

INITIATION OF COVERAGE

ESAU: Investire nel cervello è raramente un errore



Fair Value: €4,21

Kevin TEMPESTINI

+39.02.83424007

ktempestini@ktepartners.com

Giancarlo DI VONA

+39.02.83424008

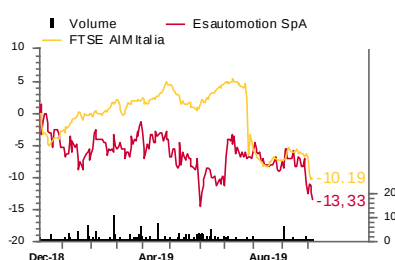
gdivona@ktepartners.com

Federica FIORENZA

+39.02.83424008

ffioranza@ktepartners.com

YTD Relative Performance



Dati di mercato:

Prezzo Corrente (€)	2.86
Fair Value (€)	4.22
Market Cap (€mln)	37.47
Azioni emesse (mln)	13.10
Azioni in circolazione (mln)	12.93
52 Wk High (€)	3.70
52 Wk Low (€)	2.78
Free Float (%)	26.5
Avg. Daily Trading 90d	6523
Price Change 1w (%)	-5.61
Price Change 1m (%)	-8.33
Price Change YTD (%)	-8.48
EV/EBITDA 2019E	7.38
EV/EBITDA 2020E	6.13
P/E 2019E	15.27
P/E 2020E	13.87

Overview. Esautomotion S.p.A. (ESAU), fondata nel 1962 come ESA GV, è uno dei principali player italiani attivi nel settore dell'automazione industriale. Progetta, sviluppa e vende sistemi CNC integrati (software e hardware), motori, driver e altri strumenti destinati ad essere montati su una vasta gamma di macchine industriali. Con circa 57 dipendenti e 40 *value added resellers*, il Gruppo opera in oltre 90 paesi.

Snapshot del mercato. Secondo le stime di UBS, il mercato globale dell'automazione valeva \$179,0mld nel 2018 e raggiungerà i \$238,2mld nel 2021 (CAGR del 10%). All'interno del mercato dell'automazione, il segmento del software industriale, che comprende anche le suite di software CNC, è atteso in crescita ad un CAGR2018-21 del +9% fino a raggiungere \$43,6mld nel 2021.

Financials storici del Gruppo. Nel periodo 2016-2018, il fatturato del Gruppo è cresciuto ad un CAGR del +20,8%, raggiungendo i €18,5mld nel 2018. Nello stesso periodo, ESAU ha registrato un incremento significativo della redditività. Infatti, l'*EBITDA margin* è passato da 25,2% nel FY16 a 27,2% nel FY18. L'utile netto è cresciuto ad un CAGR2016-18 del 38%, raggiungendo €3,0mld nel FY18 (+22%a/a).

Risultati 1H19. Nel 1H19, il business di ESA ha mostrato una buona resilienza nonostante un rallentamento della crescita dell'economia globale e della domanda di macchine industriali. Infatti, il fatturato totale di ESAU è cresciuto dell'2,5%a/a raggiungendo €9,7mld, mentre Fanuc (leader nel mercato dei sistemi CNC) ha continuato a registrare una performance negativa anche nel 1Q19 (il fatturato è sceso di circa il 26%a/a, mentre l'*EBIT* e l'utile netto erano di ca. il 47% più bassi rispetto al 1Q18). La strategia di ampliare l'offerta alle componenti hardware e di venderle a prezzi competitivi da una parte ha favorito la tenuta del fatturato, dall'altra ha avuto un impatto negativo sulla marginalità di ESAU, essendo la marginalità di tali componenti inferiore rispetto a quella dei sistemi CNC. Di conseguenza, l'*EBITDA margin* è sceso al 21,0% nel 1H19. L'utile netto è sceso di circa 38% a/a attestandosi a €1,1mld, con un'incidenza sui ricavi dell'10,6%.

Strategia del Gruppo. In risposta all'indebolimento del contesto macroeconomico internazionale e domestico, ESAU ha intrapreso una strategia anticiclica, che si basa sui seguenti pilastri: i) **fronteggiare la minore domanda** continuando a sviluppare soluzioni CNC di fascia alta; ii) **ampliare ulteriormente la gamma prodotti** incrementando l'offerta di nuove componenti hardware di complemento alle soluzioni CNC; iii) **aumentare la quota di mercato** mediante un'ulteriore espansione a est (Cina, Turchia e India) e mediante l'acquisizione di nuovi clienti; iv) **abbassare i costi di produzione**; v) investire nella penetrazione del mercato tedesco/nordeuropeo e di quello statunitense/nordamericano; vi) acquisire altre imprese o business unit produttrici di CNC o prodotti complementari.

Stime future. Alla luce del rallentamento dell'economia globale, della concorrenza dei prezzi sulle componenti hardware e considerando la ciclicità delle macchine CNC, ci aspettiamo che il fatturato del 2019 cresca del 2,7% rispetto al 2018, per poi crescere ad un ritmo più sostenuto nel periodo 2020-2022 (+11,3% nel 2020, +12,4% nel 2021 e +13,5% nel 2022). La crescita del fatturato sarà principalmente dovuta: i) all'acquisizione di nuovi clienti; ii) alle attività di upselling e cross-selling; e iii) all'ulteriore ampliamento dell'offerta alle componenti hardware. Prevediamo che l'*EBITDA* cresca ad un CAGR2018-22 del +9,6%, raggiungendo €7,3mld nel 2022 con un margine del 26,9% (prevediamo che l'impatto negativo del 2019 sulla redditività di ESAU dovuto al mercato recessivo ed al cambiamento nel *product-mix* - che favorirà un incremento dell'incidenza delle componenti HW - possa essere in gran parte controbilanciato da una minore incidenza dei costi di produzione, delle spese generali e amministrative e dei costi del personale). In base alle nostre proiezioni, l'utile netto dovrebbe crescere ad un CAGR2018-22 del +10,2%, attestandosi a €4,4mld entro la fine del 2022 e beneficiando del "patent box" e delle agevolazioni fiscali sui costi di quotazione.

Valutazione. ESAU appare sottovalutata dal momento che quota a sconto rispetto alle società comparabili del segmento dei software dedicati al mercato dell'automazione industriale (FY19 PE 15,3x vs 26,7x - FY19 EBITDA 7,4x vs 17,4x), pur mostrando un FY19E ROE più alto (20,8% vs 17,0%). Valutando la società con il metodo del DCF e dei Multipli si ottiene un *equity value* medio di €55,23mld o €4,21pa, con un potenziale *upside* del 47,4% sul prezzo di mercato attuale.

€ mln	Valore della produzione	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	Net Profit	Net Margin
2016A	12.66	3.19	25.2%	2.35	1.57	12.4%
2017A	15.59	4.60	29.5%	3.51	2.46	15.8%
2018A	18.48	5.03	27.2%	3.77	3.00	16.2%
2019E	18.98	4.04	21.3%	2.60	2.45	12.9%
2020E	21.13	4.86	23.0%	3.18	2.70	12.8%
2021E	23.75	5.93	25.0%	4.14	3.49	14.7%
2022E	26.95	7.25	26.9%	5.43	4.41	16.4%

Fonte: dati aziendali, stime di KT&Partners

KT&Partners Srl

Via della Posta, 10 - Piazza Affari, 20123 Milano - Italy

Tel: +39.02.83424007 Fax: +39.02.83424011

segreteria@ktepartners.com

KT&PARTNERS HA REDATTO QUESTO DOCUMENTO SU INCARICO DELLO SPECIALIST BPER BANCA S.P.A. AI SENSI DELL'ART. 35 DEL REGOLAMENTO EMITTENTI AIM ITALIA.

Indice

Investment Case	4
Company Overview	7
Gruppo Esautomotion	7
Storia del Gruppo	8
Azionariato e struttura del Gruppo	9
Il Management	10
Consiglio di amministrazione	11
Business Model	12
Un'offerta integrata	12
Sistemi CNC	13
Motori, Driver, altri strumenti e moduli periferici	15
Assistenza e Teleassistenza	16
Focus su R&S	17
Portafoglio clienti	18
Presenza geografica e distribuzione	19
Overview del mercato e posizionamento	20
Mercato dell'automazione	20
Software di automazione industriale	23
Focus Italia	26
Financials storici	28
Risultati finanziari 1H19	30
Strategia del Gruppo	31
Financials Attesi	32
Scomposizione delle nostre previsioni	32
Valutazione	35
Peer Comparison	35
Valutazione multipli di mercato	41
Modello DCF	42
DISCLAIMER	43

Tabella 1: Esautomation - Key Figures

	Prezzo corrente (€)	Fair Value (€)	Settore	Free Float (%)		
	2.86	4.22	Software Industriali	22.5		
Dati per azione						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Azioni emesse (mln)	n.m.	n.m.	13.10	13.10	13.10	13.10
Azioni in circolazione (mln)	n.m.	n.m.	13.10	12.93	12.93	12.93
EPS	n.m.	n.m.	0.23	0.19	0.21	0.27
Dividendo per azione (ord)	n.a.	n.a.	0.05	0.05	0.04	0.04
Dividend pay out ratio (%)	n.a.	n.a.	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
Conto Economico (EURO migliaia)						
Valore della produzione	12,661	15,586	18,476	18,983	21,131	23,750
EBITDA	3,193	4,602	5,032	4,038	4,864	5,929
EBIT	2,351	3,505	3,767	2,602	3,175	4,136
EBT	2,294	3,463	3,670	2,577	3,150	4,111
Tasse	(721)	(997)	(673)	(123)	(448)	(624)
Tax rate	31%	29%	18%	5%	14%	15%
Net Income	1,573	2,466	2,997	2,455	2,702	3,487
Net Income (escluse minorities)	1,573	2,464	2,996	2,455	2,702	3,487
Stato Patrimoniale (EURO migliaia)						
Totale Immobilizzato	1,117	1,292	1,986	3,108	3,494	3,760
Capitale Circolante Netto (CCN)	2,775	4,307	5,843	6,270	6,914	7,524
Fondi	(89)	(243)	(262)	(495)	(735)	(985)
Capitale Investito Netto	3,803	5,356	7,567	8,883	9,672	10,299
Posizione Finanziaria Netta/(Cash)	677	36	(7,656)	(8,191)	(9,605)	(11,966)
Capitale Sociale	3,124	5,318	15,220	17,075	19,277	22,264
Minorities	2	2	3	-	-	-
Patrimonio Netto	3,126	5,320	15,223	17,075	19,277	22,264
Cash Flow (EURO migliaia)						
Net operating cash flow	-	-	4,341	3,561	4,282	5,170
Variazione CCN	-	-	(1,536)	(427)	(644)	(610)
CAPEX	-	-	(1,864)	(1,829)	(1,979)	(1,963)
Variazione Fondi	-	-	11	137	144	154
Free cash flow	-	-	952	1,442	1,804	2,751
Enterprise Value (EURO migliaia)						
Market Cap	n.a.	n.a.	41,316	37,475	37,475	37,475
Minorities	2	2	3	-	-	-
Posizione Finanziaria Netta/(Cash)	677	36	(7,656)	(8,191)	(9,605)	(11,966)
Enterprise value	n.a.	n.a.	33,663	29,283	27,870	25,509
Ratios (%)						
EBITDA margin	25.2%	29.5%	27.2%	21.3%	23.0%	25.0%
EBIT margin	18.6%	22.5%	20.4%	13.7%	15.0%	17.4%
Gearing - Debt/equity	21.7%	0.7%	-50.3%	-48.0%	-49.8%	-53.7%
Interest cover on EBIT	2.4%	1.2%	2.6%	1.0%	0.8%	0.6%
NFP/EBITDA	21.2%	0.8%	-152.1%	-202.8%	-197.5%	-201.8%
ROCE	61.8%	65.4%	49.8%	29.3%	32.8%	40.2%
ROE	50.4%	46.3%	19.7%	14.4%	14.0%	15.7%
EV/Ricavi	n.m.	n.m.	1.61	1.57	1.41	1.26
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	5.93	7.38	6.13	5.03
P/E	n.m.	n.m.	12.51	15.27	13.87	10.75
Free cash flow yield	n.m.	n.m.	n.m.	5%	6%	9%
Growth Rates (%)						
Valore della Produzione	-	23.1%	18.5%	2.7%	11.3%	12.4%
EBITDA	-	44.1%	9.3%	-19.8%	20.5%	21.9%
EBIT	-	49.1%	7.5%	-30.9%	22.0%	30.3%
Net Income	-	56.6%	21.6%	-18.1%	10.1%	29.0%

Investment Case

Focus su Esautomotion. ESAU è nata nel 2011 dopo un'operazione di management buyout - portata a termine da Gianni Senzolo e Franco Fontana - di ESA GV, società in dissesto finanziario fornitrice di software e soluzioni CNC di fascia alta.

Con oltre 50 anni di esperienza, ESAU è attiva sul mercato B2B delle soluzioni CNC di fascia alta, operando lungo tutta la catena del valore: dalle attività di R&S all'assistenza tecnica, passando per progettazione, sviluppo e distribuzione di sistemi CNC (software e hardware) e altre componenti meccatroniche.

ESAU è il solo produttore al mondo ad offrire sistemi CNC integrati, specializzati in applicazioni in grado di coprire tutte le fasi della lavorazione (fino all'interfaccia utente) di lamiera, legno e marmo.

Ottime performance e redditività. Dal management buyout ad oggi, il Gruppo ha dimostrato la capacità di combinare crescita a tassi sostenuti, buone marginalità e generazione di cassa, facendo leva sulla crescita del mercato di riferimento, sull'attività di cross-selling e sull'efficienza operativa. Il fatturato di ESAU è più che raddoppiato negli ultimi anni, passando da €8,1mln nel FY12 a €18,5mln nel FY18, mentre l'*EBITDA margin* è passato dal 6,3% nel FY12 al 28,7% nel FY18.

Una presenza globale. Dal 2011, ESAU ha intrapreso un processo di internazionalizzazione in 32 paesi e questo ha permesso all'azienda di vendere direttamente all'estero più del 50% dei suoi prodotti nel 2018 (ca. 70%-80% se consideriamo anche le vendite indirette). La Cina rappresenta uno dei mercati che sta crescendo più rapidamente (+47%YoY), aumentando al 16% la sua incidenza sul fatturato 2018 (13% nel FY17) e sottolineando l'importanza per i produttori cinesi di dotare le loro macchine industriali di sistemi CNC di alta qualità. Nel lungo termine, ESAU mira ad incrementare ulteriormente la sua presenza in Cina che, stando alle stime del management, dovrebbe raggiungere il 40% del fatturato totale del Gruppo. Coerentemente con questa strategia di espansione, a Maggio 2019, ESAU ha acquisito come cliente il maggiori player Cinesi, attivo nel segmento delle presse piegatrici, laser e macchine punzonatrici. Inoltre, in passato ESAU ha avviato un processo di delocalizzazione della produzione delle principali componenti hardware in Cina (Shanghai), che ha consentito al Gruppo di ridurre i propri costi di acquisto e produzione e di conseguenza di accrescere la propria redditività. Tale delocalizzazione è destinata ad ampliarsi nel 2019/2020 alla totalità della produzione HW venduta in Asia.

Overview del mercato. Stando alle stime di UBS, il mercato globale dell'automazione valeva \$179,0mld nel 2018 e raggiungerà i \$238,2mld entro il 2021, crescendo ad un CAGR del 10%. All'interno del mercato dell'automazione, ci si aspetta che il segmento del software industriale, che comprende anche le suite di software CNC, cresca con un CAGR2018-21 del +9%, per raggiungere i \$43,6mld nel 2021.

