14,19	16,20	16,90	18,48	
Imposte	703	1.077	1.281	1.565	1.741	2.023	
Tax rate (%)	28,22	28	28	28	28	28	
<b>RISULTATO NETTO</b>	1.785	2.787	3.299	3.991	4.419	5.137	16,51
%	7,29	9,17	10,22	11,64	12,13	13,26	
FOCF	-	-433	3.262	3.629	3.996	4.516	
PFN	2.344	1.652	4.547	8.123	12.075	16.554	
Equity	19.632	22.253	25.229	29.192	33.583	38.691	
CIN	17.288	20.601	20.681	21.069	21.508	22.137	
ROI	14,87	19,21	22,35	26,49	28,72	32,38	
ROE	9,09	12,52	13,08	13,67	13,16	13,28	

Fonte: Fervi; Stime: Banca Finnat; (\*) dati non proforma

*New estimates*

EUR (K)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	CAGR 19/24
<b>Valore della produzione</b>	29.103	23.101	27.154	30.364	32.405	34.585	3,51
Materie prime	14.270	11.319	13.306	14.817	15.749	16.739	3,24
%	49,03	49,00	49,00	48,80	48,60	48,40	
Servizi	5.608	4.447	5.214	5.769	6.092	6.433	2,78
%	19,27	19,25	19,20	19,00	18,80	18,60	
Beni di terzi	538	458	487	496	504	515	-0,87
%	1,85	1,98	1,79	1,63	1,56	1,49	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	8.687	6.876	8.148	9.281	10.060	10.898	4,64
%	29,85	29,77	30,01	30,57	31,04	31,51	
Costo del lavoro	4.116	3.540	4.073	4.360	4.618	4.876	3,45
%	14,14	15,32	15,00	14,36	14,25	14,10	
Oneri diversi di gestione	81	74	76	78	80	82	0,25
%	0,28	0,32	0,28	0,26	0,25	0,24	
<b>EBITDA</b>	4.490	3.263	3.999	4.843	5.362	5.940	5,76
%	15,43	14,12	14,73	15,95	16,55	17,17	
Ammortamenti & Accantonamenti	1.075	1.022	821	832	707	625	-10,28
<b>EBIT</b>	3.415	2.241	3.178	4.011	4.655	5.315	9,25
%	11,73	9,70	11,70	13,21	14,37	15,37	
Oneri (Proventi) finanziari	54	93	25	16	8	8	
Rettifiche di attività finanziarie	11	-	-	-	-	-	
<b>Utile Ante Imposte</b>	3.350	2.148	3.153	3.995	4.647	5.307	9,64
%	11,51	9,30	11,61	13,16	14,34	15,34	
Imposte	767	485	716	908	1.056	1.206	
Tax rate (%)	22,90	22,58	22,70	22,72	22,72	22,72	
<b>RISULTATO NETTO</b>	2.583	1.663	2.437	3.087	3.592	4.101	9,69
%	8,88	7,20	8,98	10,17	11,08	11,86	
FOCF	-	2.894	3.375	3.330	3.022	3.885	
PFN	895	3.184	6.506	9.792	12.777	16.654	
Equity	21.690	22.841	25.250	28.309	31.872	35.973	
Capex	-	156	303	318	360	221	
NWC	16.082	15.976	15.691	16.098	17.153	17.920	
CIN	20.795	19.657	18.744	18.517	19.095	19.319	
ROI	16,42	11,40	16,95	21,66	24,38	27,51	
ROE	11,91	7,28	9,65	10,91	11,27	11,40	

Fonte: Fervi; Stime: Banca Finnat

Alla luce del quadro macroeconomico globale che si è venuto a creare già dai primi mesi del 2020 a causa del virus Covid-19 che sta, inevitabilmente, avendo effetti anche sullo specifico business di Fervi, abbiamo ritenuto necessario rivedere al ribasso le nostre stime per il periodo previsionale 2020-2024.

Nel periodo 2019-2024 stimiamo ora che il valore della produzione possa essere in grado di crescere ad un tasso medio annuo del 3,51% (da € 29,1 milioni nel 2019 a € 34,6 milioni nel 2024). Le nostre precedenti stime prevedevano, invece, un valore della produzione in crescita media annua del 6,25% (cagr 219-2023) per giungere a € 38,7 milioni nel 2023.

