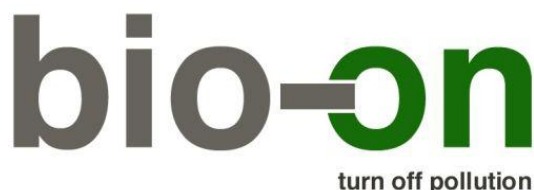


**RACCOMANDAZIONE
BUY**
Target Price
22,69 €

Settore: Biotecnologie
Codice di negoziazione Bloomberg: ON IM

Prezzo al 24/03/2017
17,48 €

Capitalizzazione di Borsa: 463.701.137 €
Numero di azioni: 26.527.525 *
Patrimonio netto 2016 E: 13.435.000,64 €

(*) fully diluted sulla base del prossimo esercizio di warrant

**Data ed ora
di produzione:**
27.03.2017 ore 12.00

**Data ed ora
di prima diffusione:**
31.03.2017 ore 11.00

**Ufficio Ricerca
ed Analisi**
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig

Tel. +39 0669933.413

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

Bio-On avvia la propria produzione di PHAS

- Bio-On realizza bio plastiche del tipo PHA (poliidrossialcanoati) grazie ad una tecnologia da essa stessa sviluppata a partire da sottoprodotti agricoli;
- I bio polimeri sono ottenuti da fonti vegetali rinnovabili, senza alcuna competizione con le filiere alimentari e sono al 100% biodegradabili;
- L'azienda, che fino ad oggi era attiva solamente nella cessione di licenze per l'utilizzo del proprio processo produttivo, sta ora avviando la diretta costruzione di un primo impianto produttivo il quale dovrebbe entrare in funzione entro la fine dell'anno corrente; la produzione sarà incentrata sui polimeri speciali, caratterizzati da una maggiore marginalità e destinati a nicchie merceologiche molto specifiche, come il settore della cosmesi;
- Nel 2019 è prevista la realizzazione di un secondo impianto dedicato ad applicazioni mediche ed alla "bioremediation";
- Per il periodo 2016-2021 stimiamo una crescita media annua del valore della produzione pari al 75,03%. L'Ebitda dovrebbe poter crescere ad un cagr pari al 102,85% mentre il risultato netto d'esercizio portarsi dagli 1,3 milioni di euro del 2016 a 45,6 milioni di euro nel 2021.

Anno al 31/12 (k €)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Valore della Produzione	8.225	14.160	42.385	68.070	111.105	135.110
Valore Aggiunto	3.874	9.215	29.320	52.114	82.336	101.172
EBITDA	2.274	7.129	20.576	38.136	63.350	78.112
EBIT	1.964	6.780	18.727	36.287	59.134	73.862
Utile netto	1.329	4.086	11.376	22.283	36.494	45.621
Cash-flow	1.639	4.435	13.225	24.132	40.710	49.871
Pfn	5.323	77.173	79.944	83.441	138.111	151.150
Roe	9,89	4,17	10,37	16,26	20,21	24,04

Stime: Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

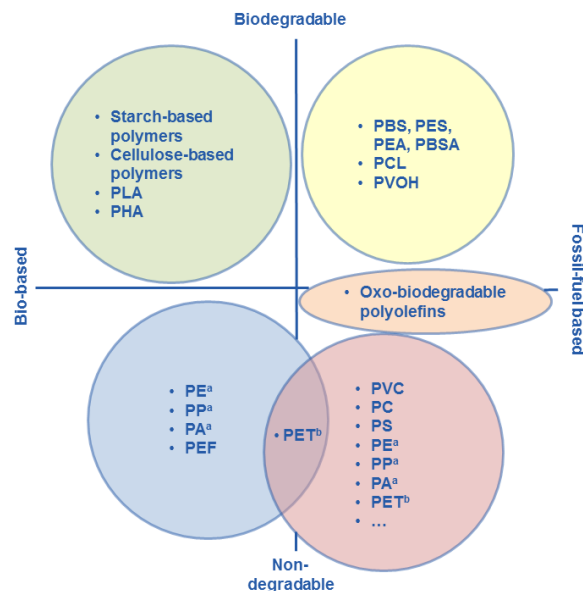
Il crescente inquinamento ambientale globale, causato in buona parte dall'utilizzo di prodotti in plastica, sta creando una sempre maggiore attenzione verso prodotti "eco-friendly".