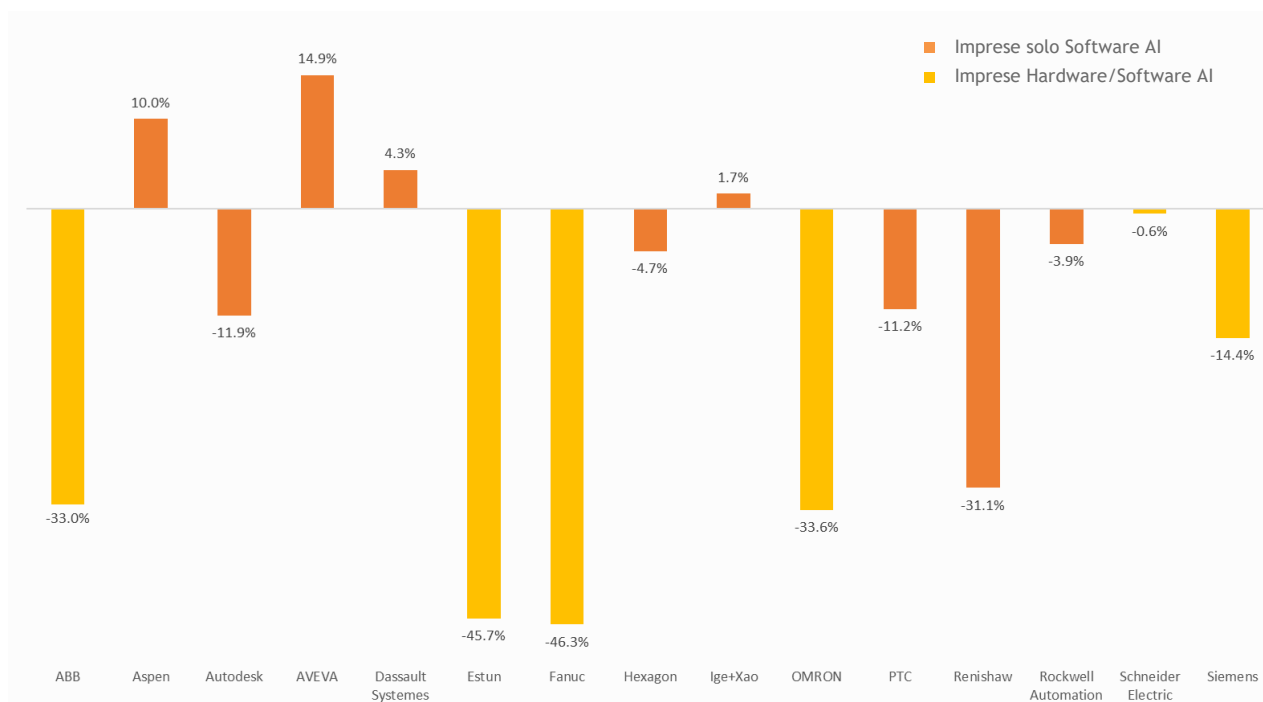
ESAU sta registrando performance migliori rispetto al suo principale competitor Fanuc, market leader nel mercato dei sistemi CNC, che ha registrato performance negative sia nel FY18 sia nel 1Q19 a causa: i) dell'impatto delle tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina; e ii) della debole domanda del settore industriale IT. Alla luce dei risultati negativi e considerando l'incertezza dell'economia globale, per l'esercizio 2019 Fanuc ha rivisto al ribasso del 20% il suo fatturato e di oltre il 50% le sue stime di EBIT e utile netto.

Considerati gli indicatori economici più deboli, la volatilità del tasso di cambio, le tensioni commerciali ed un significativo raffreddamento della domanda (soprattutto nei paesi della regione Asia-Pacifico), la maggior parte delle aziende attive nel settore dell'automazione industriale e i player del settore delle macchine industriali hanno anch'essi rivisto al ribasso le loro previsioni per gli anni a venire. Biesse Group, per esempio, in data 21 Giugno 2019 ha rilasciato un *profit warning*, abbassando i target al 2019 di fatturato e di EBITDA rispettivamente di circa il 13% e il 35%; la revisione dei target ha fatto seguito: i) al rallentamento della domanda nel settore delle macchine industriali (gli ordini nel 1H19 sono diminuiti del 15%-20% rispetto al 1H18); ii) alla riduzione di circa 17% YoY degli ordini ricevuti dal Gruppo nel 1H19; e iii) al rallentamento nell'economia globale.

Peer Comparison. Per definire un campione di aziende comparabili a ESAU, abbiamo effettuato un'analisi approfondita delle società quotate attive nel settore dell'automazione industriale che forniscono soluzioni software e hardware. All'interno del nostro campione le società con una maggiore incidenza del software sul fatturato sono caratterizzate da una maggiore marginalità e da una maggiore crescita dei ricavi. Comparando anche la crescita storica e la redditività dei *peer* con quella di ESAU, notiamo che la marginalità di ESAU è più in linea con le aziende che hanno una maggiore incidenza della componente software (per es. Renishaw, Hexagon, Ige+Xao, Dassault, Rockwell e Fanuc), mostrando allo stesso tempo una crescita dei ricavi maggiore.

Guardando all'intero campione dei *peer* che forniscono hardware/software per l'automazione industriale, possiamo notare che, negli ultimi 12 mesi, gli analisti finanziari hanno rivisto al ribasso, per oltre i due terzi delle aziende, le stime di EPS per l'anno fiscale in corso. In media, le stime di EPS sono state abbassate di circa il 15%.

Grafico 1: Revisione delle stime di EPS per un campione di 15 che forniscono HW/SW per l'automazione industriale



Fonte: FactSet, elaborazioni di KT&Partners

Valutazione. Riteniamo che ESAU rappresenti un'opportunità d'investimento interessante, data la sua sostanziale sottovalutazione rispetto agli altri player del settore dell'automazione industriale. Infatti, ESAU quota sul mercato ad uno sconto del 43% rispetto al valore mediano del multiplo FY19 P/E delle comparabili. Allo stesso tempo, l'azienda mostra un ROE atteso per il 2019 più alto (20,8% vs 17,0%).

Company Overview

Gruppo Esautomotion

ESAU, azienda italiana con sede a Carpi (Modena, Italia), è attiva nel settore dell'automazione industriale. ESAU progetta, sviluppa e vende **sistemi CNC integrati (software e hardware), motori, driver e altri strumenti** destinati ad essere montati su una vasta gamma di macchine industriali.

ESAU si distingue dagli altri player del settore per essere l'unica ad offrire sistemi CNC integrati, specializzati nell'applicazione, in grado di coprire tutte le fasi della lavorazione (fino all'interfaccia utente) dei seguenti principali materiali sottostanti:

- Lamiera (oltre il 50% del fatturato);
- Legno (15% del fatturato);
- Marmo (13% del fatturato).
- Altri (22% del fatturato)

Il Gruppo **progetta e sviluppa internamente** la parte software dei CNC (*core business*); mentre la parte hardware dei CNC viene progettata internamente ma **prodotta in outsourcing**.

Il Gruppo dispone di una vasta e ramificata rete commerciale e di assistenza che include circa 40 dealer attivi in oltre 90 paesi nel mondo. Questo permette al Gruppo di offrire assistenza e supporto tecnico prima e dopo la vendita in maniera decentrata, capillare e su base globale.

Con circa 57 dipendenti, il Gruppo è attivo a livello mondiale mediante:

- Sede operativa e dipartimento di R&S a Carpi (Italia);
- 2 siti produttivi e commerciali, situati a Shanghai e a San Paolo;
- 1 società controllata a Barcellona;
- 40 *value added resellers*.

Figura 1: Sedi Societarie e Reti Commerciali



Fonte: Presentazione aziendale

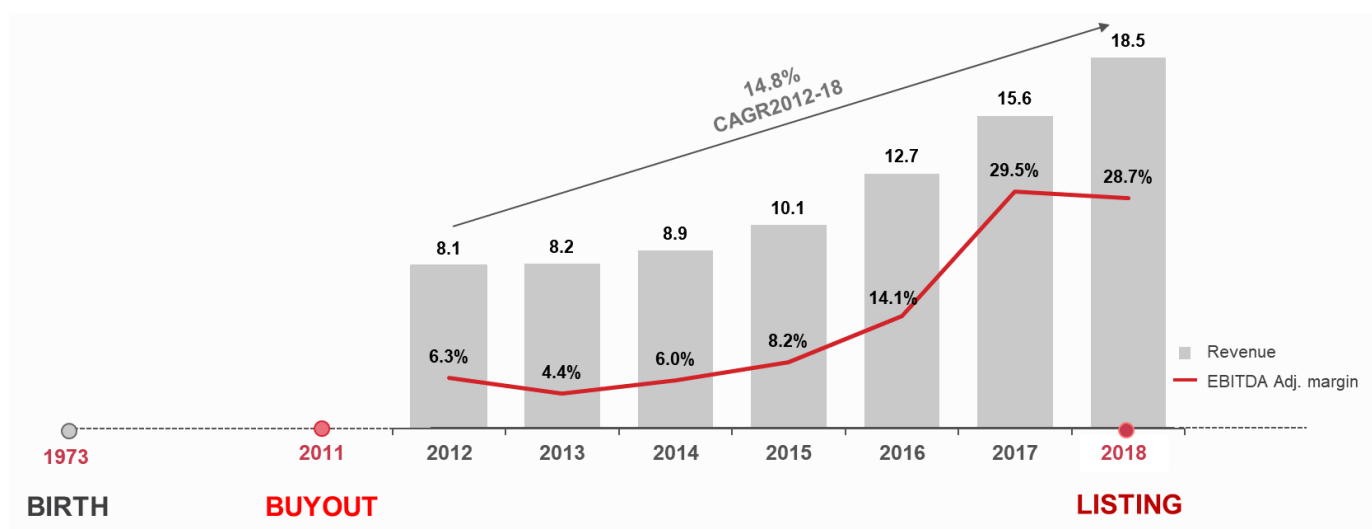
Storia del Gruppo

ESAU è stata fondata nel 2011, a seguito dell'acquisizione degli asset operativi di ESA GV, società fornitrice di software e soluzioni tecnologiche esclusive per le macchine a controllo numerico fondata nel 1973. L'acquisizione è stata guidata da Gianni Senzolo (Direttore generale di ESA GV) e Franco Fontana (Presidente del C.d.A. di ESAU) con l'obiettivo di rilanciarne il business.

Nel 2018, ESAU si è quotata sul mercato AIM Italia, con una raccolta di €10,3mln e una market cap di €35,1mln, con l'obiettivo di rafforzare la sua leadership e cogliere le opportunità di crescita e diversificazione offerte dal mercato.

Dal management buy-out ad oggi, ESAU ha più che raddoppiato il suo fatturato, raggiungendo €18,5mln nel FY18 in 44 paesi, riportando inoltre anche buone performance in termini di redditività. Infatti, l'*EBITDA margin* (rettificato per i costi di quotazione e altri costi straordinari) è passato dal 6,3% nel FY12 al 28,7% nel FY18.

Grafico 2: Principali Milestones



Fonte: Presentazione aziendale

Le eccellenti performance, registrate in meno di 10 anni, sono il risultato dell'implementazione di una strategia di crescita basata sui seguenti driver:

- **Focus su nicchie di mercato sinergiche e profittevoli.** ESAU ha sempre puntato a segmenti di mercato di sistemi CNC interessanti in termini di dimensioni (piccoli per i grandi leader del settore, ma abbastanza grandi per offrire un mercato profittevole), all'interno dei quali è possibile rivestire un ruolo di riferimento. Allo stesso tempo, ESAU continua a sviluppare prototipi e soluzioni/software CNC adatti ad applicazioni sinergiche;
- **Ottimizzazione hardware ed offerta di un pacchetto completo.** Dall'acquisizione, ESAU è riuscita ad ingegnerizzare i propri prodotti riconducendoli a soli 2 modelli fondamentali di hardware CNC che, dotati di specifici accessori e soprattutto di software applicativi sviluppati da ESAU, permettono di coprire tutta l'ampissima gamma di lavorazioni e materiali diversi utilizzati dai clienti. Inoltre, nel corso degli anni, la società ha cercato di integrare sempre più la sua offerta con componenti hardware come motori, driver, moduli periferici e altri strumenti.

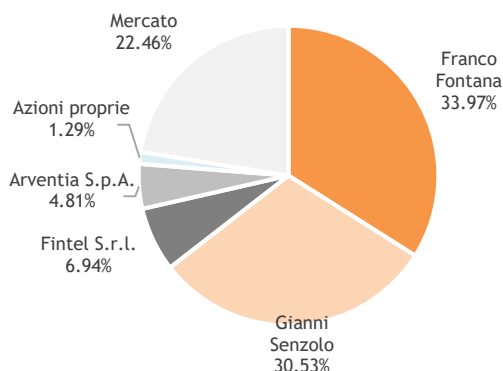
Offrendo una soluzioni complete, ESAU è in grado di soddisfare al meglio le esigenze dei consumatori, assicurare l'assistenza da remoto ed evitare l'incertezza del funzionamento delle macchine dotate di componenti di altri fornitori;

- **Internazionalizzazione.** Dall'acquisizione, ESAU ha esteso la sua presenza globale in modo significativo, istituendo nuove società controllate produttive e/o commerciali e contando su una rete di oltre 40 *value added resellers*. In particolare:
 - Nel 2015, ESAU ha fondato la sua prima sede produttiva/commerciale in Brasile, mediante Esautomation do Brasil Serviço de Automação Ltda;
 - Nel 2016, ESAU è entrata nel mercato cinese mediante la fondazione di Esautomation Trading Co., una società controllata a scopo commerciale recentemente convertita in sede produttiva, con il duplice obiettivo di avvicinarsi ai clienti finali e abbassare i costi di acquisto delle componenti hardware;
 - Alla fine del 2018, è stata aperta in Spagna una nuova società controllata a scopo commerciale: Esautomation Iberica SL,;
 - Per ampliare la sua presenza anche nell'Europa del nord (in particolare in Germania) e negli Stati Uniti, nel Novembre del 2018, ESAU ha assunto Jan Hilpert e Marc Hilpert, precedentemente top manager di Power Automation, azienda che per oltre 20 anni è stata leader nel mercato tedesco dei sistemi CNC.
- **Assistenza pre e post vendita.** Completando la sua offerta con i servizi di supporto clienti e teleassistenza, ESAU è in grado di soddisfare i bisogni quotidiani dei suoi clienti in tutto il mondo;
- **Soluzioni di fascia alta e bassa.** Per accrescere la sua quota di mercato in paesi emergenti, come Cina e Turchia, ESAU ha acquisito nuovi clienti con le soluzioni di fascia alta e ha poi conquistato nuove quote di mercato con quelle di fascia bassa; col passare ogni costruttore di macchine semplici tende a migrare verso soluzioni più sofisticate e questo permetterà ad ESAU di incrementare ulteriormente la propria quota di mercato e redditività;
- **Soluzioni 'chiavi in mano'.** ESAU offre soluzioni plug and play/pronte all'uso che possono essere ulteriormente personalizzate in base all'applicazione specifica.

Azionariato e struttura del Gruppo

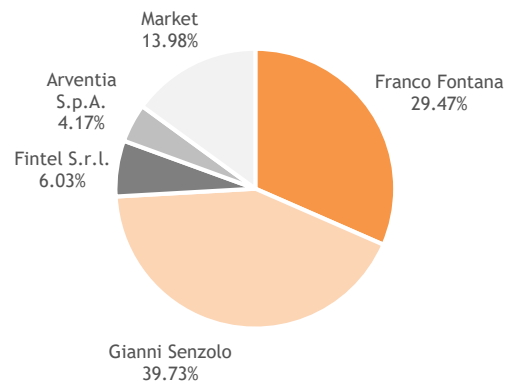
Franco Fontana e Gianni Senzolo, fondatori e senior manager di ESAU, sono i principali azionisti con una partecipazione al capitale sociale rispettivamente del 33,97% e del 30,53%. In sede di IPO, Fintel Srl - di cui Claudio Bulgarelli è il principale azionista - ha acquisito il 6,94% mentre Arventia SpA - di cui Gian Maurizio Argenziano è il socio di maggioranza - ha acquisito il 4,81%. Il restante 22,46% - escluse le azioni proprie (1,29%) - è detenuto dal mercato.

Grafico 3: Capitale sociale



Fonte: Dati aziendali

Grafico 4: Diritti di voto



Fonte: Dati aziendali

Esautomation S.p.A. è la holding del Gruppo Esautomation Group e controlla completamente:

- **Esautomation Trading Co. Ltd.** Fondata nel 2016 e con sede a Shanghai, svolge (principalmente in Asia) attività produttive e commerciali nel settore CNC;
- **Esautomation Iberica SL.** Fondata a Dicembre 2018, è la società controllata spagnola di ESAU, con sede a Barcellona; fornisce assistenza tecnica e commerciale in tutta la penisola iberica.

Esautomation S.p.A. possiede anche il 97,96% di **Esautomation do Brasil Serviços de Automação LTDA**, il ramo brasiliano del Gruppo con sede a Mococa (San Paolo) che svolge attività produttiva e commerciale.

Grafico 5: Struttura del Gruppo



Fonte: Dati aziendali

Il Management

Il management di Esautomation è composto dai fondatori e manager che, nel 2011, hanno guidato il buy-out di ESA GV.

Franco Fontana (Presidente del C.d.A. e Fondatore)

Franco Fontana è presidente del C.d.A e fondatore di ESAU. La sua carriera nel settore dei sistemi CNC/macchine utensili ha avuto inizio nel 2011. È stato AD per 14 anni di DMTG Europe Srl, la filiale italiana di Dalian Machine Tool Group (il maggiore produttore cinese di macchine utensili).

