

RACCOMANDAZIONE
Buy
Target Price
 € 18,1

FEDON

Settore: Consumi discrezionali
Codice di negoziazione Bloomberg: FED IM
Mercato AIM
Prezzo al 04/10/2017
 € 12,64

Capitalizzazione di Borsa: 24.016.000 €
Numero di azioni: 1.878.346 *

*al netto delle azioni proprie

**Data ed ora
di produzione:**

05.10.2017 ore 11:00

**Data ed ora
di prima diffusione:**

05.10.2017 ore 12:00

**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

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

Mercato dell'ottica sfidante ma ripresa reddituale alla portata della Società

- FEDON si presenta in una posizione di leadership, a livello internazionale, nel settore della produzione e della commercializzazione di astucci porta occhiali ed accessori per il settore ottico. Un generale rallentamento del mercato, con margini in calo, ha colpito soprattutto il segmento lusso sul quale il Gruppo appare maggiormente focalizzato.
- L'apertura di nuovi punti vendita diretti ed indiretti; le nuove collezioni di trolley da viaggio e nuovi modelli di borse da donna; alcune promettenti commesse nel Luxury packaging destinato al settore della gioielleria e delle penne di lusso, nonché il riposizionamento della distribuzione del retail ottico dovrebbero costituire importanti drivers di ripresa reddituale.
- Già a partire dall'esercizio 2018 intravediamo un rafforzamento reso possibile da un fatturato consolidato stimato in crescita, nel periodo 2016-2021, ad un tasso medio annuo del 4,9%. Il margine operativo lordo (ebitda) dovrebbe crescere ad un cagr del 10,2%; il risultato operativo netto (ebit) registrare un incremento medio annuo del 12,3% ed il risultato netto migliorare ad un tasso annuo del 15,1%.

Anno al 31/12	2016	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021E
Fatturato (€ k)	71617	70185	73583	80511	86280	91153
EBITDA	5080	4512	4760	5726	6980	8273
EBIT	3170	2362	2503	3422	4515	5671
Utile netto	1627	922	1155	1672	2459	3291
EPS	0,87	0,49	0,61	0,89	1,31	1,75
P/E	14,53	25,8	20,72	14,2	9,65	7,22
ROI	12,3	8,5	8,9	12,1	15,6	19,5
ROE	8,3	4,7	5,6	7,7	10,5	12,8
PFN	-6140	-8232	-7695	-6636	-5463	-3392
Leverage	0,3	0,42	0,38	0,31	0,23	0,13

Fonte: Fedon; Stime: Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

I principali mercati di riferimento, per il Gruppo Fedon, sono costituiti dal mercato dell'ottica (90% del fatturato) e da quello della pelletteria (10% del fatturato).

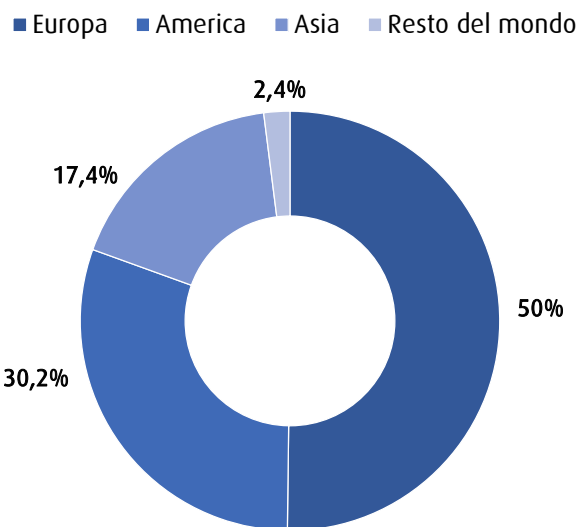
Mercato dell'Ottica

Il mercato dell'ottica in Italia ha registrato, nell'esercizio 2016, un valore della produzione pari a 3,7 miliardi di euro, con una crescita del 3,7% rispetto all'anno precedente. La produzione è cresciuta in misura minore rispetto agli ultimi due esercizi a causa del ridimensionamento dell'export e dello scarso slancio del mercato interno.

Il mercato rimane comunque trainato dalle esportazioni le quali hanno registrato una crescita del 3,6% rispetto al 2015. Il valore delle esportazioni ha così raggiunto i 3,6 miliardi di euro, rappresentando quasi il 90% dell'intera produzione nazionale. Tale crescita è imputabile principalmente alla performance degli occhiali da sole che ha riportato una variazione tendenziale del 6,8% a 2,5 miliardi di euro; inverso invece il trend delle esportazioni di montature che ha registrato una flessione del 2,8% a 1,04 miliardi di euro.

Il primo mercato di sbocco della nostra occhialeria è rappresentato dall'Europa, che assorbe il 50% delle nostre esportazioni ad un tasso di crescita pari al 7,1%; segue il continente americano, con una quota di mercato del 30,2% ed un tasso di crescita delle nostre esportazioni che raggiunge il 2,7% (+3,9% per gli occhiali da sole e -0,5% per le montature) mentre l'Asia assorbe il 17,4% della produzione nazionale con un tasso di crescita negativo di un punto percentuale prodotto dall'andamento sfavorevole dell'export di montature (-11,5%), in controtendenza rispetto al +2,4% registrato dall'export di occhiali da sole.

Quote export occhialeria italiana 2016



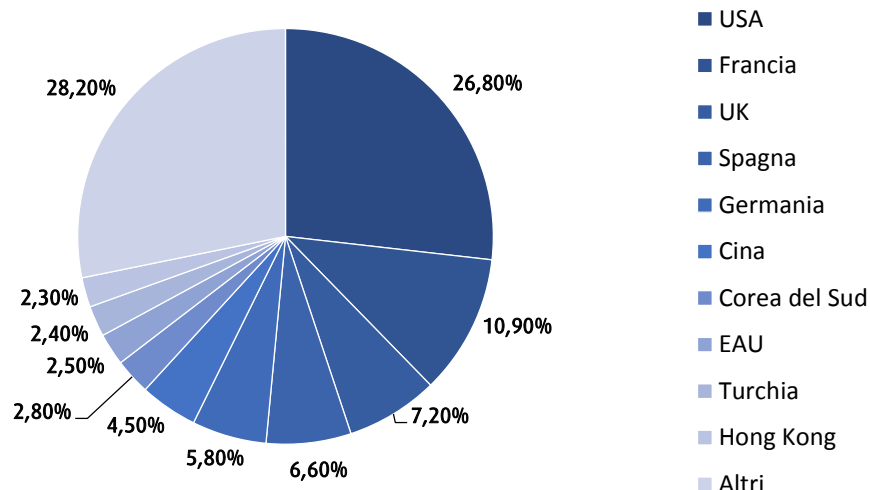
Fonte: ANFAO – Associazione nazionale Fabbricanti Ottici

Dei 100,1 milioni di occhiali esportati (+2,1% rispetto al 2015), il 66,7% sono rappresentati da occhiali da sole (+4,4% in quantità) ed il 33,3% da montature (-2% in quantità).