Secondo la "European Bioplastic Association", il termine bioplastica dovrebbe definire esclusivamente un materiale plastico biodegradabile derivato da materie prime rinnovabili (normativa europea EN1342).

In realtà, con il termine bioplastica vengono definiti tutti i polimeri derivanti da materie prime rinnovabili, biodegradabili e non, nonché quelli biodegradabili derivanti da materiali petrolchimici.

Bio-On è attiva a livello mondiale nel settore delle moderne biotecnologie, focalizzandosi sullo sviluppo e la produzione di bioplastiche del tipo "PHA" (*poliidrossialcanoati*), al 100% biodegradabili ed ottenute da sottoprodotti "no food".

Le bioplastiche vengono divise in quattro segmenti ove evidenziamo la distinzione tra bioplastiche biobased *biodegradabili* e biobased *non biodegradabili*. Le PHA di Bio-On fanno parte della prima categoria.

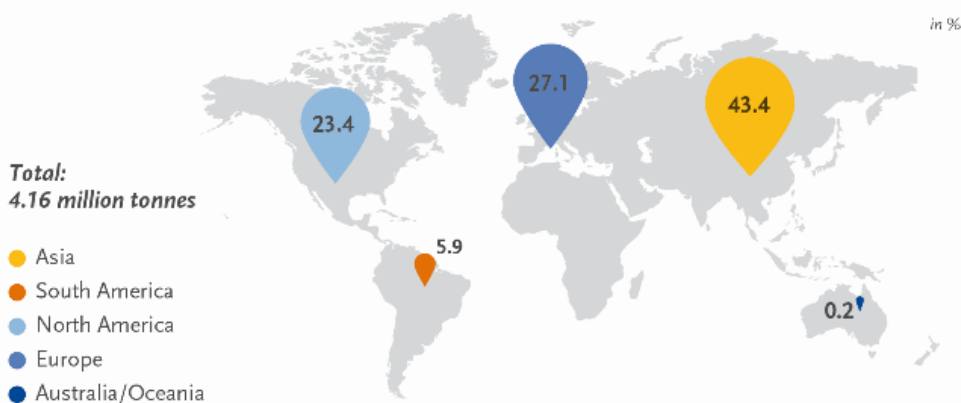


Fonte: www.foodpackagingforum.org

Nel 2016 la produzione di bioplastiche a livello internazionale è stata pari a 4,16 milioni di tonnellate attribuibili per il 43,4% all'area asiatica, seguita dall'Europa per il 27,1% e dal Nord America per il 23,4%; marginale risulta, invece, la produzione di bioplastiche in Sud America (5,9%) ed in Australia (0,2%).

Per il 2021 è previsto che più del 45% della produzione di materiale bioplastico venga realizzato in Asia e circa un quarto in Europa. Inoltre è attesa una crescente specializzazione nel settore.

Global production capacities of bioplastics in 2016 (by region)



Source: European Bioplastics, nova-Institute (2016).

More information: www.bio-based.eu/markets and www.european-bioplastics.org/market



Le bioplastiche, attualmente, rappresentano circa l'1% sul totale del materiale plastico complessivo annualmente prodotto, a conferma del potenziale di crescita di questa specifica nicchia di mercato. Entro il 2021 è atteso un incremento del mercato pari al 47% (si passerebbe dalle 4,16 milioni di tonnellate prodotte nel 2016 alle 6,11 milioni di tonnellate stimate nel 2021).

Le materie plastiche bio-based e quelle non biodegradabili rappresentano i principali driver di questa crescita; infatti il 76,8% della produzione mondiale di bioplastiche, nel 2016, è stata bio-based e tale quota salirà al 79,4% nel 2021.

Per le materie plastiche biodegradabili, come il "PLA" (*polylactic acid*) ed il "PHA" (*poliidrossialcanoati*), si stima una crescita da circa 0,9 milioni di tonnellate nel 2016 a quasi 1,3 milioni di tonnellate nel 2021, ciò grazie al potenziamento degli impianti produttivi in Asia e negli Stati Uniti e all'avvio del primo impianto PHA in Europa, sulla spinta della crescente domanda di prodotti non dannosi per l'ambiente.