Gianni Senzolo (AD e Fondatore)

Prima di essere nominato AD di ESAU nel 2011, Gianni Senzolo ha lavorato per 6 anni come direttore generale di ESA GV. Vanta 32 anni di esperienza nel settore della produzione di sistemi CNC. Ha inoltre ricoperto ruoli manageriali in primarie realtà industriali, come ECS ed Aerre.

Andrea Senzolo (Sales Manager e membro del C.d.A.)

Andrea Senzolo è entrato in ESAU nel 2012. Precedentemente lavorava per RedCom (impresa italiana che produce macchine da taglio plasma e laser), inizialmente ricoprendo il ruolo di responsabile delle vendite in Europa e successivamente gestendo la rete commerciale mondiale dell'azienda.

Lorenzo Brandoli (Direttore R&S)

Dopo aver conseguito la laurea in Ingegneria Elettronica presso l'Università degli Studi di Bologna, Lorenzo Brandoli ha iniziato a lavorare per aziende operanti nel settore dell'automazione e dell'informatica. È entrato in ESA GV nel 1991 come ricercatore e, nel 2007, ha assunto la qualifica di Direttore R&S, conservando la posizione anche successivamente all'acquisizione.

Consiglio di amministrazione

Il consiglio di amministrazione è composto dal presidente del C.d.A. Franco Fontana, dall'amministratore delegato Gianni Senzolo, da Andrea Senzolo e da 4 altri amministratori muniti dei requisiti di indipendenza.

Gian Maurizio Argenziano

Gian Maurizio Argenziano è amministratore delegato e fondatore del Gruppo Arventia. Ha rivestito posizioni di rilievo come AD e investitore in oltre 80 aziende (per es. ABN AMRO Capital S.p.A, Heller Financial). Precedentemente è stato presidente della Commissione Tax & Legal di A.I.F.I.. E' inoltre professore presso l'Università LIUC.

Claudio Bulgarelli

Dopo aver conseguito la laurea in Ingegneria Meccanica, dal 1973 Claudio Bulgarelli è stato imprenditore, presidente e amministratore delegato in diverse aziende attive nei settori meccanico, idraulico e delle macchine automatiche. Attualmente è presidente di FIN TEL S.r.l, membro del C.d.A. di Sabaf S.p.A e uno dei principali azionisti (mediante FIN TEL S.r.l) di Interpump, impresa italiana che produce pompe a pistoncini ad alta e altissima pressione.

Giulio Centemero

Giulio Centemero è dottore commercialista e revisore legale dei conti dal 2009. Dal 2009 al 2015, ha lavorato come assistente parlamentare presso il Parlamento Europeo. Attualmente è partner di OCAdvisory e membro della Camera dei Deputati italiana.

Angelo Gervasi

Angelo Gervasi è dottore commercialista dal 1996. Opera inoltre come imprenditore e ha rivestito ruoli manageriali in aziende operanti in diversi settori.

Business Model

Con oltre 50 anni di esperienza, ESAU è attiva nel mercato B2B dei sistemi CNC di fascia alta, operando lungo tutta la catena del valore, dalle attività R&S al supporto tecnico, passando dalla progettazione, sviluppo e distribuzione di soluzioni CNC.

Circa il 48% della forza lavoro di ESAU è impiegata nelle attività di sviluppo del software e di R&S, con l'obiettivo di aggiornare e innovare continuamente la offerta per soddisfare al meglio le esigenze in continua evoluzione dei clienti.

ESAU progetta e sviluppa le sue soluzioni, a partire da un'analisi dei bisogni e della domanda del mercato, che viene principalmente condotta mediante delle interviste ai clienti o partecipando a fiere internazionali. In particolare, ESAU opta per un approccio proattivo e sviluppa le soluzioni anticipando le esigenze dei clienti.

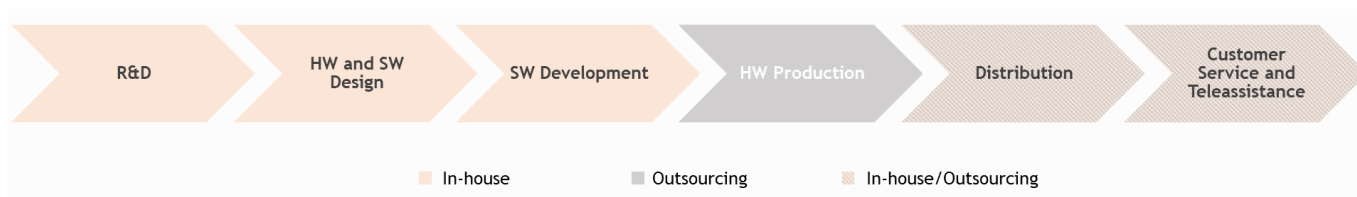
Una volta che la soluzione di automazione CNC è stata progettata, prototipata, sia nelle sue parti hardware che nelle componenti software appositamente sviluppate, i prototipi della soluzione CNC verranno testati sia in laboratorio sia sulle macchine dei clienti.

Infine, le componenti hardware (PC, motori, driver e altre) vengono prodotte in *outsourcing*, permettendo a ESAU di:

- i. risparmiare sui costi di approvvigionamento dei materiali ed essere competitiva anche con i produttori Cinesi;
- ii. ricontrollare la qualità di ciascuna componente hardware dopo un primo controllo effettuato dal fornitore prima della consegna;
- iii. delocalizzare la produzione ed essere più vicina ai clienti.

Una volta conclusa la fase di controllo qualità dell'hardware e dotato l'hardware del software CNC, ESAU distribuisce le sue soluzioni a livello globale, sia mediante le sue società controllate sia attraverso la rete di 40 rivenditori.

Figura 2: Catena del valore



Fonte: Presentazione aziendale

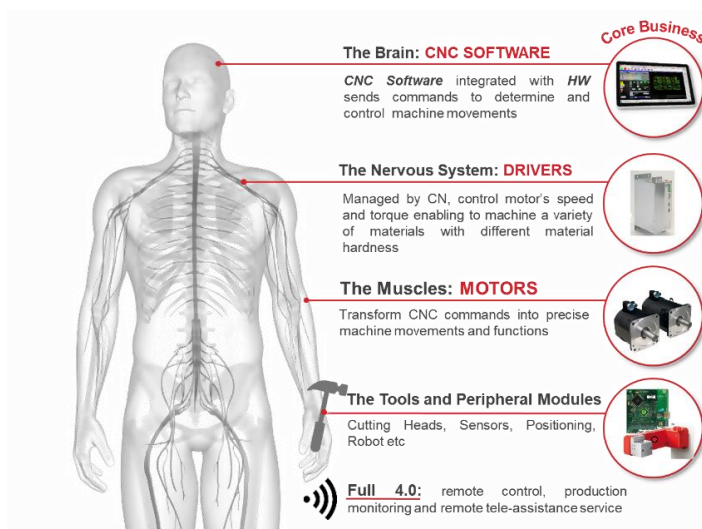
Un'offerta integrata

ESAU fornisce un'offerta completamente integrata, che include tutte le soluzioni (software e hardware) necessarie per controllare e automatizzare i movimenti delle macchine CNC. In modo più dettagliato, ESAU fornisce:

1. **Sistemi CNC (CNC software e hardware)**, che rappresentano il **cervello** della macchina dal momento che inviano comandi per controllarne i movimenti;

2. **driver e motori**, che possono essere visti rispettivamente come il **sistema nervoso** e i **muscoli** della macchina; consentono di lavorare diversi materiali trasformando i comandi in specifici movimenti della macchina;
3. **altri strumenti ed accessori**, come teste di taglio e sensori, reti.

Figura 3: Un'offerta completa



Fonte: Presentazione aziendale

ESAU offre inoltre un servizio di assistenza online 24/24 e in loco a livello mondiale.

L'offerta integrata fa di ESAU un partner chiave per i produttori di macchine industriali dei settori serviti, poiché possono dotare tutte le loro diverse macchine di un sistema CNC personalizzato, offerto da un singolo fornitore.

Sistemi CNC

Un Controllo Numerico Computerizzato (CNC) è un **sistema di controllo dei movimenti in tempo reale** per le macchine industriali, che consente di effettuare la lavorazione dei materiali senza l'intervento umano. Più nel dettaglio, i movimenti della macchina avvengono eseguendo una sequenza programmata di comandi, quali la velocità di avanzamento del materiale, la velocità e la profondità del taglio e altre funzioni come la rotazione interpolata degli assi.

Nei sistemi CNC moderni, il disegno bi/tridimensionale del materiale da realizzare viene definito attraverso un software di progettazione assistita - CAD (computer aided design). Successivamente un software di produzione assistita - CAM (Computer Aided Manufacturing) genera dei codici (per es. G-CODE) che vengono poi tradotti dai software CNC in specifici comandi; tali comandi consentono alle macchine CNC di lavorare i materiali e realizzare il prodotto finito.

Figura 4: Come funzionano le macchine CNC?



Fonte: Presentazione aziendale

Figura 5: Software CNC di ESA



Fonte: Presentazione aziendale

I sistemi CNC costituiscono il *core business* di ESAU - rappresentano il 52% del fatturato totale nel 2018 - e si compongono di una componente hardware e software.

In merito alle componenti hardware, ESAU fornisce 2 tipi di hardware CNC che sono idonei a tutte le applicazioni CNC.

I software CNC si distinguono in software di base e software applicativi.

Il software di base CNC è applicabile a tutti i tipi di macchine industriali e si compone di 4 moduli:

- *Hardware abstraction layer*;
- Programma *firmware*;
- Database aggiornato in tempo reale. Il database di ESAU viene arricchito in tempo reale con l'esperienza e il know-how acquisiti durante la lavorazione di nuovi materiali/strati;
- Programma di memoria condivisa.

Oltre al software di base, ESAU fornisce diversi software CNC applicativi, ciascuno dei quali viene specificatamente sviluppato per un determinato tipo di macchina industriale, a seconda dei materiali da lavorare e delle attività che devono essere effettuate dalla macchina. Più in dettaglio, i software CNC applicativi di ESAU controllano il movimento delle:

- i. macchine piegatrici e altre macchine per la lavorazione dei metalli, come laser, plasma e calandre;
- ii. macchine per la lavorazione del legno;
- iii. macchine per la lavorazione del marmo;
- iv. macchine a waterjet;
- v. macchine transfer.

Tutti i software dei CNC applicativi condividono le stesse logiche di programmazione. Questo permette ai produttori delle macchine e ai clienti finali, che usano diversi sistemi CNC per le diverse macchine impiegate per la lavorazione dello stesso materiale, di ridurre i costi connessi all'assunzione di nuovi dipendenti o alla formazione.

Figura 6: Software CNC applicativi di ESA



Fonte: Presentazione aziendale

Figura 7: Driver



Fonte: Presentazione aziendale

Figura 8: Motori



Fonte: Presentazione aziendale

Motori, Driver, altri strumenti e moduli periferici

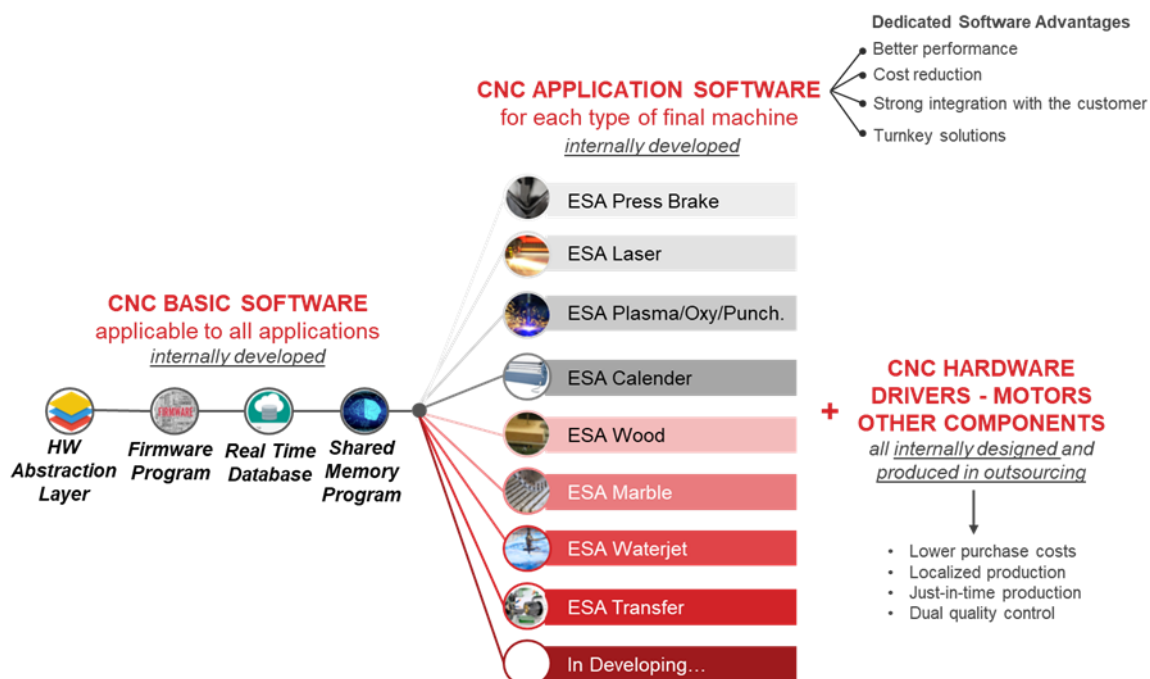
ESAU distribuisce, inoltre, componenti hardware come motori, driver e altri strumenti nel 2018 avevano un peso sul fatturato totale del 48%.

I **driver** (rappresentano il sistema nervoso delle macchine CNC) sono dispositivi ad alta potenza che ricevono i segnali generati dal sistema di controllo e trasmettono in maniera controllata elettricità ad un servo motore per produrre movimento. Di solito, i driver controllano la velocità del motore, la coppia o la posizione, permettendogli di lavorare una varietà di materiali che hanno diverso spessore.

Un **encoder** collegato al servo motore riporta lo stato attuale del motore al servo driver. In caso di deviazione dai comandi CNC, i driver la velocità del motore, la coppia o la posizione.

I **servo motori** (rappresentano i muscoli delle macchine CNC) controllano, a loro volta, il movimento complessivo del pezzo da lavorare e di altri strumenti - quali teste di taglio e robots - da 2 fino a 200 e più assi per ogni CNC.

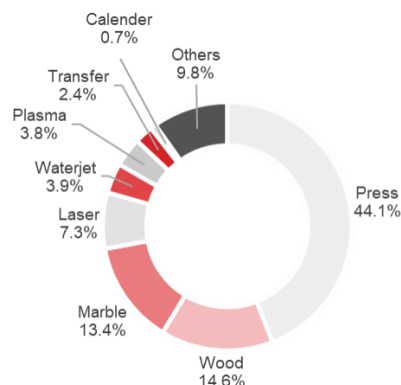
Figura 9: Offerta completa di ESAU



Fonte: Presentazione azienda

Nel 2018 le soluzioni CNC dedicate alle macchine per la lavorazione dei metalli (pressa piegatrice, laser, plasma e calandra) rappresentano la maggior parte dei ricavi totali del Gruppo (oltre il 50%), seguite dalle applicazioni destinate alle macchine per lavorazione del legno (14,6%) e del marmo (13,4%).

Grafico 6: Fatturato per applicazione



Fonte: Presentazione aziendale

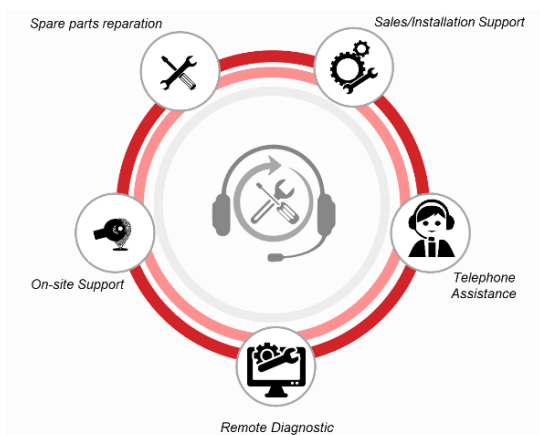
Assistenza e Teleassistenza

ESAU è inoltre in grado di fornire supporto online in tutto il mondo 24 ore su 24 e 7 giorni su 7, nonché assistenza tecnica; questo grazie alle società controllate e alla rete di 40 *value added resellers*. La rete di assistenza globale è un punto strategico chiave per ESAU, dato che l'80% dei produttori di macchine esporta nel resto del mondo e ha l'esigenza di assicurare ai propri clienti un servizio veloce e affidabile.