Se scompiamo le esportazioni per segmento di prodotto – occhiali da sole e montature – i primi dieci mercati di sbocco coprono il 73,9% dell'intera produzione nazionale esportata, con quote di mercato, relativamente agli occhiali da sole, del 26,8% per l'export assorbito dagli USA, del 10,9% assorbito dalla Francia, del 7,2% dal Regno Unito, del 6,6% dalla Spagna e del 5,8% dalla Germania mentre l'export di montature è assorbito per il 21,5% dagli USA, il 17,5% dalla Francia, il 9,1% dalla Germania, il 7,2% dal Regno Unito ed il 5,9% dalla Spagna.

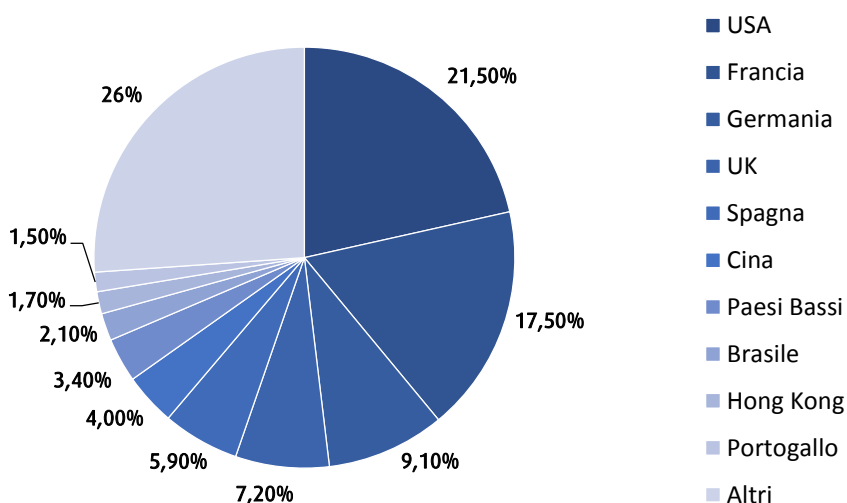
Relativamente ai tassi di crescita delle esportazioni nazionali, tra i Paesi sviluppati i maggiori incrementi si registrano verso la Croazia (+63,5%), Ungheria (+39,6%), Polonia (+38,4%), Finlandia (+28%), Germania (+16,3%), Paesi Bassi (+14,7%), Spagna (+8,9%) e Usa (+2,6%) mentre tra i Paesi emergenti i maggiori incrementi si registrano verso Israele (+42,5%), Russia (+20,3%), Messico (+16,4%), Cina (+7,3%) ed Arabia Saudita (+0,7%). In controtendenza risultano, invece, gli Emirati Arabi (-1,5%), il Brasile (-6,8%) e la Turchia (-9,4%).

Mercati di sbocco esportazioni occhiali da sole (quota %)



Fonte: ANFAO – Associazione nazionale Fabbricanti Ottici

Mercati di sbocco esportazioni montature (quota %)



Fonte: ANFAO – Associazione nazionale Fabbricanti Ottici

Developed Countries	Tassi di Crescita 2016 esportazioni nazionali	Emerging Countries	Tassi di Crescita 2016 esportazioni nazionali
Croazia	63,5%	Israele	42,5%
Ungheria	39,6%	Russia	20,3%
Polonia	38,4%	Messico	16,4%
Finlandia	28%	Cina	7,3%
Germania	16,3%	Arabia Saudita	0,7%
Paesi Bassi	14,7%	EAU	-1,5%
Spagna	8,9%	Brasile	-6,8%
USA	2,6%	Turchia	-9,4%

Fonte: ANFAO – Associazione nazionale Fabbricanti Ottici

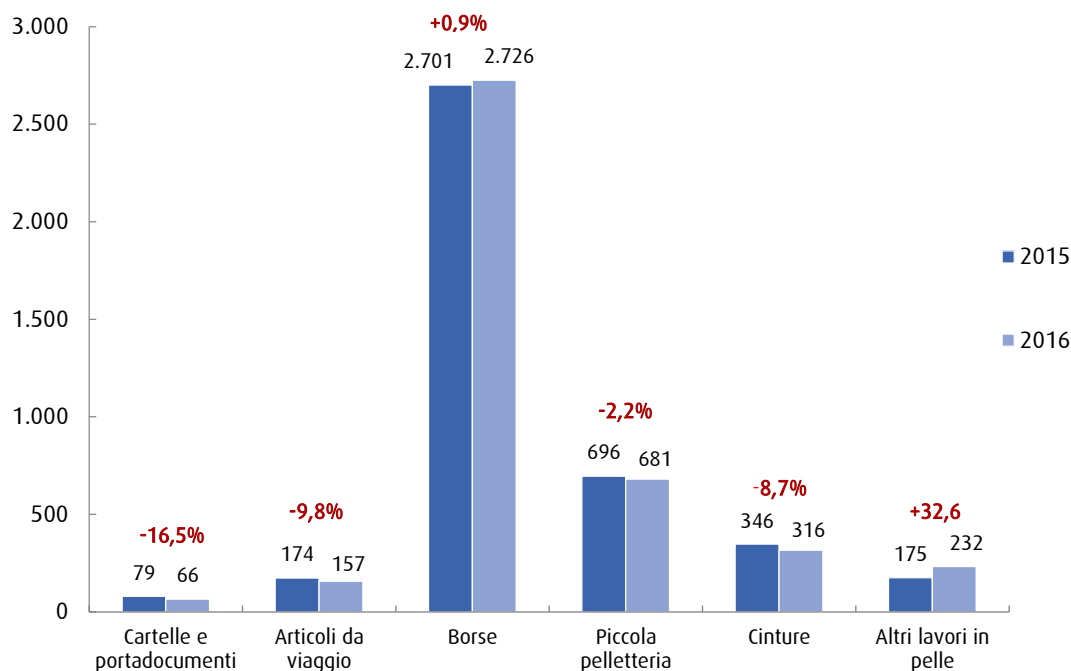
Le esportazioni mondiali di occhiali da sole e montature, nel 2016, sono state stimate intorno ai 15,7 miliardi di euro con una crescita tendenziale del 4,7% rispetto ai dati 2015. All'interno di questo scenario, l'Italia detiene una quota di mercato pari al 22% di cui il 30,5% rappresentato da occhiali da sole ed il 20,5% da montature.

Mercato della Pelletteria

Nei primi dieci mesi del 2016 il mercato italiano della pelletteria (composto da prodotti in pelle ed in sintetico) ha registrato una crescita delle esportazioni, giunte a 5,4 miliardi di euro in valore, pari allo 0,9%; in particolare, i prodotti in pelle sono cresciuti dello 0,15%, per un valore pari a 4,2 miliardi di euro mentre le vendite estere dei prodotti in sintetico sono migliorate del 3,6% (per un valore pari a 1,2 miliardi di euro).