Tra i settori in cui si riscontra maggiore impiego di materiale bioplastico vi è quello del packaging, con una quota del 39% ed 1,6 milioni di tonnellate, seguito dai beni di consumo (22% con 0,9 milioni di tonnellate), il settore automotive (14% con 0,6 milioni di tonnellate), l'edilizia (13% con 0,5 milioni di tonnellate), il comparto tessile (6%, 0,2 milioni di tonnellate), l'agricoltura (3%, 0,2 milioni di tonnellate) e soltanto una quota del 2,5% per il settore dell'elettronica con 0,1 milioni di tonnellate di materiale bioplastico.

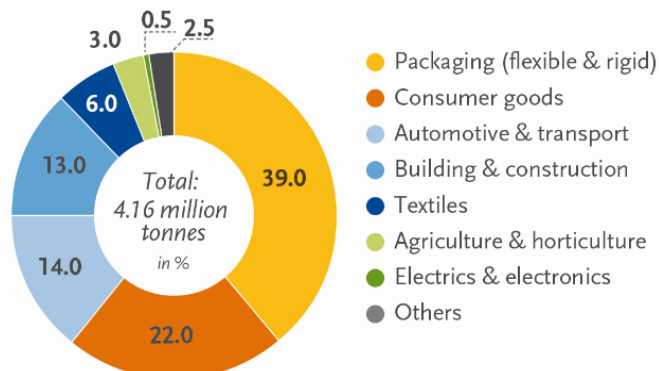
Global production capacities of bioplastics



Source: European Bioplastics, nova-Institute (2016).

More information: www.bio-based.eu/markets and www.european-bioplastics.org/market

Global production capacities of bioplastics in 2016 (by market segment)



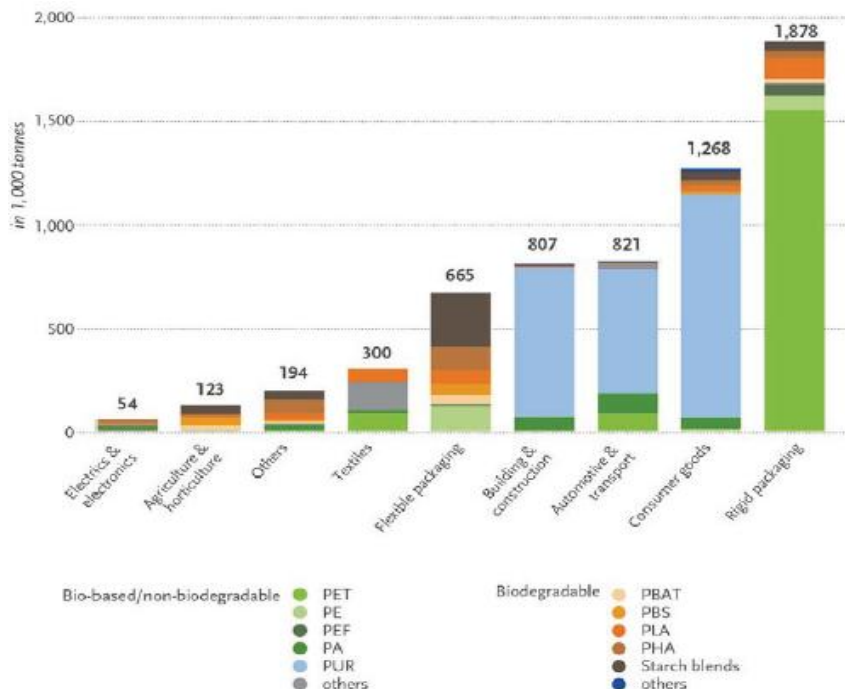
Fonte: European Bioplastics 2016

Attualmente, la maggior parte delle bioplastiche non biodegradabili viene impiegata nell'industria del packaging rigido per beni di consumo, nel settore delle costruzioni ed in quello dell'automotive. Questi polimeri bio-based, non essendo ancora biodegradabili, generano non indifferenti quantitativi di rifiuti. Il settore del packaging, in particolare, risulta pertanto molto interessato alla biodegradabilità dei propri prodotti.