Più nel dettaglio, ESAU offre assistenza durante l'intero ciclo. ESA assiste: i) i clienti B2B in fase di vendita, durante e dopo l'installazione presso la sede del produttore della macchina; e ii) l'acquirente finale delle macchine CNC in qualunque parte del mondo si trovi.

Inoltre, i servizi di supporto remoto e teleassistenza offrono la possibilità di connettere tutti i prodotti con sistemi di informazione, sensori e moduli periferici.

Figura 10: Assistenza e teleassistenza per tutto il ciclo di vita



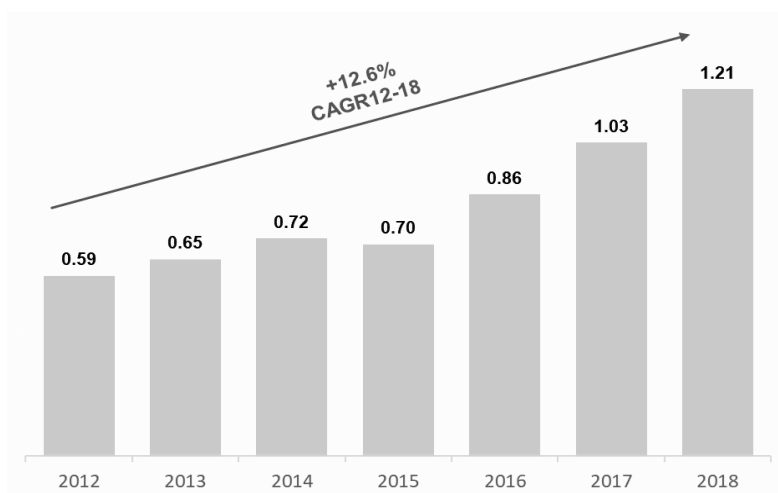
Fonte: Presentazione aziendale

Focus su R&S

Grazie al suo team di R&S formato da 26 dipendenti (46% della forza lavoro), ESAU aggiorna e innova continuamente le sue soluzioni, per seguire le tendenze del mercato, restare sempre competitiva a livello globale e anticipare le mosse dei competitor. Elemento strategico chiave per la crescita futura è la capacità di assumere e attirare una forza lavoro altamente qualificata.

Dal 2012, il Gruppo ha investito oltre €5,7mn in R&S (€1,2mn nel FY18) creando, spesso in collaborazione con i suoi clienti, soluzioni innovative e di alta qualità a costi competitivi.

Grafico 7: Investimenti storici di ESAU in R&S



Fonte: Presentazione aziendale

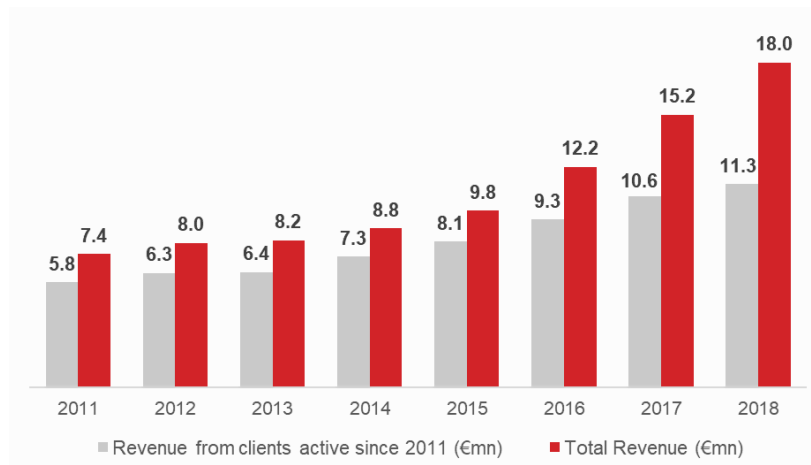
Le attività di R&S di ESAU coprono diversi settori. Sotto riportiamo alcuni dei principali progetti di R&S sui quali ESAU ha investito negli ultimi tempi e/o sui quali sta continuando a indirizzare le proprie risorse:

- **soluzioni verdi.** Il mercato delle presse piegatrici sta chiedendo sempre più macchine CNC ibride ed elettriche per sostituire quelle idrauliche, con l'obiettivo di risparmiare energia e tagliare i costi, diminuire gli sprechi e migliorare le performance delle macchine. Una pressa piegatrice tradizionale è dotata di pompe e circuiti idraulici, che muovono la pressa principale. Tale macchina necessita di motori con un'elevata potenza (40kW e oltre) che lavorino senza sosta e grandi quantità di olio (40l e oltre). ESAU ha sviluppato, in collaborazione con i suoi clienti (Gade, Warcom e altri), sistemi CNC per presse piegatrici ibride ed elettriche, che permettono di ridurre la dimensione dei motori (da 40kW a 20kW per le presse ibride e 18kW per quelle elettriche) e l'uso dell'olio, in modo da limitare gli sprechi, l'inquinamento e tagliare i costi;
- **soluzioni laser.** Il mercato del laser è uno di quelli che crescono più in fretta al mondo, soprattutto in Cina. Nei prossimi anni, sostituirà le tecnologie per il taglio dei metalli, quali plasma, ossitaglio, punzonatrici e cesoie. Per acquisire quote di mercato e competere con i leader nel settore del laser, ESAU sta sviluppando una soluzione CNC innovativa per quest'applicazione ed ha delocalizzato la sua produzione in Cina.

Portafoglio clienti

Il Gruppo vanta una base di oltre 280 clienti fedeli in Italia e all'estero. La maggior parte del fatturato di ESAU è ricorrente. Infatti, sin dal management buy-out, circa l'63% del fatturato totale è stato generato da clienti storici e ricorrenti, presenti con continuità dal almeno cinque anni, con una crescita del 95%. Ai clienti storici si sono aggiunti negli anni e con continuità clienti nuovi, anch'essi con acquisti crescenti fino ad arrivare al 37% del totale nel 2018.

Grafico 8: Dinamica fidelizzazione clienti



Fonte: Presentazione aziendale

ESAU è un fornitore chiave per i produttori - sia di piccole che grandi dimensioni - di macchine CNC per la lavorazione di metalli, legno, marmo e altri materiali.

A titolo di esempio, la filiale Mitsubishi negli Stati Uniti, che a sua volta produce controlli numerici per altri tipi di macchine, ha scelto di dotare le proprie macchine presse piegatrici con sistemi CNC di ESAU, in considerazione della qualità e servizio forniti da quest'ultima per la specifica tipologia di macchine. Inoltre, SCM, azienda leader mondiale nel settore del legno, è uno dei principali clienti di lunga data di ESAU (oltre 30 anni di collaborazione) e impiega le soluzioni di quest'ultima sulla quasi totalità della sua produzione di macchine industriali.

Figura 11: Principali clienti di ESA



Fonte: Presentazione aziendale

L'acquisizione dei clienti ha luogo principalmente grazie a:

- **reference** dal momento che i principali produttori nel mondo usano le soluzioni CNC di ESAU;

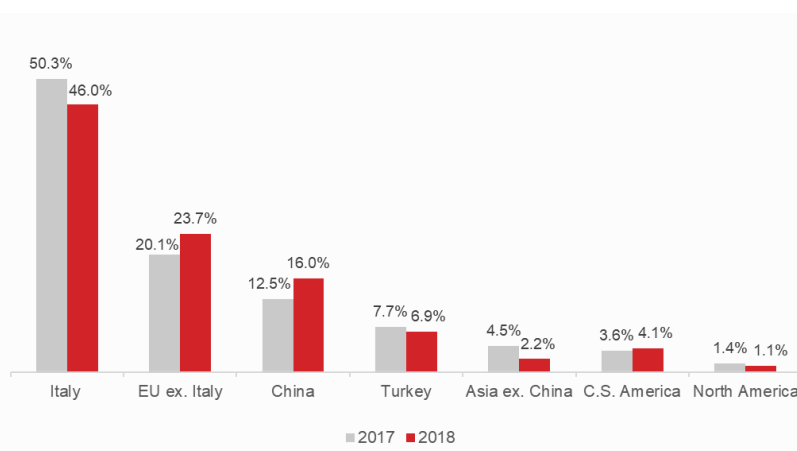
- **fiere tecnologiche internazionali**, dove clienti attuali e potenziali hanno la possibilità di vedere molte macchine ad alta tecnologia dotate delle soluzioni ESAU;
- **visite periodiche a potenziali clienti**, che potrebbero essere interessati a nuove tecnologie, ad un maggiore supporto e a soluzioni più competitive.

Inoltre, offrendo una gamma di prodotti completa, ESAU è in grado di rafforzare la sua relazione con i clienti mediante l'attività di *cross selling*: la possibilità di proporre ai costruttori di macchine lo stesso CNC hardware in grado di funzionare con diversi software su diverse linee di macchine rappresenta uno dei principali punti di forza di ESAU.

Presenza geografica e distribuzione

Dal 2011, ESAU ha intrapreso un processo di internazionalizzazione in 32 paesi, che ha permesso all'azienda di vendere direttamente all'estero più del 50% dei suoi prodotti nel 2018 (ca. 70%-80% se si considerano anche le vendite indirette). L'Italia rappresenta il mercato principale; nel 2018 tale mercato è cresciuto del 17% a/a, raggiungendo €9,3mln. Tuttavia, l'incidenza dell'Italia¹ (46%) sul fatturato complessivo è scesa a favore di altri paesi europei (24%) e della Cina (16%). Quest'ultima rappresenta uno dei mercati che sta registrando la crescita più rapida, dato che i produttori domestici stanno esportando sempre più le loro macchine CNC dotate di sistemi CNC europei di fascia alta.

Grafico 9: Ripartizione geografica del fatturato



Fonte: Dati aziendali

ESAU mira a incrementare ulteriormente la sua presenza in Cina, acquisendo nuovi clienti con soluzioni di fascia alta e poi aumentando la sua quota di mercato vendendo soluzioni di fascia bassa. Inoltre, delocalizzando la produzione delle componenti hardware in Cina (Shanghai), il Gruppo abbasserà i costi di acquisto di materie prime e produzione, aumentando così la sua redditività.

Per incrementare l'espansione in nord Europa, e in particolare in Germania, ESAU ha assunto 2 top manager con una lunga esperienza alle spalle nel settore

¹ Il fatturato dell'Italia include anche i ricavi dei clienti finali che esportano macchine dotate di sistemi CNC.

dell'automazione, dato che hanno lavorato per oltre 20 presso PowerAutomation, un'azienda tedesca leader nel mercato CNC.

Alla fine del 2018, ESAU ha anche fondato una propria filiale commerciale e di service in Spagna per penetrare ulteriormente il territorio iberico e ampliare la sua esportazione in America del Sud e Centrale.

Overview del mercato e posizionamento

Mercato dell'automazione

L'automazione riguarda l'uso di una serie di tecnologie e dispositivi di controllo automatico per svolgere processi e far funzionare le attrezzature industriali con un intervento umano minimo o ridotto, ottenendo così 4 risultati chiave:²

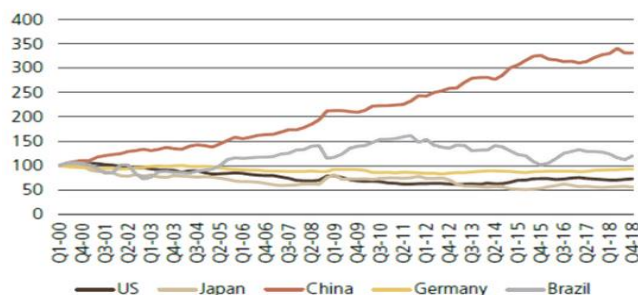
- i. **maggiore sicurezza sul lavoro.** I dispositivi/le attrezzature automatiche possono svolgere compiti pericolosi o fisicamente impegnativi per l'uomo;
- ii. **riduzione dei costi.** I costi di produzione possono essere ridotti sostituendo una manodopera sempre più costosa con macchine sempre più economiche;
- iii. **maggiore produttività e migliore qualità** (riducendo gli errori umani);
- iv. **maggiore flessibilità.** La crescente domanda di prodotti personalizzati può essere soddisfatta riprogrammando i software di macchine di automazione complesse piuttosto che utilizzando macchine più semplici ma che richiedono maggiori tempi di manodopera.

I progressi nell'automazione industriale sono direttamente connessi e hanno soprattutto un impatto sulle performance di molti settori di destinazione, che necessitano la ripetibilità dei processi, rispettando allo stesso tempo requisiti di alto volume e alta qualità. In particolare, settori come quelli dell'automotive, dell'aviazione, dei semiconduttori, dell'arredamento, dei metalli e dei materiali, l'oil & gas, il packaging e altri settori stanno adottando sempre più **macchine utensili e altri tipi di attrezzature/dispositivi di automazione nei loro processi produttivi.**

Più nel dettaglio, la produzione è uno dei settori di applicazione più importanti per la tecnologia dell'automazione. Le attività produttive, che prima venivano effettuate manualmente, stanno diventando sempre più automatizzate (il concetto di "lights out manufacturing", ovvero produzione "a luci spente", senza la presenza umana) grazie a una **robotica e a sistemi di automazione più economici, efficienti e flessibili.** Infatti, il costo di robot, macchine CNC, componenti software e hardware di automazione (sensori e processori) è diminuito negli anni. Allo stesso tempo, in paesi emergenti, quali la Cina, il crescente costo della manodopera, la sua carenza e l'invecchiamento della popolazione hanno reso l'automazione una soluzione più attraente per molte imprese. Inoltre le soluzioni di automazione sono diventate più sofisticate, rendendo possibile effettuare operazioni più complesse rispetto al passato.

² McKinsey: "The great re-make: Manufacturing for modern times"

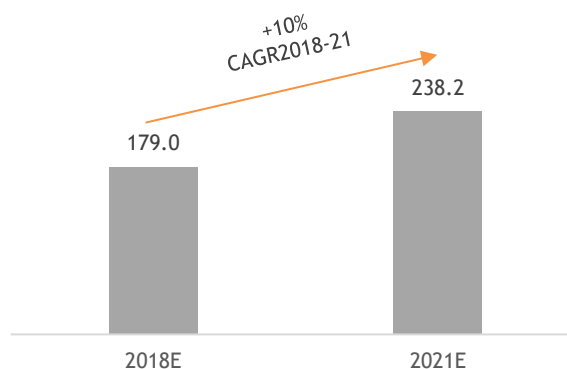
Grafico 10: Costo del lavoro per unità relativa (Indicizzato a 100 nell'anno 2000)



Fonte: OECD

Stando alle stime di UBS, il mercato globale dell'automazione valeva \$179,0mld nel 2018 e arriverà a \$238,2mld entro il 2021, crescendo ad un CAGR del 10%.

Grafico 11: Outlook mercato dell'automazione



Fonte: stime di UBS

Negli anni a venire, la crescita del mercato dell'automazione industriale verrà principalmente trainata da:

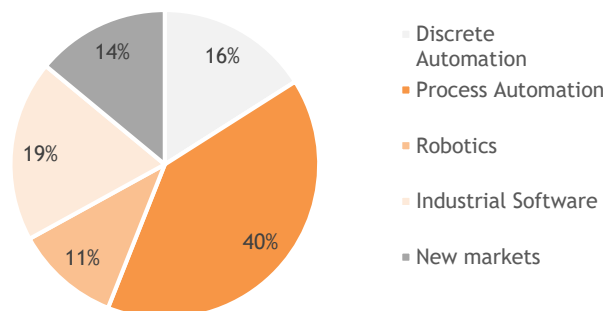
1. le tecnologie abilitanti dell'Industria 4.0;
2. la crescente domanda per la personalizzazione di massa fra gli utenti finali;
3. la crescente adozione di robot industriali;
4. iniziative del governo verso l'adozione di tecnologie di automazione industriale.