Tra i prodotti in pelle, le borse, che rappresentano l'articolo principale delle nostre esportazioni, hanno registrato una crescita delle vendite estere limitata allo 0,9% mentre gli altri lavori in pelle, pur rappresentando un decimo, in valore, rispetto a quanto esportato in borse, hanno segnato una crescita del 32,6%. In calo tutti gli altri settori; gli articoli da lavoro e cartelle (-16,5%), gli articoli da viaggio (-9,8%), le cinture (-8,7%) e la piccola pelletteria (-2,2%).

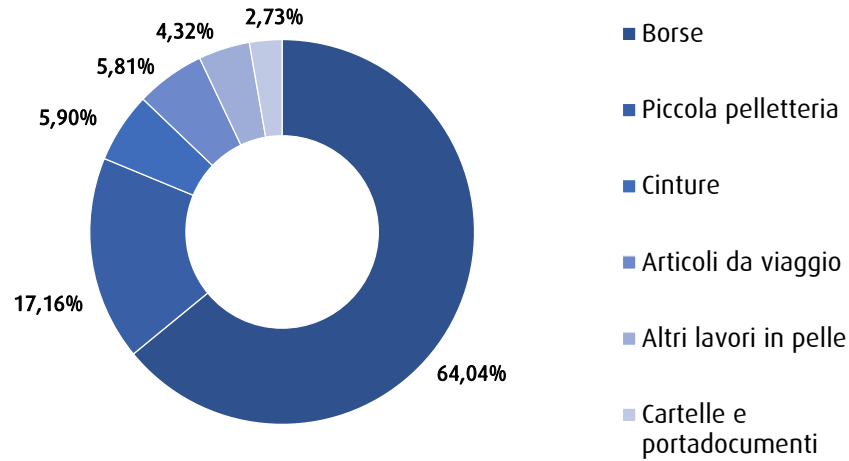
Export articoli in pelle Gennaio-Ottobre 2016/Gennaio-Ottobre 2015



Fonte: AIMPES

Sul totale degli articoli di pelletteria esportati (prodotti in pelle ed in sintetico) il 64,04% è rappresentato dalle borse, il 17,16% dalla piccola pelletteria, il 5,90% dalle cinture, gli articoli da viaggio assorbono una quota del 5,81%, gli altri lavori in pelle rappresentano il 4,32% delle nostre esportazioni mentre le cartelle ed i portadocumenti assorbono una quota pari al 2,73%.

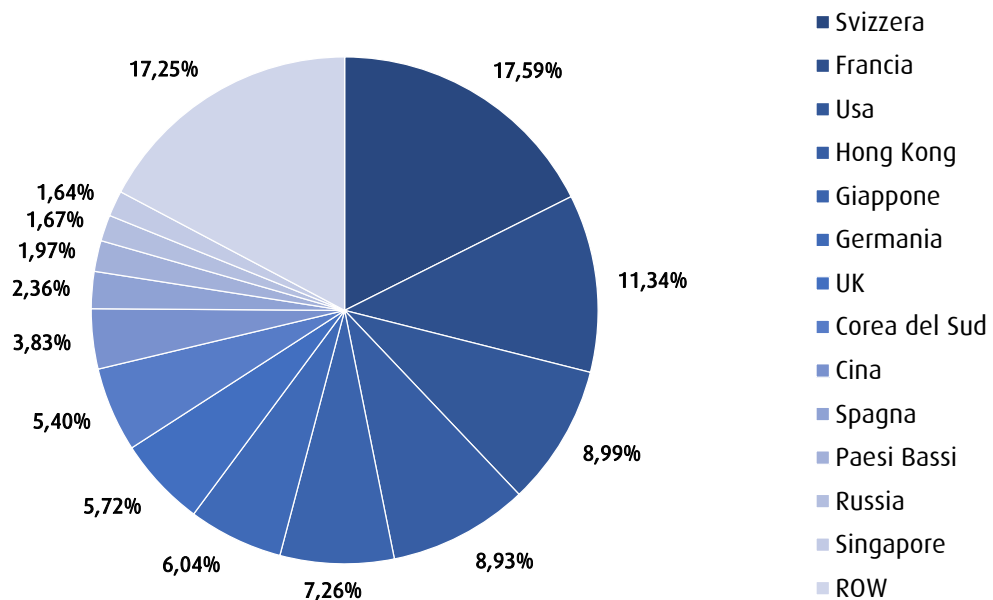
Esportazioni per segmento di mercato – Gennaio/Ottobre 2016 (quota %)



Fonte: AIMPEs

Tra i principali Paesi di sbocco dell'export nazionale di pelletteria risultano la Svizzera (con una quota di assorbimento del nostro export pari al 17,59%), la Francia (con una quota dell'11,34%), gli Usa (8,99%), Hong Kong (8,93%), il Giappone (7,26%), la Germania (6,04%), la Gran Bretagna (5,72%), la Corea del Sud (5,40%), la Cina (3,83%) e la Spagna (2,36%).

Mercati di sbocco esportazioni pelletteria italiana – Gennaio/Ottobre 2016 (quota %)



Fonte: AIMPEs



Gli incrementi percentuali più elevati, nelle esportazioni di pelletteria italiana per i primi dieci mesi del 2016 rispetto al medesimo periodo del 2015, sono stati registrati verso il Canada (+27,83%), la Croazia (+19,88%), la Russia (+15,45%), il Giappone (+15,44%), l'Ucraina (+15,25%), la Polonia (+10,84%), l'Australia (+8,95%) ed Hong Kong (+8,18%); in calo sono risultate, invece, le esportazioni verso Taiwan (-21,47%), Emirati Arabi (-17,27%), Cina (-8,88%), Usa (-6,90%) e Gran Bretagna (-4,48%).

In merito ai consumi domestici, nel periodo gennaio-ottobre 2016 questi sono tornati a crescere a tassi dell'1,1%. Il miglioramento è imputabile, principalmente, al trend positivo registrato dagli articoli da lavoro (+12,8%), dalla piccola pelletteria (+7,6%) e dalle borse da viaggio (+5,4%) mentre sono risultato in calo i consumi domestici di borse da donna (-2,5%).