Un aumento dei costi per materie prime (cagr 2019-2024 3,24%), dei costi per servizi (cagr 2,78%) e dei costi del personale (cagr 3,45%) – in precedenza previsti in crescita a tassi medi annui (2019-2023), rispettivamente, del 5,95%, del 3,50% e del 4,12% – non dovrebbe impedire al margine operativo lordo (Ebitda) di raggiungere, a fine 2024, € 5,9 milioni da € 4,5 milioni nel 2019, cagr 5,76% rispetto ad € 8,1 milioni che stimavamo potessero essere raggiunti nel 2023 (con un cagr 2019-2023 del 12%).

L'incidenza sul valore della produzione dovrebbe passare dal 15,43% del 2019 al 17,2% a fine periodo previsionale.

Ammortamenti in calo medio annuo del 10,66% dovrebbero consentire al risultato operativo netto (Ebit) di crescere ad un tasso medio annuo pari al 9,25%, da € 3,4 milioni del 2019 a € 5,3 milioni a fine periodo previsionale mentre nelle precedenti stime si assumeva una crescita media annua 2018-2023 pari al 16%, da € 3,9 milioni nel 2019 a € 7,2 milioni nel 2023. Il Ros dovrebbe poter salire dall'11,73% del 2019 al 15,37% a fine 2023.

Beneficiando di un minor carico fiscale derivante dall'adesione ricorrente al regime "patent box", l'utile netto di Gruppo dovrebbe poter crescere, nel periodo 2019-2024, ad un tasso medio annuo del 9,69%, raggiungendo € 4,1 milioni nel 2024 (a fronte di € 5,1 milioni in precedenza stimati al 2023) da € 2,6 milioni nel 2019, con una marginalità, sul valore della produzione, in aumento dall'8,88% del 2019 all'11,86% a fine periodo previsionale.

La posizione finanziaria netta la stimiamo in grado di raggiungere i 16,6 milioni di euro nel 2024 da € 895 migliaia del 2019 mentre il patrimonio netto lo stimiamo a € 36 milioni nel 2024 da € 21,7 milioni a consuntivo 2019.

Nonostante il sensibile calo stimato nel fatturato per l'esercizio 2020 (-28,4% rispetto alle precedenti stime), il Gruppo Fervi, grazie anche al proprio modello di business, si prevede possa continuare a risultare pienamente profittevole, con flussi di cassa operativi pari a € 2,9 milioni a fine 2020 per raggiungere € 3,9 milioni a fine periodo previsionale.



## Valuation

Ai fini della valutazione, abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2020/2024. Il tasso di crescita perpetua lo abbassiamo all'1% (dal precedente 1,5%) mentre determiniamo un WACC al 10,50%, in crescita rispetto al precedente 9,73%, in funzione di un Free Risk Rate all'1,50%, dal precedente 1,75%, un Coefficiente Beta pari allo 0,8, quale media dei beta riconosciuti ai settori building materials (0,87), home furnishing (0,93) e distributors (0,61) per il mercato europeo su di un campione di 242 società (fonte Damodaran) ed un Market Risk Premium all'11,25% dal precedente 10,50%.

La revisione al ribasso delle stime prospettiche ed i modificati parametri finanziari determinano un Enterprise Value pari a € 38,5 milioni ed un valore ad equity pari a **15,53 euro/azione**. La nostra raccomandazione permane di acquisto.

### Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	2.241	3.178	4.011	4.655	5.315
Imposte	485	716	908	1.056	1.206
NOPAT	1.756	2.462	3.103	3.600	4.109
D&A	1.022	821	832	707	625
Capex	156	303	318	360	221
CNWC	-272	-394	287	925	628
FOCF	2.894	3.375	3.330	3.022	3.885

Stime: Banca Finnat

### DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,00
WACC (%)	10,50
Discounted Terminal Value	25.892
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	12.638
Enterprise Value	38.530
Net financial position as of 31/12/2019	895
Equity Value	39.425
Nr. Azioni	2.539.240
<b>Value per share</b>	<b>15,53</b>

Stime: Banca Finnat

### WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,50
Market risk premium	11,25
Beta (x)	0,8
Cost of Equity	10,50
<b>WACC</b>	<b>10,50</b>

Stime: Banca Finnat

### Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
15.10.2019	Buy	19,29 €	11,60 €
16.04.2019	Buy	18,24 €	12,00 €
08.10.2018	Buy	18,23 €	12,12 €
14.05.2018	Buy	20,45 €	15,00 €

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)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Valore della produzione</b>	29.103	23.101	27.154	30.364	32.405	34.585
Materie prime	14.270	11.319	13.306	14.817	15.749	16.739
Servizi	5.608	4.447	5.214	5.769	6.092	6.433
Beni di terzi	538	458	487	496	504	515
<b>Valore Aggiunto</b>	8.687	6.876	8.148	9.281	10.060	10.898
Costo del lavoro	4.116	3.540	4.073	4.360	4.618	4.876
Oneri diversi di gestione	81	74	76	78	80	82
<b>EBITDA</b>	4.490	3.263	3.999	4.843	5.362	5.940
Ammortamenti & Accantonamenti	1.075	1.022	821	832	707	625
<b>EBIT</b>	3.415	2.241	3.178	4.011	4.655	5.315
Oneri (Proventi) finanziari	54	93	25	16	8	8
Rettifiche di attività finanziarie	11	-	-	-	-	-
<b>Utile Ante Imposte</b>	3.350	2.148	3.153	3.995	4.647	5.307
Imposte	767	485	716	908	1.056	1.206
<i>Tax-rate (%)</i>	<i>22,90</i>	<i>22,58</i>	<i>22,70</i>	<i>22,72</i>	<i>22,72</i>	<i>22,72</i>
<b>Risultato Netto</b>	2.583	1.663	2.437	3.087	3.592	4.101
FOCF	-	2.894	3.375	3.330	3.022	3.885
BALANCE SHEET (Eur k)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Patrimonio Netto	21.690	22.841	25.250	28.309	31.872	35.973
PFN	895	3.184	6.506	9.792	12.777	16.654
CIN	20.795	19.657	18.744	18.517	19.095	19.319
FINANCIAL RATIOS (%)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA margin	15,43	14,12	14,73	15,95	16,55	17,17
EBIT margin	11,73	9,70	11,70	13,21	14,37	15,37
Net margin	8,88	7,20	8,98	10,17	11,08	11,86
ROI	16,42	11,40	16,95	21,66	24,38	27,51
ROE	11,91	7,28	9,65	10,91	11,27	11,40
GROWTH (%)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Valore della produzione	18,89	-20,62	17,55	11,82	6,72	6,73
EBITDA	-0,51	-27,33	22,56	21,11	10,73	10,76
EBIT	32,83	-34,39	41,82	26,21	16,07	14,16
Net Profit	44,71	-35,63	46,58	26,67	16,33	14,19
VALUATION METRICS	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS	1,02	0,65	0,96	1,22	1,41	1,62
CFPS	1,44	1,06	1,28	1,54	1,69	1,86
BVPS	8,54	9,00	9,94	11,15	12,55	14,17
P/E	10,72	16,65	11,36	8,97	7,71	6,75
P/CF	7,57	10,31	8,49	7,06	6,44	5,86
P/BV	1,28	1,21	1,10	0,98	0,87	0,77
EV/SALES	0,93	1,06	0,78	0,59	0,46	0,32
EV/EBITDA	5,96	7,51	5,29	3,69	2,78	1,86
EV/EBIT	7,84	10,93	6,66	4,46	3,20	2,07

Fonte: Fervi; Stime: Banca Finnat

### **Informazioni generali**

La presente ricerca è stata preparata da Stefania Vergati, 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>)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

### **Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi**

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

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

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

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

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

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

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

### **Riproduzione e distribuzione della ricerca**

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

<b>Banca Finnat Research Rating Distribution</b>	<b>31/01/2020</b>				
<b>N° Società sotto copertura di ricerca: 16</b>	<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>REDUCE</b>	<b>SELL</b>	<b>N.R.</b>
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%