Il mercato dell'automazione del 2018 può essere suddiviso nei seguenti segmenti:

- **discrete automation** (16%), che fa riferimento alle operazioni produttive che trasformano le materie prime in prodotti finiti;
- **process automation** (40%), che fa riferimento ai processi produttivi come l'assemblaggio, l'imballaggio, il monitoraggio e così via;
- **robotica** (11%);

- **software industriale** (19%), che comprende le vendite di player che sviluppano esclusivamente software;
- stampa 3D, intelligenza artificiale e droni (14%).
-

Grafico 12: Ripartizione del mercato dell'automazione



Fonte: stime di UBS

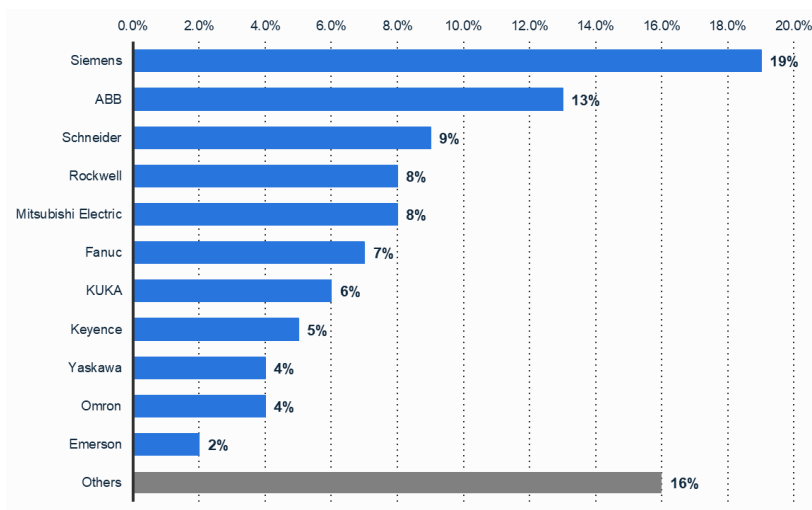
Figura 12: Ripartizione del mercato dell'automazione



Fonte: Capital Markets Day di Siemens

Il segmento *discrete automation* è altamente concentrato. Nel 2017, i 5 player principali detenevano oltre il 50% della quota di mercato totale. Inoltre, questo segmento è quasi del tutto controllato da player europei, giapponesi e da qualche azienda statunitense.

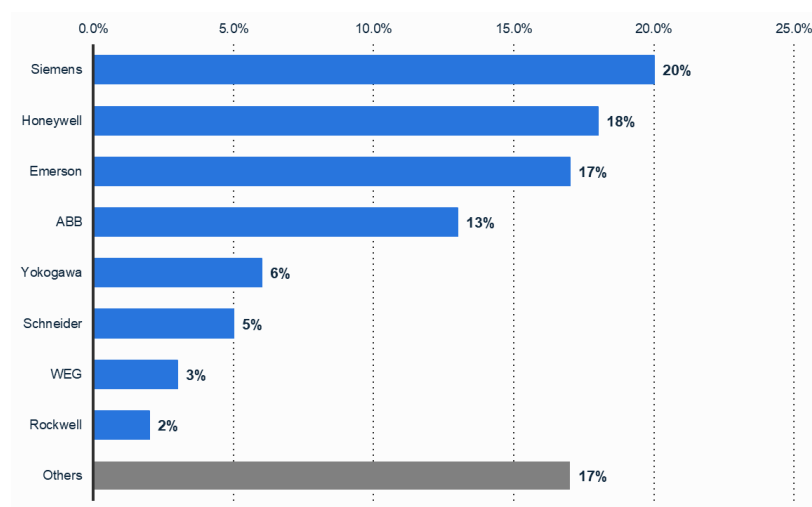
Grafico 13: Mercato “discrete automation” per produttore nel 2017



Fonte: Statista

Nel segmento “*process automation*”, analogamente al segmento *discrete automation*, i 6 player principali controllavano oltre il 70% del valore di mercato nel 2017.

Grafico 14: Mercato “process automation” per produttore nel 2017



Fonte: Statista

Software di automazione industriale

Per comprendere meglio il mercato dell'automazione industriale, riportiamo i principali segmenti di prodotto nella gerarchia dell'automazione industriale.

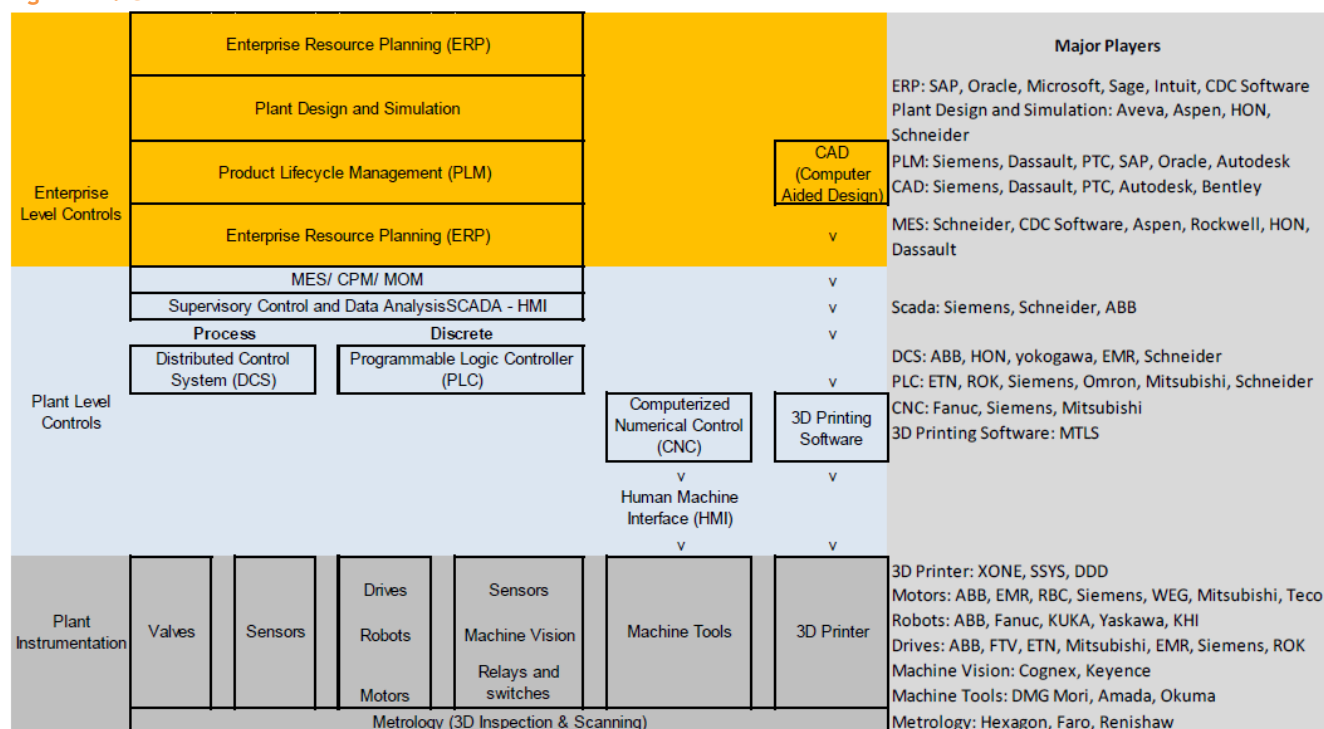
Gli *enterprise level controls* sono all'apice della gerarchia e sono composti da tecnologie di pianificazione e condivisione delle informazioni che fungono da supporto nella presa delle decisioni, integrando dati esterni e interni. Le principali suite di software sono:

- **ERP (Enterprise Resource Planning**, letteralmente pianificazione delle risorse d'impresa), inizialmente creato come software per la contabilità, ha incorporato nel tempo finanza, produzione, vendite, servizi e dati per la gestione del personale. Questo segmento è dominato da: SAP, ORACLE e Microsoft;
- **PLM (Product Lifecycle Management**, o gestione del ciclo di vita del prodotto) è una soluzione software per consolidare le informazioni di produzione e coordinare la produzione, i servizi e le risorse coinvolte nel processo produttivo. Questo segmento è dominato da: Dassault Systems, Siemens, PTC, Autodesk (meglio nota per le applicazioni architecture);

I **plant level controls** sono una fase intermedia, che collega i sistemi aziendali (ERP e PLM) e le macchine del stabilimento. A questo livello, le soluzioni software sono estremamente specifiche per ogni settore. Le principali suite di software sono:

- **MES (Manufacturing Execution System)**, è un sistema software che gestisce le operazioni produttive del stabilimento. I **principali player in questo segmento sono: Schneider (Invensys), ABB, Siemens, Rockwell, Honeywell, Dassault, SAP, Yokogawa, GE, Aspen Technology**;
- **SCADA (Supervisory Control and Data Acquisition**, cioè "controllo di supervisione e acquisizione dati"), è un software di controllo industriale che coordina e invia le istruzioni a PLC, DCS e CNC. I **principali player in questo segmento sono: Schneider (Invensys), ABB, Siemens, Yokogawa, GE**;
- **DCS (Distributed Control System**, è un sistema di controllo computerizzato per un processo o impianto, di solito con un gran numero di circuiti di controllo, in cui i controllori autonomi sono distribuiti in tutto il sistema, ma c'è il controllo centrale di supervisione dell'operatore. I **principali player in questo segmento sono: Schneider (Invensys), ABB, Siemens, Emerson, GE**;
- **PLC (Programmable Logic Control**, o controllore logico programmabile), è il dispositivo più diffuso nell'automazione industriale. Il PLC è costituito da una componente hardware - che comprende cavi e altri oggetti fisici - e da una componente software che invia le istruzioni per l'esecuzione del programma. I **principali player in questo segmento sono: Siemens, Rockwell Automation, Mitsubishi, OMRON, Schneider**;
- **CNC (Computer Numerical Control**, o controllo numerico), è l'evoluzione del PLC: oltre a tutte le funzioni tipiche dei PLC, il software CNC permette di controllare tutte le funzioni e i movimenti di una macchina utensile attraverso un programma prestabilito contenente dati alfanumerici codificati. I **principali player in questo segmento sono: Siemens, Mitsubishi Electric, FANUC, Huanzhong CNC ed ESAU**.

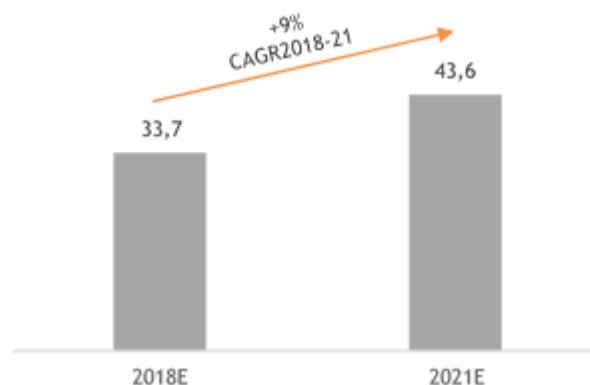
Figura 13: Gerarchia dell'automazione industriale



Fonte: Credit Suisse Research

All'interno del mercato dell'automazione, grandi opportunità di crescita sono rappresentate dal segmento del software industriale che, stando alle previsioni, dovrebbe assistere a un CAGR del 9% nel periodo 2018-21, ammontando a \$43,6mld entro il 2021.³

Grafico 15: Previsione del Software di automazione industriale



Fonte: Stime di UBS

Nel 2017, stando alla ricerca di Mordor Intelligence, 7 su 11 delle imprese leader a livello globale nel settore del software industriale sono europee (per es.

³ Stime di UBS. Nota: le stime del software industriale includono solo le vendite delle aziende di software, mentre le vendite di software delle aziende industriali come Siemens e ABB, sono incorporate nel mercato dell'automazione discreta/di processo.

Siemens, ABB e Schneider Electric) con una quota totale di mercato superiore al 50%.

Fra tutti i software di automazione industriale, il software CNC ha aumentato il suo valore di mercato negli anni passati grazie alla crescente domanda per la produzione automatizzata, che ha portato a una crescente diffusione delle macchine a Controllo Numerico (CNC).

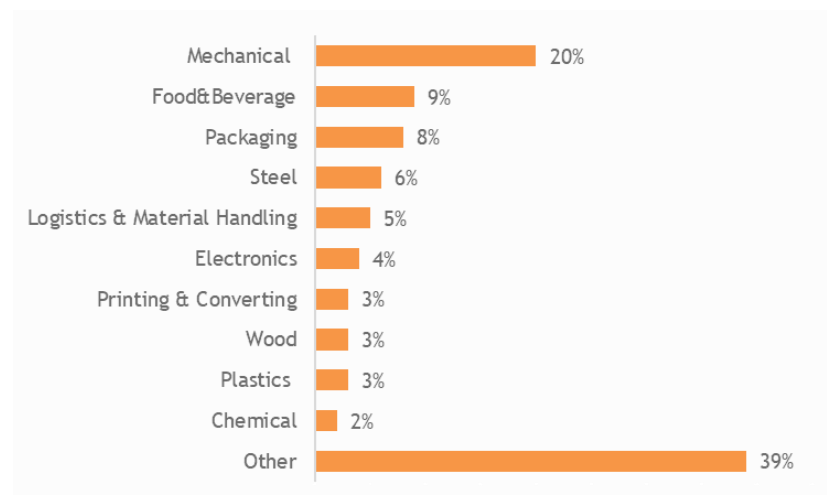
I sistemi CNC vengono impiegati per la lavorazione di diversi materiali, poiché sono in grado di ottenere alti livelli di precisione, multitasking, complessità, velocità, produttività, integrazione 4.0 e maggiore ripetibilità. La maggior parte delle macchine industriali con sistemi CNC sono impiegate per la lavorazione dei metalli; tuttavia, l'applicazione dei sistemi CNC si è estesa anche ad altre aree, come il taglio con laser, waterjet, macchine da legno/plastica/vetro.

Germania, Giappone e Stati Uniti sono fra i paesi sviluppati specializzati in prodotti CNC di fascia alta, mentre i paesi emergenti giocano un ruolo importante nella produzione di quelli di fascia bassa. Nel 2018, la Cina aveva un tasso CNC di macchine utensili del 29,7%, molto inferiore rispetto all'Europa, agli Stati Uniti, al Giappone e ad altri paesi sviluppati (Giappone: oltre il 90%; Germania: sopra il 75%; Stati Uniti: oltre l'80%).⁴

Focus Italia

Dal 2013, il mercato italiano dell'automazione industriale è cresciuto ad un CAGR del 7%, raggiungendo €5,1mld nel 2018. Nella seconda metà del 2018, c'è stato un rallentamento, più pronunciato nell'ultimo trimestre, a causa dell'incertezza sia nazionale che globale, che ha limitato la crescita di qualche punto percentuale (+7,3% vs 11,6% nel 2017). Il settore meccanico italiano è al primo posto (quota del 20%) fra i settori industriali che adottano le tecnologie di automazione, seguito dai settori alimentare e del packaging.

Grafico 16: I 10 principali mercati finali dell'industria dell'automazione italiana



Fonte: ANIE Automazione - "Osservatorio dell'Industria Italiana dell'Automazione"

⁴ Fonte: Research and Market: "Global CNC Machine Tool Markets Report 2019-2025: Focus on the Chinese Industry Featuring 12 Foreign and 20 Chinese Manufacturers" (letteralmente, Ricerca e Mercato: "Report 2019-2025 sui mercati globali delle macchine utensili CNC: Focus sull'Industria Cinese con 12 produttori stranieri e 20 cinesi").

Stando ai dati dell'UCIMU, durante il 2018 gli ordini totali di macchine utensili hanno mostrato una riduzione dello 0,8%, a causa di un notevole ribasso sul mercato domestico (-11,5% YoY), che ha controbilanciato la crescita degli ordini all'estero (+5,25 YoY). Le performance negative registrate dal mercato domestico erano principalmente dovute a: i) l'incertezza macroeconomica italiana, che ha portato a una diminuzione degli investimenti in macchine utensili; e ii) la revisione dei piani di incentivazione ("super ammortamento").

Grafico 17: Evoluzione degli ordini e degli investimenti nell'industria italiana delle macchine utensili



Fonte: ANIE Automazione - "Osservatorio dell'Industria Italiana dell'Automazione"

Nel primo trimestre del 2019, il settore delle macchine utensili ha continuato a rilevare una tendenza negativa in riferimento agli ordini, sia sul mercato domestico che estero, che sono scesi rispettivamente del 9,8%YoY e dell'8,2%YoY,.

Financials storici

Nel periodo 2016-18, ESAU ha sperimentato un aumento significativo dei ricavi, che hanno registrato una crescita ad un CAGR del +20,8%, raggiungendo €18,5mln nel 2018.

I costi operativi sono cresciuti ad un tasso inferiore (19,2% CAGR2016-18), consentendo all'EBITDA di ESAU di passare da €3,2mln del FY16 a €5,0mln nel FY18, (CAGR2016-18 +25,5%).⁵ L'*EBITDA margin* è passato dal 25,2% del FY16 al 27,2% del FY18, grazie anche a una gestione efficiente dei costi operativi e a una virtuosa leva operativa.