Attività e Strategie

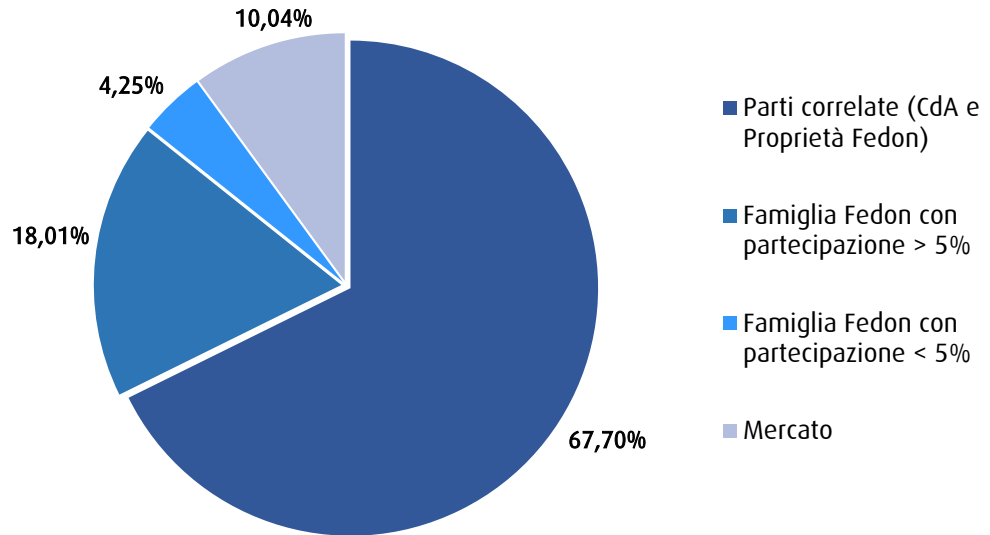
Il Gruppo è da molti anni leader, a livello internazionale, nel settore della produzione e della commercializzazione di astucci porta-occhiali ed accessori destinati, principalmente, ai grandi fabbricanti, sia in Italia che all'estero, del settore ottico (77% del fatturato). La quota di mercato, in Italia, rimane prossima al 40% ma dal 2016 si stanno manifestando alcune non indifferenti criticità. La prima è rappresentata dalla tendenza, da parte di alcuni grandi committenti, a spostarsi verso prodotti a più basso prezzo; il secondo fattore critico è rappresentato dalla discesa nelle vendite di eyewear da parte di alcune importanti griffe di moda nel segmento dell'alto di gamma mentre il terzo fattore è rappresentato dalla ridefinizione delle strategie produttive che alcuni grandi fabbricanti/committenti sembrano destinati a perseguire. La decisione, da parte di Kering, di entrare direttamente nel settore dell'eyewear, riprendendosi le licenze a suo tempo concesse a Safilo, la recente integrazione Luxottica/Essilor e la comparsa di nuovi competitors fortemente orientati al commercio digitale rappresentano fattori di cambiamento importanti del settore ottico e costituiscono motivi di incertezza negli andamenti congiunturali dello stesso. Al fine di ridurre la concentrazione eccessiva del fatturato del Gruppo in capo al settore ottico, Fedon ha così intrapreso, già da alcuni anni, una diversificazione produttiva verso il Luxury packaging rivolto sempre a grandi produttori ma nei settori della gioielleria e dell'orologeria, settori caratterizzati da più alti margini e potenzialità. Accanto alla produzione per i "grandi fabbricanti", il Gruppo realizza e distribuisce, attraverso una propria rete di agenti, anche astucci, accessori ed occhiali a marchio proprio destinati alla vendita presso negozi e catene di negozi di ottica (12% del fatturato). A latere al segmento ottico, il Gruppo ha poi avviato, a partire dal 2008, una strategia di diversificazione merceologica nel settore dell'alta pelletteria e negli articoli per l'ufficio ed il regalo (11% del fatturato) la cui gamma di prodotti, a marchio FEDON, comprende borse e cartelle da lavoro, trolley da viaggio, piccola pelletteria nonché accessori personali di uso quotidiano tra i quali orologi ed occhiali da sole.

La focalizzazione commerciale, in questo caso, risulta particolarmente incentrata sul travel retail e quindi sulla presenza in aeroporti, stazioni ma anche centri commerciali. In merito a questo importante segmento di business, rileviamo come nel 2016 i passeggeri in transito, solo negli aeroporti internazionali, siano stati 3,8 miliardi e come le aspettative prevedano un raddoppio a 7,2 miliardi nel 2035.

Nei primi nove mesi del 2016 le vendite duty free & travel retail si sono attestate, a livello globale, a 47,7 mld di dollari USA, con una crescita annua del 2,2% dopo un 2015 in cui le vendite avevano raggiunto i 62 mld (in calo del 2,7% rispetto all'anno precedente). La segmentazione per prodotto rivela come il settore moda & accessori copra il 14,5% degli acquisti, raggiungendo gli 8,3 miliardi di euro e si collochi al terzo posto per importanza dopo i settori cosmesi & profumi (31,4% degli acquisti) e wine & spirits (16,4% degli acquisti).

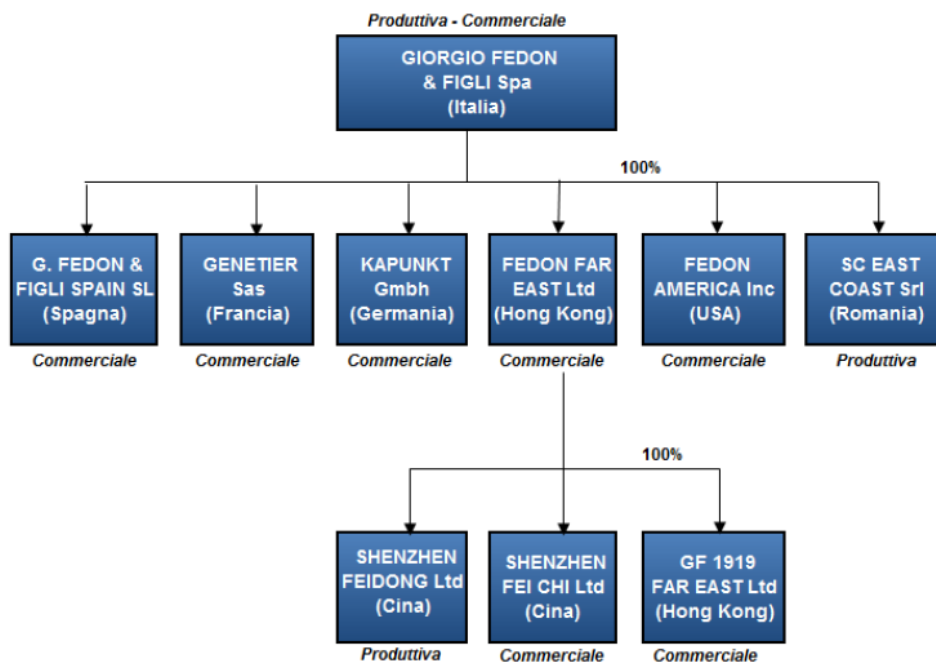
L'Asia Pacifico rappresenta l'area leader del travel retail, con una quota del 46,3%. La quota delle Americhe è al 26,7% mentre l'Europa è al 23,3%.

Struttura azionariato



Fonte: Fedon

Struttura del Gruppo



Fonte: Fedon

Il Modello di Business

Il modello di business del Gruppo Fedon è articolato in modo da presidiare l'intera filiera produttiva - distributiva, dalla progettazione e design alla commercializzazione, al fine di assicurare qualità del prodotto, flessibilità ed efficienza nella produzione.

La filiera produttiva - distributiva inizia con la fase di:

- Progettazione e design

questa è esclusivamente svolta in Italia presso lo stabilimento di Pieve d'Alpago (BL), prosegue con

- Approvvigionamento di materie prime

l'approvvigionamento di materiali quali poliuretani, cartoni, termoadesivi e coagulanti per fodere, necessari per la produzione di astucci e teline, è prevalentemente realizzato in Cina sebbene la pelle utilizzata sia acquistata esclusivamente presso concerie italiane al fine di assicurare un elevato livello qualitativo.

- Produzione

L'attività produttiva del Gruppo viene svolta su 3 siti produttivi in Italia (140 dipendenti), Romania (130 dipendenti) e Cina (1100 dipendenti). In Italia presso lo stabilimento proprietario di Pieve d'Alpago; in Cina dalla controllata Shenzhen Feidong Ltd presso lo stabilimento, in locazione, di Shenzhen ed in Romania dalla controllata SC East Coast S.r.l. presso lo stabilimento, anch'esso in locazione, di Lugoj (Timisoara).

A livello produttivo lo stabilimento cinese risulta essere la componente più importante del sistema, assicurando la copertura dell'87% degli astucci prodotti dal Gruppo; nello stabilimento rumeno viene realizzata la trasformazione di semilavorati in prodotti finiti mentre nello stabilimento sito a Pieve d'Alpago sono realizzati, prevalentemente, gli articoli specificatamente Made in Italy.

- Commercializzazione

La commercializzazione è affidata a 7 filiali commerciali che coprono Spagna, Francia, USA, Germania, Hong Kong e mercato cinese. Per le vendite di astucci ai Grandi fabbricanti di occhiali ci si basa su contratti di fornitura che possono avere durata differente in relazione alla tipologia di commessa acquisita. Tali accordi, come d'uso nel settore, vengono rinegoziati di anno in anno in considerazione delle collezioni proposte dai fabbricanti di occhiali. Il Gruppo, in virtù della posizione di leadership nel tempo acquisita, vanta rapporti pluriennali consolidati con i principali operatori e griffe della moda.

Per il settore Retail ottico, i prodotti del Gruppo sono venduti a diversi negozi e catene di negozi di ottica tramite una rete internazionale di agenti.

Per il settore della Pelletteria, a marchio FEDON, la distribuzione dei prodotti è realizzata attraverso due canali di vendita: il Retail (attraverso una rete di negozi monomarca sia a gestione diretta che a gestione indiretta - shop in shop -) e il Wholesale (attraverso una rete di agenti che vende a distributori, catene e negozi multimarca).

Al 31.12.2016 i punti vendita retail diretti, a marchio FEDON, erano pari a 20 (17 in Italia - compresi 5 outlet - e 3 in Asia) mentre il canale indiretto - shop in shop - era rappresentato da 7 corners. A fine 2017 i punti vendita diretti dovrebbero salire a 25, per attestarsi a 39 a fine 2019 (di cui 10 outlet) mentre il canale indiretto dovrebbe salire dagli attuali 7 a 15 shop in shop. A fine 2021 i punti vendita diretti dovrebbero poter raggiungere il numero di 52 (di cui 12 outlet) mentre il canale indiretto dovrebbe raggiungere i 19 shop in shop. Verranno privilegiati gli investimenti negli aeroporti e nei department stores internazionali, con particolare focalizzazione su Spagna, Francia e Germania.

Risultati al 30.06.2017

EUR (K)	1H2016	1H2017	VAR%
Ricavi di Vendita	35847	33645	-6,1
Altri Ricavi	230	564	
Materiali	14536	12982	
%	40,5	38,6	
Servizi	6100	6291	
%	17	18,7	
Beni di Terzi	1728	1893	
%	4,8	5,6	
VALORE AGGIUNTO	13713	13043	-4,89
%	38,2	38,8	
Costo del Lavoro	11278	11302	
%	31,5	33,6	
Accantonamenti	409	359	
%	1,1	1,1	
EBITDA	2026	1382	-31,8
%	5,65	4,1	
Ammortamenti & Svalutazioni	850	887	
%	2,4	2,6	
EBIT	1176	495	-57,9
%	3,3	1,5	
Proventi/(Oneri) finanziari	(337)	(486)	
%	0,9	1,4	
Utile Ante Imposte	839	9	
%	2,3	0,03	
Imposte	233	4	
Tax rate (%)	27,8	44,4	
RISULTATO NETTO	606	5	
%	1,7	0,01	
Cash Flow	1456	892	-38,7
%	4,1	2,65	
PFN	-6140*	-8243	

Fonte: Fedon; dato al *31.12.2016

Dal 2016 il settore dell'ottica appare oggetto di importanti trasformazioni che rischiano di cambiare radicalmente lo scenario di riferimento. Si sta materializzando un generale rallentamento del mercato, con margini in calo, soprattutto relativamente al segmento lusso sul quale il Gruppo appare maggiormente focalizzato. Le vendite ai "grandi fabbricanti" di occhiali sono risultate in contrazione già nel corso del 2016 e solo una convinta ripresa concretizzatasi nell'ultimo trimestre dell'anno aveva consentito al fatturato relativo al segmento di chiudere l'intero 2016 sostanzialmente stabile rispetto a quanto conseguito nell'intero esercizio 2015. Questa dinamica negativa del comparto si è ora nuovamente materializzata anche in questo primo scorcio del 2017, con una contrazione del fatturato relativo ai "grandi fabbricanti", nonostante la diversificazione operata nel settore del packaging, pari al 5,5% nel semestre, pur in miglioramento rispetto alla contrazione dell'8,9% fatta registrare al termine del primo trimestre 2017. Le difficoltà dell'intero settore ottico risultano palpabili anche in relazione alla dinamica del segmento del "retail ottico". Dopo aver chiuso il 2016 in contrazione annua del 7,5%, in virtù non solo di minori vendite di accessori ma anche alla luce di una collezione eyewear a marchio Fedon che non aveva riscontrato, da parte del mercato, quell'interesse che l'azienda aveva pronosticato, la caduta del fatturato del "retail ottico" è proseguita anche nel primo trimestre 2017, con un calo al 30 marzo giunto al 15,6% e quindi ulteriormente accentuatasi nel secondo trimestre per giungere ad una contrazione del 24,6% al 30 giugno 2017. La diversificazione sulla "pelletteria" appare dunque assolutamente vitale e sta effettivamente producendo i suoi ritorni anche se ancora limitati in termini di incidenza sul fatturato ed ancora più limitati nel suo contributo alla redditività operativa complessiva del Gruppo. La riduzione del fatturato del "core business" ancora non appare controbilanciata da un significativo aumento dei ricavi del settore pelletteria la cui crescita di fatturato al 30 giugno è risultata pari al 21,1%, in accelerazione rispetto all'aumento del 4,7% registrato al termine del primo trimestre ma con un peso del retail diretto pelletteria ancora limitato al 7% sul fatturato consolidato e soprattutto vendite che a perimetro costante hanno registrato, sempre nel semestre, una inaspettata contrazione del 7,4%. Molto positiva è viceversa risultata la dinamica dell'wholesale estero, cresciuto del 55,2% nel semestre grazie soprattutto ad un consistente sviluppo della distribuzione in Corea, Giappone, Australia e Taiwan. In merito ai conclusivi dati semestrali consolidati, i ricavi di vendita di FEDON sono così scesi, in termini annui, del 6,1%, da €35,85 milioni al 30 giugno 2016 ad € 33,65 milioni al 30 giugno 2017.