L'utile netto è cresciuto con un CAGR2016-18 del 38%, raggiungendo i €3,0mln alla fine del 2018 (+21,5%/a). La crescita dell'utile netto si riflette anche nell'incidenza sui ricavi che è passata da 12,4% nel FY16 a 16,2% nel FY18, grazie anche a una più bassa incidenza delle tasse.

Tabella 2: Conto economico 2016-2018

€ migliaia	FY16A	FY17A	FY18A	CAGR 16A-18A
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	12,176	15,107	17,941	21.4%
Altri Ricavi	485	479	535	5.0%
Valore della produzione	12,661	15,586	18,476	20.8%
Δ %		23.1%	18.5%	
Acquisto Merce & Variazione Rimanenze	(6,689)	(7,395)	(9,137)	16.9%
Gross Profit	5,972	8,191	9,339	25.1%
<i>Gross Margin</i>	47.2%	52.6%	50.5%	
Costi per servizi	(1,202)	(1,854)	(2,285)	37.9%
Costi per il personale	(1,484)	(1,587)	(1,578)	3.1%
Altri costi operativi	(93)	(148)	(444)	118.5%
EBITDA	3,193	4,602	5,032	25.5%
<i>EBITDA margin</i>	25.2%	29.5%	27.2%	
Δ %		44.1%	9.3%	
Ammortamenti e svalutazioni	(842)	(1,097)	(1,265)	22.6%
EBIT	2,351	3,505	3,767	26.6%
<i>EBIT margin</i>	18.6%	22.5%	20.4%	
Δ %		49.1%	7.5%	
Proventi (oneri) finanziari	(57)	(41)	(97)	30.5%
EBIT	2,294	3,463	3,670	26.5%
Imposte	(721)	(997)	(673)	-3.4%
<i>Tax Rate</i>	31.4%	28.8%	18.3%	-23.6%
Net Income	1,573	2,466	2,997	38.0%
<i>Net margin</i>	12.4%	15.8%	16.2%	
Δ %		56.8%	21.5%	

Fonte: Dati aziendali

ESAU capitalizza le spese di R&S relative allo sviluppo di soluzioni brevettate. Come risultato di questa politica, il livello di Capex (in gran parte composto da costi di R&S) ammontava a €1,08mln nel 2017 e €1,8mln nel 2018.

⁵ L'EBITDA del FY18 sarebbe stato migliore (€5,3mn) se non fosse stato penalizzato dagli €0,27mln di costi una tantum relativi all'IPO, all'avviamento sul mercato Tedesco/nord europeo e al trasferimento della sede centrale.

Il capitale circolante netto ha raggiunto i €6,2mln nel 2018, seguendo la crescita del business e l'ampliamento del magazzino (+€1,99mn YoY) con l'acquisizione di materie prime per le componenti hardware.

Alla fine del 2018, l'azienda presentava una posizione finanziaria netta di €7,6mln grazie agli introiti derivati dall'IPO di Luglio 2018. Fra il 2016 e il 2017, la posizione finanziaria netta è migliorata da €0,6mln a €0,0mln nel 2017, principalmente grazie alla riduzione delle passività a lungo termine.

Tabella 3: Stato patrimoniale 2016-2018

€ migliaia	FY16A	FY17A	FY18A
Avviamento	98	98	98
Imm.ni Immateriali	895	1,049	1,210
Imm.ni Materiali	124	144	677
Altre attività non correnti	0	1	1
Totale Immobilizzato	1,117	1,292	1,986
Crediti Commerciali	5,254	6,242	6,650
Rimanenze di Magazzino	1,026	1,917	3,898
Debiti Commerciali	(2,461)	(3,162)	(4,291)
Capitale Circolante Operativo	3,819	4,997	6,257
Altre Attività (Passività)	(1,044)	(690)	(414)
Capitale Circolante Netto	2,775	4,307	5,843
Altri Fondi	(89)	(243)	(262)
Capitale Investito Netto	3,803	5,356	7,567
Capitale Sociale	3,124	5,318	15,220
Patrimonio Netto di terzi	2	2	3
Patrimonio Netto	3,126	5,320	15,223
PFN BT/ Cassa (-)	(573)	(659)	(7,968)
PFN LT	1,250	695	312
Posizione Finanziaria Netta	677	36	(7,656)
Mezzi Propri e Indebitamento	3,803	5,356	7,567

Fonte: Dati aziendali

Risultati finanziari 1H19

Nel 1H19, il business di ESA ha mostrato una buona resilienza nonostante un rallentamento della crescita dell'economia globale e della domanda di macchine industriali. Infatti, il fatturato totale di ESAU è cresciuto dell'2,5%a/a raggiungendo €9,7mln, mentre Fanuc (leader nel mercato dei sistemi CNC) ha continuato a registrare una performance negativa anche nel 1Q19⁶ (il fatturato è sceso di circa il 26%a/a, mentre l'EBIT e l'utile netto erano di ca. il 47% più bassi rispetto al 1Q18).

L'EBITDA è diminuito a €2,0mln (-19,5%a/a). La strategia di ampliare l'offerta alle componenti hardware e di venderle a prezzi competitivi da una parte ha favorito la tenuta del fatturato, dall'altra ha avuto un impatto negativo sulla marginalità di ESAU, essendo la marginalità di tali componenti inferiore rispetto a quella dei sistemi CNC. Di conseguenza, l'EBITDA margin è sceso al 21,0% nel 1H19.

L'utile netto è sceso di circa 38%a/a attestandosi a €1,1mln, con un'incidenza sui ricavi dell'10,6% (-7pp rispetto all'anno precedente).

Tabella 4: Risultati 1H19

€ migliaia	1H17	1H18	1H19	YoY growth
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	7,357	9,467	9,567	1.1%
Altri Ricavi	24	14	154	1000.0%
Valore della produzione	7,381	9,481	9,721	2.5%
Δ %		28.5%	2.5%	
Acquisto Merce & Variazione Rimanenze	(3,683)	(4,721)	(5,178)	9.7%
Gross Profit	3,698	4,760	4,543	-4.6%
Gross Margin		50.2%	46.7%	-3.5%
Costi per servizi	(790)	(1,351)	(1,405)	4.0%
Costi per il personale	(749)	(822)	(968)	17.8%
Altri costi operativi	(20)	(45)	(124)	175.6%
EBITDA	2,139	2,542	2,046	-19.5%
EBITDA margin		26.8%	21.0%	-5.8%
Δ %		18.8%	-19.5%	
Ammortamenti e svalutazioni	(433)	(532)	(671)	26.1%
EBIT	1,706	2,010	1,375	-31.6%
EBIT margin		21.2%	14.1%	-7.1%
Δ %		17.8%	-31.6%	
Proventi (oneri) finanziari	(23)	(30)	(8)	-73.3%
EBT	1,683	1,980	1,367	-31.0%
Tasse	(514)	(322)	(338)	5.0%
Tax Rate		16.3%	24.7%	
Net Income	1,169	1,658	1,029	-37.9%
Net margin		17.5%	10.6%	-6.9%
Δ %		41.8%	-37.9%	

Fonte: Dati aziendali

⁶ Fanuc chiude il bilancio al 31 marzo.

Strategia del Gruppo

In risposta all'indebolimento del contesto macroeconomico internazionale e domestico, ESAU ha intrapreso una strategia anticiclica, che si basa sui seguenti pilastri:

- a. **ampliare ulteriormente la gamma prodotti** aumentando l'offerta a nuove componenti hardware di complemento alle soluzioni CNC;
- b. **Fronteggiare la minore domanda di mercato** sviluppando ulteriormente soluzioni CNC di fascia alta. Infatti, quando le aspettative del mercato sono al ribasso, i clienti finali cercano di sostituire le loro vecchie macchine con altre nuove e più automatizzate, in grado di garantire una maggiore produttività e performance migliori;
- c. **Aumento della quota di mercato** mediante:
 - **ulteriore espansione ad est (Cina, Turchia e India)** dove: i) vi sono ancora buone opportunità di crescita, anche in fasi di mercato stagnante ii) i produttori di macchine domestici necessitano di sistemi CNC di alta qualità per l'esportazione, ma anche per il mercato domestico dove spesso vengono acquistate macchine Europee ;
 - aggiungendo alle soluzioni di automazione di fascia alta anche quelle **di fascia medio-bassa** con più alti volumi di produzione di macchine;
 - **far crescere i clienti nella capacità di realizzare macchine più performanti** per trasformare le quote di mercato realizzate con CNC di fascia bassa in prodotti a più alto valore aggiunto;
- d. **Affrontare uno scenario di prezzi bassi** abbassando i costi di produzione, per essere in grado di competere efficacemente con gli altri player di mercato;
- e. **Penetrare il mercato tedesco/nordeuropeo e quello statunitense;**
- f. **Acquisire altri produttori di CNC o/o di prodotti complementari** al CNC per aumentare la gamma di prodotti, la presenza sul mercato ed accelerare la crescita.

Financials Attesi

Scomposizione delle nostre previsioni

Le proiezioni finanziarie per il periodo 2019-22 prendono in considerazione il business model, la strategia e l'attività di internalizzazione di ESAU. Nelle nostre previsioni non viene considerato alcun impatto derivante da operazioni di M&A future.

Prevediamo che il fatturato raggiunga i €27,0mln entro la fine del 2022, crescendo a un CAGR2018-22 del 9,9%. Per il 2019 ci attendiamo che il fatturato registri una crescita inferiore (+2,7%) rispetto all'ultimo anno, alla luce dell'indebolimento dello scenario globale, della concorrenza sui prezzi delle componenti hardware e considerando la ciclicità delle macchine CNC. Tuttavia, ci aspettiamo che il fatturato torni a crescere a un ritmo più elevato nel periodo 2020-22 (+11,3% nel 2020, +12,4% nel 2021 e +13,5% nel 2022).

La crescita del fatturato verrà principalmente guidata da:

- l'acquisizione di nuovi clienti, anche grazie al processo di internalizzazione;
- le attività di upselling e cross-selling sui clienti esistenti;
- l'ulteriore ampliamento dell'offerta alle componenti hardware, dato che hanno una connotazione strategica per l'azienda in termini di mantenimento e accrescimento della sua quota di mercato.

Tabella 5: Conto economico 2016-2022

€ migliaia	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	CAGR 18A-22E
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	12,176	15,107	17,941	18,433	20,519	23,062	26,170	9.9%
Altri Ricavi	485	479	535	550	612	688	780	9.9%
Valore della produzione	12,661	15,586	18,476	18,983	21,131	23,750	26,951	9.9%
Δ %		23.1%	18.5%	2.7%	11.3%	12.4%	13.5%	
Acquisto Merce & Variazione Rimanenze	(6,689)	(7,395)	(9,137)	(10,249)	(11,244)	(12,408)	(13,818)	10.9%
Gross Profit	5,972	8,191	9,339	8,734	9,886	11,343	13,133	8.9%
Gross Margin	47.2%	52.6%	50.5%	46.0%	46.8%	47.8%	48.7%	
Costi per servizi	(1,202)	(1,854)	(2,285)	(2,396)	(2,565)	(2,767)	(3,010)	7.1%
Costi per il personale	(1,484)	(1,587)	(1,578)	(1,843)	(1,949)	(2,076)	(2,224)	9.0%
Altri costi operativi	(93)	(148)	(444)	(456)	(508)	(571)	(648)	9.9%
EBITDA	3,193	4,602	5,032	4,038	4,864	5,929	7,251	9.6%
EBITDA margin	25.2%	29.5%	27.2%	21.3%	23.0%	25.0%	26.9%	
Δ %		44.1%	9.3%	-19.8%	20.5%	21.9%	22.3%	
Ammortamenti e svalutazioni	(842)	(1,097)	(1,265)	(1,436)	(1,689)	(1,792)	(1,821)	9.5%
EBIT	2,351	3,505	3,767	2,602	3,175	4,136	5,430	9.6%
EBIT margin	18.6%	22.5%	20.4%	13.7%	15.0%	17.4%	20.1%	
Δ %		49.1%	7.5%	-30.9%	22.0%	30.3%	31.3%	
Proventi (oneri) finanziari	(57)	(41)	(97)	(25)	(25)	(25)	(25)	-28.8%
EBIT	2,294	3,463	3,670	2,577	3,150	4,111	5,405	10.2%
Imposte	(721)	(997)	(673)	(123)	(448)	(624)	(991)	10.2%
Tax Rate	31.4%	28.8%	18.3%	4.8%	14.2%	15.2%	18.3%	0.0%
Net Income	1,573	2,466	2,997	2,455	2,702	3,487	4,414	10.2%
Net margin	12.4%	15.8%	16.2%	12.9%	12.8%	14.7%	16.4%	
Δ %		56.8%	21.5%	-18.1%	10.1%	29.0%	26.6%	

Fonte: Dati aziendali ed elaborazioni di KT&Partners

Il cambiamento nel *product mix* comporterà un aumento dell'incidenza dei costi di produzione e delle materie prime andando ad impattare negativamente sul *gross margin* del FY19 di 4,5pp. A partire dal 2020, ci aspettiamo che il risparmio sui costi derivante dalla produzione delle componenti hardware in Cina farà diminuire gradualmente l'incidenza dei costi dei prodotti e delle materie prime (dal 53,2% nel FY20 al 51,3% nel FY22). Questo dovrebbe impattare positivamente sul *gross margin* che ci aspettiamo faccia registrare una crescita annua di ca. 100bps dal 2020 fino a fine piano.

Prevediamo che l'EBITDA cresca ad un CAGR2018-22 del +9,6%, raggiungendo i €7,3mln nel 2022. Nel 2019, ci aspettiamo una riduzione dell'*EBITDA margin* di ca. 6pp a/a, fino a raggiungere il 21,3%, per poi tornare a crescere dal 2022, raggiungendo il 26,9% nel 2022.

Ci aspettiamo che l'utile netto cresca ad un CAGR2018-22 di +10,2%, ammontando a €4,4mln entro la fine del 2022 (secondo le nostre proiezioni, l'incidenza dell'utile netto sui ricavi dovrebbe collocarsi nella fascia compresa fra 13%/16,5%). In base alle nostre attese, la crescita dell'utile netto sarà positivamente influenzata anche da:

- detrazione fiscali sui costi dell'IPO;
- "patent box", regime di tassazione agevolata dal quale ci attendiamo dei benefici per ESA nel periodo 2019-21.

Nel periodo oggetto delle previsioni, ci aspettiamo investimenti annui in immobilizzazione materiali e immateriali (principalmente alla R&S) di ca. €2mn.

Tabella 6: Stato patrimoniale 2016-2022

€ migliaia	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Avviamento	98	98	98	98	98	98	98
Imm.ni Immateriali	895	1,049	1,210	1,383	1,575	1,908	2,345
Imm.ni Materiali	124	144	677	1,626	1,820	1,753	1,642
Altre attività non correnti	0	1	1	1	1	1	1
Totale Immobilizzato	1,117	1,292	1,986	3,108	3,494	3,760	4,086
Crediti Commerciali	5,254	6,242	6,650	6,759	7,524	8,456	9,596
Rimanenze di Magazzino	1,026	1,917	3,898	4,413	4,685	4,825	4,990
Debiti Commerciali	(2,461)	(3,162)	(4,291)	(4,491)	(4,885)	(5,348)	(5,906)
Capitale Circolante Operativo	3,819	4,997	6,257	6,680	7,324	7,934	8,680
Altre Attività (Passività)	(1,044)	(690)	(414)	(410)	(410)	(410)	(410)
Capitale Circolante Netto	2,775	4,307	5,843	6,270	6,914	7,524	8,270
Altri Fondi	(89)	(243)	(262)	(495)	(735)	(985)	(1,245)
Capitale Investito Netto	3,803	5,356	7,567	8,883	9,672	10,299	11,110
Capitale Sociale	3,124	5,318	15,220	17,075	19,277	22,264	25,978
Patrimonio Netto di terzi	2	2	3	0	0	0	0
Patrimonio Netto	3,126	5,320	15,223	17,075	19,277	22,264	25,978
PFN BT/ Cassa (-)	(573)	(659)	(7,968)	(8,996)	(10,270)	(12,491)	(15,253)
PFN LT	1,250	695	312	805	665	525	385
Posizione Finanziaria Netta	677	36	(7,656)	(8,191)	(9,605)	(11,966)	(14,868)
Mezzi Propri e Indebitamento	3,803	5,356	7,567	8,883	9,672	10,299	11,110

Fonte: Dati aziendali ed elaborazioni di KT&Partners

Ci aspettiamo, inoltre, che il cambiamento nella gamma di prodotti porti ad un aumento delle rimanenze nel periodo 2019-22 che - insieme all'incremento del giro d'affari - comporterà un aumento del capitale circolante netto.