Il margine operativo lordo (Ebitda) si è contratto di quasi il 32%, da € 2,03 milioni ad € 1,38 milioni (con una marginalità scesa dal 5,65% al 30 giugno 2016 al 4,1% al 30 giugno 2017) mentre il risultato operativo netto (Ebit) si è ridimensionato del 58% (da € 1,18 milioni ad € 495 migliaia) e l'utile di Gruppo si è attestato ad € 5 mila da € 606 mila al 30 giugno 2016. La redditività operativa netta (ROS) si è ridimensionata dal 3,3% al termine del primo semestre 2016 all'1,5% mentre il net margin è passato, nello stesso periodo, dall'1,7% allo 0,01%.

In merito alla Posizione Finanziaria Netta, l'indebitamento è cresciuto da € 6140 migliaia (al 31.12.2016) ad € 8243 migliaia anche in virtù di un cash flow che nel corso del primo semestre 2017 si è contratto di quasi il 40% rispetto al corrispondente periodo del 2016.

Outlook 2017-2021

EUR (K)	FY 2016	FY 2017E	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	CAGR 16/21
Ricavi di Vendita	71617	70185	73583	80511	86280	91153	4,9
Altri Ricavi	1018	800	700	700	700	700	
Materiali	-28929	-26880	-27667	-30272	-32440	-34270	
%	40,4	38,3	37,6	37,6	37,6	37,6	
Servizi	-12398	-12703	-12950	-13365	-13460	-13308	
%	17,3	18,1	17,6	16,6	15,6	14,6	
Beni di Terzi	-3489	-3860	-4783	-5635	-6470	-7292	
%	4,9	5,5	6,5	7	7,5	8	
VALORE AGGIUNTO	27819	27542	28883	31939	34610	36983	5,9
%	38,8	39,2	39,2	39,7	40,1	40,6	
Costo del Lavoro	-22682	-22600	-23693	-25763	-27180	-28260	
%	31,7	32,2	32,2	32	31,5	31	
Accantonamenti	-930	-830	-830	-850	-850	-850	
%	1,3	1,2	1,1	1,1	1	0,9	
Rettifica Costi	873	400	400	400	400	400	
EBITDA	5080	4512	4760	5726	6980	8273	10,2
%	7,1	6,4	6,5	7,1	8,1	9,1	
Ammortamenti	-1842	-2100	-2207	-2254	-2415	-2552	
%	2,6	3	3	2,8	2,8	2,8	
Svalutazioni	-68	-50	-50	-50	-50	-50	
EBIT	3170	2362	2503	3422	4515	5671	12,3
%	4,4	3,4	3,4	4,2	5,2	6,2	
Oneri finanziari	-585	-900	-900	-1100	-1100	-1100	
%	0,8	1,3	1,2	1,4	1,3	1,2	
Utile Ante Imposte	2585	1462	1603	2322	3415	4571	12,1
%	3,6	2,1	2,2	2,9	4	5	
Imposte	-958	-540	-448	-650	-956	-1280	
Tax rate (%)	37	37	28	28	28	28	
RISULTATO NETTO	1627	922	1155	1672	2459	3291	15,1
%	2,3	1,3	1,6	2,1	2,85	3,6	
Cash Flow	3537	3072	3412	3976	4924	5893	10,75
%	4,9	4,4	4,6	4,9	5,7	6,5	
PFN	-6140	-8232	-7695	-6636	-5463	-3392	
ROI	12,3	8,5	8,9	12,1	15,6	19,5	
ROE	8,3	4,7	5,6	7,7	10,5	12,8	

Stime: Banca Finnat

	2016	%	2017E	%	2018E	%	2019E	%	2020E	%	2021E	%	Cagr
Retail ottico	9364	-7,5	8000	-14,6	7300	-8,75	7900	8,2	8400	6,3	8800	4,8	-1,23
Grandi fabbricanti	55208	-	52430	-5	54300	3,6	56100	3,3	57900	3,2	59700	3,1	1,58
Pelletteria	7045	16,1	9755	38,5	11983	22,8	16511	37,8	19980	21	22653	13,4	26,3
Ricavi di vendita	71617	0,3	70185	-2	73583	4,8	80511	9,4	86280	7,2	91153	5,65	4,9
Altri Ricavi	1018		800		700		700		700		700		
Ricavi Totali	72635		70985		74283		81211		86980		91853		

Stime : Banca Finnat

Le difficoltà riscontrate a consuntivo del primo semestre 2017 non potranno non riflettersi sulle stime formulate per l'intero esercizio. Riteniamo quindi che il fatturato consolidato 2017 sia destinato a chiudere con una flessione del 2%, ad € 70,2 milioni da € 71,62 milioni al 31 dicembre 2016. Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo in flessione dell'11% (ad € 4,5 milioni da € 5,08 milioni); il risultato operativo netto (Ebit) dovrebbe contrarsi del 25,5%, ad € 2,36 milioni da € 3,17 milioni mentre l'utile netto di Gruppo presentarsi in calo del 43%, ad € 922 migliaia rispetto agli 1,63 milioni conseguiti nell'intero esercizio 2016. La redditività operativa lorda (Ebitda margin) dovrebbe perdere 70 b.p., fissandosi al 6,4% dei ricavi di vendita dal precedente 7,1%; la redditività netta (ROS) dovrebbe passare dal precedente 4,4% del 2016 al 3,4% mentre il net margin portarsi all'1,3% dal precedente 2,3%.

Il nuovo piano industriale 2017 - 2021 dovrebbe però consentire a FEDON di riguadagnare in redditività già a partire dall'esercizio 2018. La progressiva apertura di nuovi punti vendita diretti (14 nel biennio 2018-2019) ed indiretti (8); le nuove collezioni di trolley da viaggio e nuovi modelli di borse da donna; alcune promettenti commesse nel Luxury packaging destinato al settore della gioielleria e delle penne di lusso, nonché il riposizionamento della distribuzione del retail ottico al fine di ricercare una più alta marginalità, dovrebbero costituire importanti drivers di ripresa reddituale. In merito alle previsioni sul periodo 2016-2021, riteniamo che il fatturato del "retail ottico" sia destinato a ridimensionarsi da € 9,36 milioni del 2016 ad € 8,8 milioni nel 2021; i "grandi fabbricanti" registrare un tasso medio annuo di crescita del fatturato limitato all'1,58% mentre la "pelletteria" offrire una crescita media annua dei ricavi del 26,3%. Il fatturato consolidato di FEDON (ricavi di vendita) dovrebbe quindi crescere, nel periodo previsionale 2016/2021, ad un tasso medio annuo del 4,9%, per raggiungere € 91,15 milioni nel 2021 da € 71,6 milioni del 2016; il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe aumentare ad un tasso medio annuo del 10,20%; il risultato operativo netto (Ebit) incrementarsi ad un tasso medio annuo del 12,3% e l'utile netto ad un tasso del 15,1%.

L'ebitda dovrebbe così passare da € 5,08 milioni di fine 2016 ad € 8,3 milioni a fine 2021; l'ebit portarsi da € 3,17 milioni del 2016 ad € 5,67 milioni nel 2021; il risultato netto crescere da € 1,63 milioni ad € 3,29 milioni a fine periodo previsionale.

In termini di redditività, l'ebitda margin dovrebbe essere in grado di passare dal 7,1% del 2016 al 9,1% nel 2021; il ROS portarsi dal 4,4% al 6,2%; il ROI aumentare dal 12,3% al 19,5%; il ROE crescere, nel medesimo periodo, dall'iniziale 8,3% al 12,8%.

La Posizione finanziaria netta dovrebbe rimanere negativa (da € 6,14 milioni al 31.12.2016 ad € 3,39 milioni nel 2021) ma la struttura patrimoniale/finanziaria della società restare estremamente solida, con un leverage, al 31.12.2021, limitato al 13%, un'incidenza del debito pari solo a 0,41 volte l'ebitda ed un coverage del 5,16.

Valuation

Ai fini della valutazione, applichiamo la metodologia del Discounted cash flow con attualizzazione dei flussi di cassa stimati nel quinquennio 2017-2021. Il Wacc è determinato al 9,14%, con tasso Risk free al 2,2%, coefficiente Beta pari all' unità e Market risk premium all'8,25%. La struttura patrimoniale della Società vede un equity medio all' 80% del capitale investito ed un indebitamento al 20%. Il Discounted Terminal Value viene determinato sulla base di una crescita perpetua da noi ipotizzata all' 1%. Otteniamo un Enterprise Value pari ad € 40,15 milioni ed un **Valore ad Equity di € 18,1 ad azione.**

Cash Flow Model (k €)

	2017E	2018 E	2019 E	2020E	2021 E
EBIT	2362	2503	3422	4515	5671
Tax Rate	37%	28%	28%	28%	28%
NOPAT	1488,06	1802,16	2463,84	3250,80	4083,12
D&A	2150	2257	2304	2465	2602
Capex	1700	2600	2300	2400	2400
CNWC	2690	-94	155	682	438
FOCF	-751.94	1553,16	2312,84	2633,80	3847,12

Stime : Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1
WACC (%)	9,14
Discounted Terminal Value	32949
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	7198,59
Enterprise Value	40147,59
Net financial position as of 31/12/2016	-6140
Equity value	34007,59
Numero azioni	1.878.346
Value per share	18,1

Stime : Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	2,2
Market risk premium	8,25
Beta (x)	1
Cost of Equity	10,45
Equity/(Debt+Equity)	0,80
Gross cost of debt	5,4
Tax rate	28
Net cost of debt	3,89
Debt/(Equity+Debt)	0,20
WACC	9,14

Key to Investment Rankings (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)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Ricavi di vendita	71617	70185	73583	80511	86280	91153
Materiali	28929	26880	27667	30272	32440	34270
Servizi	12398	12703	12950	13365	13460	13308
Beni di terzi	3489	3860	4783	5635	6470	7292
Valore Aggiunto	27819	27542	28883	31939	34610	36983
Costo del Lavoro	22682	22600	23693	25763	27180	28260
Accantonamenti	930	830	830	850	850	850
Rettifica Costi	873	400	400	400	400	400
EBITDA	5080	4512	4760	5726	6980	8273
Ammortamenti	1842	2100	2207	2254	2415	2552
Svalutazioni	68	50	50	50	50	50
EBIT	3170	2362	2503	3422	4515	5671
Oneri finanziari	585	900	900	1100	1100	1100
Utile Ante Imposte	2585	1462	1603	2322	3415	4571
Tax-rate (%)	37	37	28	28	28	28
Risultato Netto	1627	922	1155	1672	2459	3291
Cash Flow	3537	3072	3412	3976	4924	5893
BALANCE SHEET (Eur k)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Totale Patrimonio Netto	19571	19631	20417	21627	23417	25724
Indebitamento Netto	6140	8232	7695	6636	5463	3392
Capitale Investito Netto	25711	27863	28112	28263	28880	29116
FINANCIAL RATIOS (%)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EBITDA margin	7,1	6,4	6,5	7,1	8,1	9,1
EBIT margin	4,4	3,4	3,4	4,2	5,2	6,2
Net margin	2,3	1,3	1,6	2,1	2,85	3,6
ROI	12,3	8,5	8,9	12,1	15,6	19,5
ROE	8,3	4,7	5,6	7,7	10,5	12,8
Net Debt/EBITDA	1,21	1,82	1,62	1,16	0,78	0,41
Leverage	0,3	0,42	0,38	0,31	0,23	0,13
Coverage	5,4	2,62	2,78	3,11	4,1	5,16
GROWTH (%)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Sales	0,3	-2	4,8	9,4	7,2	5,65
EBITDA	19,2	-11,2	5,5	20,3	21,9	18,5
EBIT	30,2	-25,5	6	36,7	31,9	25,6
Net Profit	8,4	-43,3	25,3	44,8	47,1	33,8
Cash Flow	6,3	-13,15	11,1	16,5	23,8	19,7
VALUATION METRICS	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
P/E	14,53	25,8	20,72	14,20	9,65	7,22
P/CF	6,72	7,70	6,94	5,96	4,82	4,02
P/BV	1,21	1,21	1,16	1,10	1,01	0,92
EV/SALES	0,40	0,46	0,43	0,38	0,34	0,30
EV/EBITDA	6,82	7,15	6,66	5,35	4,22	3,31
EV/EBIT	12,15	13,65	12,67	8,96	6,53	4,83

Stime : Banca Finnat

BANCA FINNAT S.p.A. E' STATA AUTORIZZATA DALLA BANCA D'ITALIA ALLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO DI CUI AL D.LGS.N.58/1998 ED E' SOTTOPOSTA ALLA SUA VIGILANZA NONCHE' A QUELLA DELLA CONSOB.

CIO' PREMESSO, LA PRESENTE RICERCA RIENTRA, PER CONTENUTI E FINALITA', NELL'AMBITO DELLE DISPOSIZIONI FISSATE DAL REGOLAMENTO DELEGATO UE N. 2016/958 DEL 9 MARZO 2016.

ESSA E' STATA CONDOTTA, SU MANDATO DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI, DALL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DI BANCA FINNAT NELLA PERSONA DELL'ANALISTA GIANFRANCO TRAVERSO. I MODELLI DI VALUTAZIONE SONO DISPONIBILI PRESSO IL DIPARTIMENTO DI RICERCA ED ANALISI DELLA BANCA.

BANCA FINNAT AGISCE QUALE OPERATORE SPECIALISTA E NOMAD SUL TITOLO FEDON S.p.A. QUOTATO SUL SEGMENTO AIM DI BORSA ITALIANA. IL SOGGETTO DELL'ANALISI NON DETIENE PARTECIPAZIONI NELLA BANCA SUPERIORI AL 5% DEL SUO CAPITALE AZIONARIO TOTALE.