Le variazioni di patrimonio netto saranno dovute alla registrazione dei risultati periodici e del pagamento dei dividendi. Infatti, per il periodo 2019-22, presumiamo un *pay-out ratio* del 20%, inferiore rispetto al rapporto osservato durante l'ultimo anno fiscale.

Ci aspettiamo che ESAU continui a generare un flusso di cassa positivo e che la cassa netta aumenti nel tempo da €7,7mln nel 2018 a ca. €14,9mln entro la fine del 2022.

Tabella 7: Flusso di cassa operativo 2019-2022

€ migliaia	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBITDA	4,038	4,864	5,929	7,251
Imposte	(123)	(448)	(624)	(991)
Variazione CCN	(427)	(644)	(610)	(746)
Variazione Fondi	137	144	154	165
Operating Cash Flow	3,625	3,918	4,848	5,679
CAPEX	(1,829)	(1,979)	(1,963)	(2,052)
FCFO	1,796	1,938	2,886	3,627

Fonte: Dati aziendali ed elaborazioni di KT&Partners

Valutazione

La valutazione della società tiene conto delle proiezioni dei *financials* riportate sopra ed è stata condotta attraverso:

- i. il metodo dei multipli di mercato, ottenendo un valore di mercato di €4,3ps;
- ii. il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF), derivando un prezzo di €4,2ps.

Facendo una media dei prezzi ottenuti attraverso i 2 metodi, otteniamo un valore di mercato di €4,21ps (+47,4% di *upside*).

Peer Comparison

Per definire un campione di aziende comparabili ad ESAU, abbiamo effettuato un'analisi approfondita delle società quotate attive nel settore dell'automazione industriale che forniscono soluzioni software e hardware. Recentemente, c'è stata una forte convergenza fra aziende produttrici principalmente di hardware e aziende produttrici principalmente di software. Questa convergenza si è verificata mediante acquisizioni e partnership:

- Dal 2007, **Siemens** ha investito più di €10mld per ampliare la sua offerta di soluzioni software per l'automazione industriale, acquisendo un posizionamento di leadership;
- Ad Aprile 2017, **ABB** ha acquisito l'austriaca **B&R**, ampliando la sua offerta di soluzioni software-based per l'automazione aziendale;
- A Gennaio 2014, **Schneider** ha acquisito **Invensys**, un operatore a livello globale nel settore dell'automazione con un'ampia base installata e una forte presenza nel segmento software, per un totale di €5mld;
- A Giugno 2018, **Rockell Automation** ha acquisito una partecipazione pari all'8,4% in **PTC** per \$1mld, diventandone il terzo maggior azionista, con l'obiettivo di sfruttare il know-how di PTC nel segmento software (software per CAD e life management) e rendere i processi produttivi più efficienti per i clienti;
- **ABB** e **Dassault Systemes** hanno avviato una partnership a livello globale per la realizzazione di software per le industrie digitali, offrendo una soluzione *end-to-end* ai client con focus sull'automazione industriale e robotica, sull'automazione delle industrie di processo e su soluzioni di elettrificazione per *smart building*.

Di conseguenza, abbiamo costituito un campione di 16 aziende, che include:

- **Fanuc Corporation**: quotata sulla borsa di Tokyo, con una market cap di €33,4mld. Fanuc Corp è impegnata nello sviluppo, produzione, vendita e manutenzione di sistemi di controllo numerico (CNC), laser, robot systems, robomachines, roboshot, robocut e nano robots. Opera attraverso le seguenti divisioni: Factory Automation (FA), Robot e Robomachine. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto i €4,9mld.
- **Aspen Technology, Inc**: quotata su NASDAQ, con una capitalizzazione di mercato di €7,6mld. Aspen Inc. offre soluzioni di ottimizzazione delle risorse. Sviluppa le sue applicazioni per progettare e ottimizzare i processi di engineering, produzione e distribuzione. Opera nei segmenti

delle *subscription*, software e servizi. Nel 2018, il fatturato dell'azienda è arrivato a €0,4mld.

- **Autodesk, Inc.:** quotata su NASDAQ, con una capitalizzazione di mercato di €29,4mld. Autodesk Inc. realizza software ed offre servizi. Offre anche *developing* e *manufacturing* software, fornendo ai produttori di diversi settori industriali soluzioni complete di progettazione digitale, ingegneria e produzione. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto i €2,1mld;
- **AVEVA Group plc:** quotata sulla borsa di Londra, con una capitalizzazione di mercato di €6,7mld. AVEVA Group Plc fornisce software ingegneristici e industriali. Opera nelle seguenti aree geografiche: Asia Pacifico, EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa) e America. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto gli €0,8mld.
- **Dassault Systemes SA:** quotata su Euronext Paris, con una capitalizzazione di mercato di €34,6mld. Dassault Systemes offre soluzioni software e servizi di consulenza. Fornisce applicazioni software end-to-end che coprono un'ampia gamma di segmenti industriali. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto i €3,4mld.
- **PTC Inc.:** quotata su NASDAQ, con una capitalizzazione di mercato di €6,9mld PTC è impegnata nello sviluppo e nella fornitura di soluzioni software-based per lo sviluppo e gestione di prodotti. Opera attraverso le divisioni *Software Products* e *Professional Services*. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto €1mld.
- **Renishaw plc.:** quotata sulla borsa di Londra, con una capitalizzazione di mercato di €2,9mld. Renishaw è impegnata nella progettazione, produzione e commercializzazione di prodotti medici e di metrologia. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto gli €0,6mld.
- **Siemens AG:** quotata sul mercato Xetra, con una capitalizzazione di mercato di €81,0mld. Siemens è impegnata nella produzione e fornitura di sistemi per la produzione di energia, la trasmissione di energia e la diagnosi medica. Opera attraverso i seguenti segmenti: Power and Gas, Wind Power and Renewables, Energy Management, Building Technologies, Mobility, **Digital Factory**, Process Industries and Drives, Healthcare e Financial Services. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto gli €83mld.
- **ABB Ltd:** quotata sulla borsa di Zurigo, con una capitalizzazione di mercato di €35,9mld. ABB è impegnata nello sviluppo e nella fornitura di tecnologie per l'energia e per l'automazione. Opera attraverso i seguenti segmenti di business: Electrification Products, Robotics and Motion, Industrial Automation, Power Grids, Corporate&Other. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto i €23mld.
- **Rockwell Automation, Inc.:** quotata sulla borsa di New York, con una capitalizzazione di mercato di €16,9mld. Rockwell Automation, Inc. è impegnata nella fornitura di servizi di informazione e automazione industriale. Opera attraverso i segmenti architecture e software, e prodotti e soluzioni di controllo. Il segmento Architecture&Software e Control Products&Solutions. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto i €5,6mld.

- **OMRON Corporation:** quotata sulla borsa di Tokyo, con una capitalizzazione di mercato di €10,6mld. OMRON Corp. è impegnata nella produzione e nella vendita di componenti, attrezzatura e sistemi di automazione. Opera attraverso i seguenti segmenti: Industrial Automation, Electronic&Mechanical Components, Automotive Electronic Components, Social Systems, Solutions and Services, Healthcare. Il segmento dell'automazione industriale produce e vende componenti e attrezzature di controllo per l'automazione industriale e le macchine di produzione. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto i €6,6mld.
- **Schneider Electric SE:** quotata su Paris Euronext, con una capitalizzazione di mercato di €44,7mld. Schneider Electric SE è impegnata nella trasformazione digitale dell'automazione e gestione dell'energia. Opera attraverso i segmenti dell'automazione e della gestione dell'energia. Il segmento dell'automazione comprende le tecnologie di automazione, controllo e sensoristica industriale. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto i €25,7mld.
- **Estun:** quotata sulla borsa di Shenzhen, è uno dei principali player sul mercato domestico per *servo systems* e CNC di macchine utensili che lavorano la lamiera. Ha iniziato la sua attività nel settore dei sistemi CNC come OEM per Delem (un brand olandese di sistemi CNC) e ha poi fondato il suo brand personale. I suoi principali competitor per i sistemi CNC in Cina sono Fanuc, Siemens, ESAU, Cybelec, Nanjing Zerong e Yangzhou Daqi, fra gli altri. Stando a Gongkong, il suo stabilimento di produzione di servo conduce questa attività dal 2008, permettendo all'azienda non solo di ridurre sostanzialmente i costi del servo per i sistemi CNC, ma anche di ampliare le sue categorie di prodotti servo. Gongkong stima che si è classificata 2° per quota di mercato fra i player domestici in ambito di sistemi servo nel 2013.
- **Hurco Companies, Inc.:** quotata su NASDAQ, con una capitalizzazione di mercato di €0,2mld. Hurco Inc. è un'impresa di tecnologia industriale che si occupa di progettazione, produzione e vendita di macchine utensili computerizzate. Offre anche componenti di macchine utensili, opzioni software, aggiornamenti di controllo, accessori e pezzi di ricambio per i suoi prodotti, così come un supporto per le applicazioni e la formazione, e un servizio di customer service. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto gli €0,2mld.
- **Hexagon:** quotata sulla borsa di Stoccolma, con una capitalizzazione di mercato di €15,1mld. Hexagon AB offre soluzioni riguardanti tecnologie di informazione che migliorano la produttività e la qualità mediante applicazioni aziendali geospaziali e industriali. L'azienda opera attraverso i seguenti segmenti di business: soluzioni aziendali geospaziali e soluzioni aziendali industriali. Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto i €3mld.
- **Ige+Xao SA:** quotata su Paris Euronext, con una capitalizzazione di mercato di €0,2mld. Ige+Xao SA è impegnata nella progettazione, produzione, vendita e supporto per software CAD (Computer Aided Design, o software di progettazione assistita dall'elaboratore) e PLM (Product Lifecycle Management, o gestione del ciclo di vita del prodotto). Nel 2018, il fatturato dell'azienda ha raggiunto gli €0,02mld.

Per comprendere meglio il nostro campione di aziende comparabili, abbiamo analizzato per ciascuna di esse l'incidenza sul fatturato, all'interno dell'unità operativa di automazione industriale, dei segmenti Software&Servizi e Hardware. Nove imprese di quelle presenti nel campione sono puramente di software, mentre per le restanti 7 il contributo software varia dal 15%, come nel caso di Siemens, al 46%, come nel caso di OMRON Corporation.

Tabella 8: Breakdown ricavi aziende comparabili

Company Name	Industrial Software&Services	Hardware	Other Business
ABB Ltd.	27%	32%	41%
Aspen Technology, Inc.	100%	0%	0%
Autodesk, Inc.	100%	0%	0%
AVEVA Group plc	100%		0%
Dassault Systemes SA	100%		0%
Estun Automation Co. Ltd.	50%		50%
Hexagon	100%		0%
Fanuc Corporation	43%	58%	0%
Hurco	4%		96%
Ige + Xao	100%		0%
OMRON Corporation	46%	27%	27%
PTC Inc.	100%		0%
Renishaw plc	100%		0%
Rockwell Automation, Inc.	100%		0%
Schneider Electric SE	24%		76%
Siemens AG	15%		85%

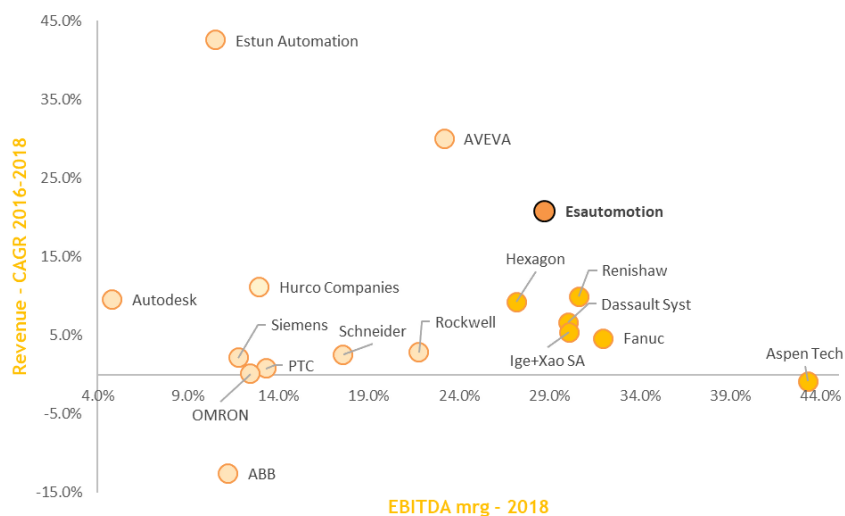
Fonte: Dati aziendali ed elaborazioni di KT&Partners

Nel nostro campione, le aziende con una maggiore incidenza del business del software sono caratterizzate da una maggiore marginalità e da una maggiore crescita dei ricavi, con 3 eccezioni principali:

- 1) Autodesk, che ha raggiunto il break even in termini di EBITDA nel 2019, con un *EBITDA margin* di circa il 5% (periodo di riferimento: Gennaio 2019) dovrebbe raggiungere un margine EBITDA di circa il 29% nel FY20;
- 2) Fanuc che, nonostante presenti un'esposizione al segmento dei software e servizi inferiore al 50%, ha un business molto redditizio con un *EBITDA margin* del 32%;
- 3) Siemens che, grazie alla sua divisione digitale (€16mld di ricavi e 18-19% di adjusted *EBITDA margin* nel 2018), è leader nel segmento dei software industriale, ma questa business unit rappresenta solo il 20% dei ricavi totali di Siemens nel FY18.

Comparando anche la crescita storica e la redditività dei peer con ESAU, notiamo che la marginalità di ESAU è più in linea con le aziende che hanno una maggiore incidenza delle componenti software (per es. Renishaw, Hexagon, Ige+Xao, Dassault, Rockwell e Fanuc), mostrando allo stesso tempo una crescita dei ricavi maggiore.

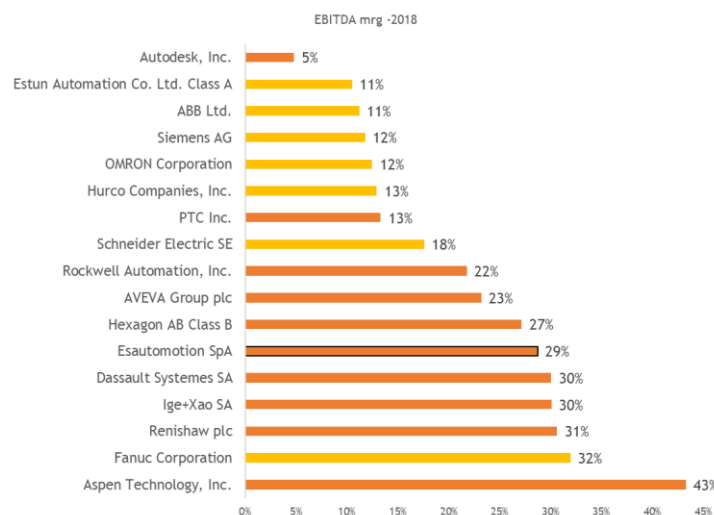
Grafico 18: Analisi comparative in base a ricavi ed EBITDA margin



Fonte: FactSet, elaborazioni di KT&Partners

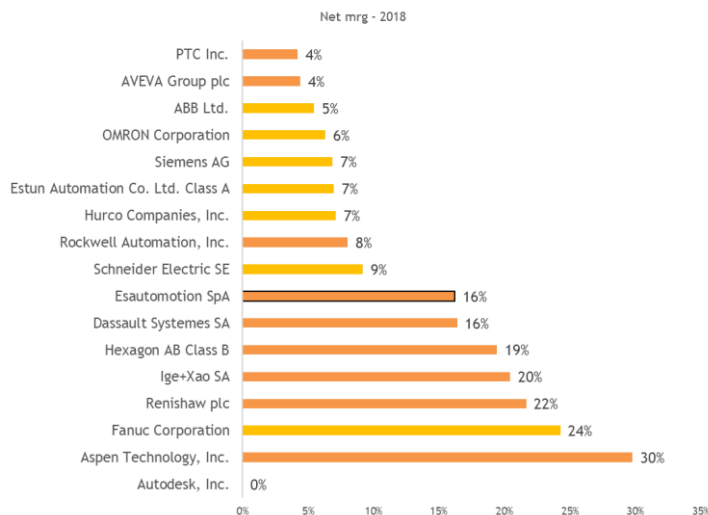
Ulteriori informazioni sulla marginalità del campione di comparable sono riportate nei grafici sottostanti.

Grafico 19: Margine EBITDA aziende comparabili



Fonte: FactSet, elaborazioni di KT&Partners

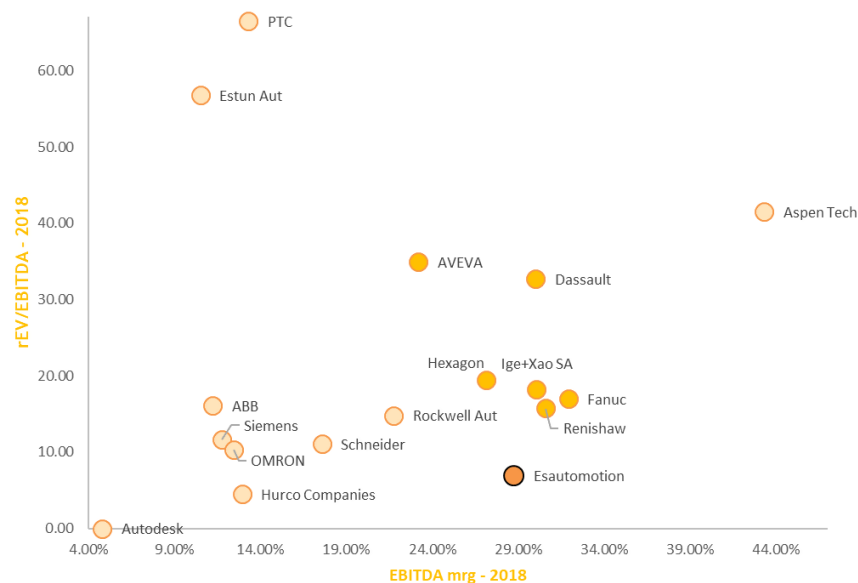
Grafico 20: Net margin aziende comparabili



Fonte: FactSet, elaborazioni di KT&Partners

Per approfondire l'analisi dei comparable, abbiamo deciso di esaminarne la relazione tra il multiplo EV/EBITDA e l'EBITDA margin. Il grafico sottostante mostra che una marginalità maggiore corrisponde a un rapporto EV/EBITDA maggiore. Tuttavia, nonostante l'alta redditività, ESAU sembra essere sottostimata rispetto alle aziende comparabili che presentano un EBITDA margin simile.

Grafico 21: Analisi comparativa per EV/EBITDA e EBITDA margin



Fonte: FactSet, elaborazioni di KT&Partners

Nella tabella sottostante, riportiamo i multipli di mercato 2018, 2019 e 2020 dell'intero campione, divisi tra società di automazione pure software e società hardware/software, con queste ultime che mostrano valori medi/mediani dei multipli più bassi.

Tabella 9: Imprese solo software e HW/SW di automazione industriale

	Company Name	Exchange	Market Cap	EV/SALES 2018	EV/SALES 2019	EV/SALES 2020	EV/EBITDA 2018	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020	EV/EBIT 2018	EV/EBIT 2019	EV/EBIT 2020	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020
Pure Software Companies	Dassault Systemes SA	Euronext Paris	34,601	9.2x	8.1x	7.2x	30.7x	22.5x	19.9x	39.7x	24.8x	22.1x	n.m	37.3x	33.2x
	Renishaw plc	London	2,931	4.3x	4.2x	3.9x	18.4x	16.2x	14.2x	26.0x	21.9x	18.8x	28.0x	26.3x	22.7x
	Hexagon AB Class B	OMXStockholm	15,105	4.6x	4.4x	4.2x	17.0x	13.4x	12.4x	19.1x	18.0x	16.4x	20.7x	20.7x	18.2x
	Rockwell Automation, Inc.	NYSE	16,984	3.2x	3.0x	3.0x	14.9x	13.3x	13.3x	16.8x	15.0x	14.9x	37.8x	20.4x	18.9x
	Aspen Technology, Inc.	NASDAQ	7,576	14.7x	14.0x	12.8x	30.2x	27.9x	24.7x	31.1x	28.3x	25.3x	32.9x	32.1x	28.8x
	AVEVA Group plc	London	6,724	7.6x	7.2x	6.8x	32.6x	26.1x	23.2x	n.m	27.5x	25.8x	n.m	35.3x	31.1x
	PTC Inc.	NASDAQ	6,887	6.9x	6.1x	5.4x	n.m	22.4x	17.4x	n.m	27.0x	20.9x	n.m	36.5x	26.9x
	Autodesk, Inc.	NASDAQ	29,378	13.7x	10.2x	8.4x	n.m	n.m	24.2x	n.m	n.m	26.6x	n.m	n.m	32.4x
	Ige+Xao SA	Euronext Paris	211.31	6.48	5.97	5.73	21.54	18.57	17.76	22.64	19.65	18.74	33.10	27.09	25.16
Hardware/Software Automation Companies	ABB Ltd.	SIX Swiss	35,855	1.8x	1.6x	1.6x	15.9x	13.5x	11.0x	22.6x	23.2x	15.0x	27.9x	26.9x	18.2x
	Siemens AG	XETRA	81,005	1.3x	1.3x	1.2x	11.0x	10.6x	9.9x	16.9x	15.8x	13.9x	14.3x	16.3x	15.0x
	Schneider Electric SE	Euronext Paris	44,731	1.9x	1.8x	1.8x	11.1x	10.6x	9.9x	13.6x	12.9x	11.9x	19.0x	17.7x	15.6x
	Hurco Companies, Inc.	NASDAQ	198	0.5x	n.a.	n.a.	4.2x	n.m	n.m	4.7x	n.m	n.m	11.0x	n.m	n.m
	Fanuc Corporation	Tokyo	33,364	5.5x	5.8x	5.2x	17.2x	21.2x	17.1x	21.3x	31.4x	23.6x	27.8x	43.8x	33.9x
	OMRON Corporation	Tokyo	10,629	1.4x	1.6x	1.5x	11.6x	13.1x	11.1x	16.2x	20.3x	16.6x	25.1x	29.5x	25.0x
	Estun Automation Co. Ltd. Class A	Shenzhen	964	5.8x	5.0x	3.9x	n.m	n.m	27.1x	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	43.9x
	Average peer group		20,447	5.6x	5.3x	4.8x	18.2x	17.7x	16.9x	20.9x	22.0x	19.3x	25.2x	28.4x	25.9x
	Median peer group		12,867	5.0x	5.0x	4.2x	17.0x	16.2x	17.1x	20.2x	21.9x	18.8x	27.8x	27.1x	25.2x
	Esautomation SpA	Milan	37	1.6x	1.6x	1.4x	5.9x	7.4x	6.1x	7.9x	11.5x	9.4x	12.5x	15.3x	13.9x
	Average peer - Software		13,378	7.86	7.00	6.39	23.62	20.06	18.56	25.88	22.75	21.05	30.49	29.45	26.36
	Median peer - Software		7,576	6.93	6.06	5.73	21.54	20.50	17.76	24.34	23.35	20.91	32.90	29.61	26.91
	Average peer - Other		29,535	2.6x	2.9x	2.5x	11.8x	13.8x	14.4x	15.9x	20.7x	16.2x	20.8x	26.8x	25.3x
	Median peer - Other		33,364	1.8x	1.7x	1.7x	11.3x	13.1x	11.0x	16.5x	20.3x	15.0x	22.0x	26.9x	21.6x
	Esautomation SpA	Milan	37	1.6x	1.6x	1.4x	5.9x	7.4x	6.1x	7.9x	11.5x	9.4x	12.5x	15.3x	13.9x

Fonte: FactSet, elaborazioni KT&Partners

Valutazione multipli di mercato

Alla luce della analisi condotta precedentemente sul segmento di business, la marginalità e la crescita, abbiamo deciso di restringere ulteriormente il nostro campione includendo solo quelle imprese che abbiamo ritenuto essere più in linea con il profilo di ESAU.

Tabella 10: Peer Comparison - Multipli di mercato 2018-20

Company Name	Exchange	Market Cap	EV/SALES 2018	EV/SALES 2019	EV/SALES 2020	EV/EBITDA 2018	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020	EV/EBIT 2018	EV/EBIT 2019	EV/EBIT 2020	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020
Fanuc Corporation	Tokyo	33,364	5.5x	5.8x	5.2x	17.2x	21.2x	17.1x	21.3x	31.4x	23.6x	27.8x	43.8x	33.9x
Renishaw plc	London	2,931	4.3x	4.2x	3.9x	18.4x	16.2x	14.2x	26.0x	21.9x	18.8x	28.0x	26.3x	22.7x
Dassault Systemes SA	Euronext Paris	34,601	9.2x	8.1x	7.2x	30.7x	22.5x	19.9x	39.7x	24.8x	22.1x	n.m	37.3x	33.2x
Hexagon AB Class B	OMXStockholm	15,105	4.6x	4.4x	4.2x	17.0x	13.4x	12.4x	19.1x	18.0x	16.4x	20.7x	20.7x	18.2x
Rockwell Automation, Inc.	NYSE	16,984	3.2x	3.0x	3.0x	14.9x	13.3x	13.3x	16.8x	15.0x	14.9x	37.8x	20.4x	18.9x
Ige+Xao SA	Euronext Paris	211	6.5x	6.0x	5.7x	21.5x	18.6x	17.8x	22.6x	19.7x	18.7x	33.1x	27.1x	25.2x
Average peer group		17,199	5.6x	5.2x	4.9x	19.9x	17.5x	15.8x	24.3x	21.8x	19.1x	29.5x	29.3x	25.3x
Median peer group		16,044	5.0x	5.1x	4.7x	17.8x	17.4x	15.6x	22.0x	20.8x	18.8x	28.0x	26.7x	23.9x
Esautomotion SpA	Milan	37	1.6x	1.6x	1.4x	5.9x	7.4x	6.1x	7.9x	11.5x	9.4x	12.5x	15.3x	13.9x

Fonte: FactSet, elaborazioni di KT&Partners

Abbiamo basato la nostra valutazione sui valori mediani 2019 e 2020 dei multipli EV/EBITDA e P/E e sulle nostre stime dell'EBITDA e dell'utile netto di ESAU per il 2019 e il 2020. Inoltre, abbiamo applicato uno sconto size/liquidità del 25% per tenere conto delle differenze dal campione di peer.

Tabella 11: Valutazione tramite multipli di mercato

Multiple Valuation (€mln)	2019E	2020E
EV/EBITDA Comps	17.4x	15.6x
ESA EBITDA	4.0	4.9
Enterprise value	70.2	76.0
ESA FY18E PFN	-7.7	-7.7
Equity Value	77.9	83.7
Media Equity Value	80.8	
Liquidity Discount	25%	
Equity Value Post-Discout	60.6	
# azioni (migliaia)	13,103	
Prezzo per azione €	4.6	
Multiple Valuation (€mln)	2019E	2020E
P/E Comps	26.7x	23.9x
ESA Net Income	2.5	2.7
Equity Value	65.6	64.6
Media Equity Value	65.1	
Liquidity Discount	25%	
Equity Value Post-Discout	48.8	
# azioni (migliaia)	13,103	
Prezzo per azione €	3.7	
Fair Value (Media)	4.2	

Fonte: FactSet, elaborazioni di KT&Partners

Modello DCF

Abbiamo condotto la nostra valutazione anche mediante un modello DCF a 4 anni, basato su un costo del capitale del 10,1%, un costo del debito del 3,0% e un D/E target del 27%, in linea con il rapporto medio D/E osservato per le aziende quotate che operano in settori simili.⁷ Abbiamo pertanto ottenuto un WACC dell'8,5%.⁸

Attualizzando il flusso di cassa annuale 2019E-2021E e considerando un tasso di crescita costante dell'1,5%, ne deriva un prezzo di mercato di €4,3ps.

Tabella 12: Valutazione DCF

€ mln	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	2,602	3,175	4,136	5,430
Imposte	(477)	(582)	(758)	(996)
Ammortamenti e svalutazioni	1,340	1,593	1,696	1,725
Variazione CCN	(427)	(644)	(610)	(746)
Variazione Fondi	233	240	250	261
Net Operating Cash Flow	3,270	3,783	4,714	5,674
Capex	(1,829)	(1,979)	(1,963)	(2,052)
FCFO	1,442	1,804	2,751	3,622
g	1.5%			
Wacc	8.5%			
FCFO (attualizzati)	1,414	1,631	2,293	2,784
FCFO attualizzati cumulati	8,122			
TV	52,712			
TV (attualizzato)	40,504			
Enterprise Value	48,626			
PFN FY2018A	(7,656)			
Equity Value	56,282			
# azioni (k)	13,103			
Prezzo per azione (€)	4.30			

Fonte: FactSet, elaborazioni di KT&Partners

⁷ Fonte: sito web di Damodaran.

⁸ Ulteriori input: (i) beta 1,03; (ii) tasso risk-free dello 0,93%; (iii) premio per il rischio azionario del 5,96% (fonte: sito web di Damodaran); e (iv) size-premium del 3,0%.

DISCLAIMER

QUESTO DOCUMENTO È STATO REDATTO DA KT&PARTNERS S.R.L., CON SEDE LEGALE IN VIA DELLA POSTA 10, MILANO, ITALIA, REGISTRO DELLE IMPRESE DI MILANO N° 1926922, SPECIALIZZATA IN RICERCA E ANALISI FINANZIARIA (DI SEGUITO DENOMINATA “KT&PARTNERS”).

KT&PARTNERS HA REDATTO QUESTO DOCUMENTO PER CONTO DI ESAUTOMOTION S.P.A. E SULLA BASE DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI PUBBLICHE FORNITE DALLA STESSA O DERIVANTI DA FONTI RITENUTE SERIE E AFFIDABILI DAL MERCATO FINANZIARIO MA LE CUI ASSOLUTE AFFIDABILITÀ, COMPLETEZZA E ACCURATEZZA NON POSSONO ESSERE GARANTITE.

KT&PARTNERS HA REDATTO QUESTO DOCUMENTO SU INCARICO DELLO SPECIALIST BPER BANCA S.P.A. AI SENSI DELL'ART. 35 DEL REGOLAMENTO EMITTENTI AIM ITALIA.

QUESTO DOCUMENTO È A SCOPO PURAMENTE INFORMATIVO E NON È PARTE DI (NÉ DEVE ESSERLO CONSIDERATO IN ALCUN MODO) UNA PROPOSTA DI VENDITA, SOTTOSCRIZIONE O SCAMBIO, NÉ DI UNA RICHIESTA DI ACQUISTO, SOTTOSCRIZIONE O SCAMBIO DI STRUMENTI/PRODOTTI FINANZIARI O, IN GENERALE, DI INVESTIMENTO; NÉ DEVE ESSERE INTESO COME FORMA DI CONSULENZA PER INVESTIMENTI IN STRUMENTI FINANZIARI.

LE INFORMAZIONI FORNITE IN QUESTO DOCUMENTO NON DEVONO ESSERE INTESE COME UNA RICHIESTA O UN SUGGERIMENTO A CONDURRE O EFFETTUARE TRANSAZIONI SPECIFICHE.

OGNI INVESTITORE DEVE FORMARSI LA PROPRIA OPINIONE ESCLUSIVAMENTE SULLA BASE DELLA PROPRIA VALUTAZIONE DELLE OPPORTUNITÀ DI INVESTIMENTO. QUALSIASI DECISIONE DI INVESTIRE OPERATA SULLA BASE DELLE INFORMAZIONI E ANALISI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO RIMANE DI ESCLUSIVA RESPONSABILITÀ DEL DESTINATARIO DEL PRESENTE DOCUMENTO, CHE DEVE CONSIDERARE QUESTO DOCUMENTO COME UNA MERA FONTE DI INFORMAZIONI E ANALISI PER SUPPORTARE TALE DECISIONE.

IN QUESTO DOCUMENTO SONO STATI ESPOSTI STIME E GIUDIZI LA CUI ADERENZA ALLE FUTURE TENDENZE DI PREZZO NON È GARANTITA IN ALCUN MODO. KT&PARTNERS NON GARANTISCE NÉ IMPLICITAMENTE NÉ ESPLICITAMENTE LE PERFORMANCE O IL RISULTATO DI UN QUALSIASI INVESTIMENTO O PROIEZIONE EFFETTUATI.

DUNQUE, KT&PARTNERS, I SUOI RAPPRESENTANTI E/O DIPENDENTI NON SARANNO RESPONSABILI PER ALCUN EFFETTO DERIVANTE DALL'USO DI QUESTO DOCUMENTO, E CON LA PRESENTE DECLINANO QUALSIASI RESPONSABILITÀ PER QUALUNQUE DANNO DIRETTO O INDIRETTO, FINANZIARIO O DI ALTRO GENERE, POSSA DERIVARE DA UN USO QUALSIASI DELLE INFORMAZIONI QUI CONTENUTE.



Via della Posta, 10 - Piazza Affari, 20123 Milano - Italia
Tel: +39.02.83424007 Fax: +39.02.83424011
segreteria@ktepartners.com