LA BANCA:

- A) NON E' MARKET MAKER O LIQUIDITY PROVIDER PER GLI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DAL SOGGETTO DELL'ANALISI;
- B) NON HA SVOLTO NEI 12 MESI PRECEDENTI LA FUNZIONE DI CAPOFILO O CAPOFILO ASSOCIATO DI UN'OFFERTA PUBBLICA DI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DAL SOGGETTO DELL'ANALISI;
- C) LA BANCA O SUE CONTROLLATE NON E' PARTE DI UN ACCORDO CON IL SOGGETTO DELL'ANALISI, O CON SOCIETA' DEL SUO GRUPPO, SULLA PRESTAZIONE DI SERVIZI BANCARI O FINANZIARI IVI INCLUSI FINANZIAMENTI DIRETTI.

L'UFFICIO STUDI DELLA BANCA E' UN DIPARTIMENTO A SE' STANTE ED E' INQUADRATO NELL'AMBITO DELLA VICE DIREZIONE GENERALE FINANZA CUI RISPONDE DIRETTAMENTE.

NESSUN ANALISTA DELL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DELLA BANCA DETIENE STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DAL SOGGETTO DELL'ANALISI NE' SVOLGE RUOLI DI AMMINISTRAZIONE, DIREZIONE O CONSULENZA PER IL SOGGETTO STESSO.

L'ANALISTA DICHIARA DI NON ESSERE A CONOSCENZA DI PERSONE APPARTENENTI ALLA BANCA O AL GRUPPO DELLA BANCA CHE ABBIANO INTERESSI IN CONFLITTO CON UNA VALUTAZIONE OBIETTIVA DEL SOGGETTO DELL'ANALISI.

NESSUNA RICOMPENSA DIRETTA E/O INDIRETTA E' STATA, NE' SARA', RICEVUTA DALL'ANALISTA A SEGUITO DELLE OPINIONI ESPRESSE NELL'ANALISI.

LA REMUNERAZIONE DELL'ANALISTA NON DIPENDE DIRETTAMENTE DALLO SPECIFICO SERVIZIO OFFERTO, DALLE COMMISSIONI DI NEGOZIAZIONE NE' DA ALTRE OPERAZIONI SVOLTE DALLA BANCA O DA SOCIETA' APPARTENENTI ALLO STESSO GRUPPO.

I RESPONSABILI DEI SERVIZI DELLA BANCA CHE POSSONO AVERE INTERESSE AD INFLUENZARE LA VALUTAZIONE DEL SOGGETTO DELL'ANALISI HANNO SOTTOSCRITTO APPOSITA DICHIARAZIONE NELLA QUALE SI OBBLIGANO A NON INTERFERIRE IN ALCUN MODO CON L'ATTIVITA' DI VALUTAZIONE DELL'ANALISTA.

NESSUNA PERSONA DIVERSA DALL'ANALISTA HA AVUTO ACCESSO AI CONTENUTI DELL'ANALISI PRIMA DELLA SUA DIFFUSIONE.

BANCA FINNAT VIETA AI PROPRI DIPENDENTI DI RICEVERE COMUNQUE INCENTIVI DA PARTE DEL SOGGETTO DELL'ANALISI O PROMETTERE TRATTAMENTI DI FAVORE NEI CONFRONTI DEL MEDESIMO SOGGETTO DELL'ANALISI.

FINO A DUE MESI SUCCESSIVI ALLA DIFFUSIONE DELLA RICERCA E INOLTRE FATTO DIVIETO A TUTTI I DIPENDENTI DELLA BANCA, IVI COMPRESI I COMPONENTI DELL'UFFICIO STUDI, DI COMPIERE QUALSIASI OPERAZIONE PERSONALE RIGUARDANTE LO STRUMENTO FINANZIARIO OGGETTO DELLA RICERCA.

QUALSIASI OPINIONE, PREVISIONE O STIMA CONTENUTA NEL PRESENTE DOCUMENTO E' ESPRESSA SULLA BASE DELLA SITUAZIONE CORRENTE ED E' QUINDI POSSIBILE CHE I RISULTATI O GLI AVVENIMENTI FUTURI SI DISCOSTINO RISPETTO A QUANTO INDICATO IN TALI OPINIONI, PREVISIONI E STIME.

TUTTE LE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE PROVENGONO DALLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI E SONO COSTITUITE DALLE PUBBLICAZIONI PERIODICHE DELLA SOCIETA' STESSA (BILANCIO DI ESERCIZIO E BILANCIO CONSOLIDATO), SULLA CUI ATTENDIBILITA' RISPONDE LA SOCIETA' MEDESIMA.

L'ATTENDIBILITA' DELLE FONTI NON E' STATA AL MOMENTO OGGETTO DI ACCERTAMENTI, PROVVEDIMENTI O PUBBLICHE SMENTITE DA PARTE DI AUTORITA' GIUDIZIARIE O DI VIGILANZA.

E' PRASSI SOTTOPORRE LA BOZZA DELL'ANALISI EFFETTUATA, SENZA VALUTAZIONE O PREZZO DI RIFERIMENTO, ALLA SOCIETA' OGGETTO DI ANALISI, ESCLUSIVAMENTE AL FINE DI VERIFICARE LA CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE E NON DELLA VALUTAZIONE.

LA RIPRODUZIONE, ANCHE PARZIALE, DI QUESTO DOCUMENTO E' CONSENTITA PREVIA CITAZIONE DELLA FONTE. IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI, DISTRIBUITI O COMUNQUE UTILIZZATI NEGLI USA O DA PERSONA STATUNITENSE, NE' IN CANADA, AUSTRALIA, GIAPPONE O DA ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE.

LA DISTRIBUZIONE DEL PRESENTE DOCUMENTO IN ALTRI STATI POTRA' ESSERE OGGETTO DI RESTRIZIONI NORMATIVE E LE PERSONE CHE SIANO IN POSSESSO DEL PRESENTE DOCUMENTO DOVRANNO INFORMARSI SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

CON L'ACCETTAZIONE DELLA PRESENTE ANALISI FINANZIARIA SI ACCETTA DI ESSERE VINCOLATI DALLE RESTRIZIONI SOPRA ILLUSTRATE.

BANCA FINNAT EURAMERICA S.p.A.
Palazzo Altieri - Piazza del Gesù, 49 - 00186 - Roma
Tel (+39) 06 69933.1 - Fax (+39) 06 6784950
www.bancafinnat.it - banca@finnat.it
Capitale Sociale: Euro 72.576.000,00 i.v.
ABI 3087.4

R.E.A. n. 444286 - P.IVA n. 00856091004
C.F. e Reg. Imprese di Roma n. 00168220069
Iscritta all'albo delle banche - Capogruppo del gruppo bancario
Banca Finnat Euramerica, iscritta all'albo dei gruppi bancari
Aderente al fondo interbancario di tutela dei depositi