I polimeri biodegradabili, invece, trovano largo impiego nei settori del packaging flessibile (es. shopper), in quello agricolo ed in misura minima nel settore del packaging rigido, conquistando a poco a poco nuove nicchie di mercato.

La famiglia dei PHA, per esempio, sviluppata da Bio-On, comincia a trovare applicazione nei settori automotive, beverage, elettronica, imballaggio, tessile e farmaceutico. Ultimamente si sono aggiunti, grazie a delle bioplastiche "speciali", i settori della diagnostica medica e della cosmesi.

Global production capacities of bioplastics in 2016 (by market segment)

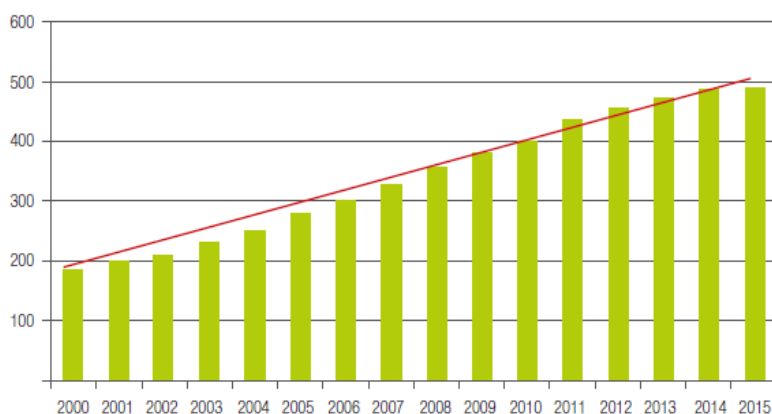


Fonte: European Bioplastics 2016

In Italia, nel 2016, il settore delle bioplastiche ha riportato, sulla base di dati preliminari, un fatturato pari a 475 milioni di euro, con una crescita del 10% rispetto al 2015; le aziende operanti nel settore sono aumentate del 5%, attestandosi a 210 aziende attive con 2 mila addetti (+5,5% dal 2015). La produzione nazionale di materie bioplastiche è salita a 54 mila tonnellate, con un aumento del 25% rispetto all'anno precedente e destinata per il 73% alla produzione di shopper monouso, il 17% ai sacchi per la raccolta della frazione organica ed il restante 18% ai manufatti per l'agricoltura, la ristorazione, il packaging alimentare e l'igiene della persona.

In merito al mercato delle biotecnologie, questo ha chiuso il 2015 con 489 aziende attive nel settore (di cui 240 sono a capitale italiano ed il 50% piccole e medie imprese) ed un fatturato di circa 9,4 milioni di euro.

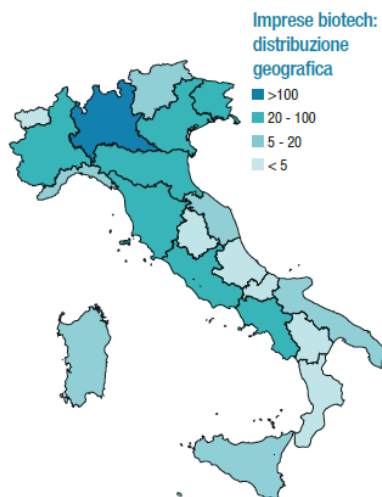
Numero di imprese biotech in Italia



Fonte: ENEA - Servizio Industria e Associazioni Imprenditoriali

Tale crescita è stata favorita dal considerevole incremento degli investimenti in Ricerca&Sviluppo che per il 2015 hanno raggiunto una quota del 75% dell'investimento totale.

Tra le principali regioni italiane per presenza di aziende biotecnologiche vi è la Lombardia, con una quota del 28,83%, seguita dal Piemonte (11,66%), Lazio (9,20%), Emilia Romagna (9%) e Toscana (7,98%).



Fonte: Assobiotech – le imprese di biotecnologie in Italia, 2016

Proprio a sostegno dell'innovazione, il Governo italiano ha adottato diverse misure tra le quali:

- Il riconoscimento di status di "start up innovativa".
- L'introduzione di un credito d'imposta sulla ricerca.
- L'adozione di un regime di tassazione agevolata sui redditi da proprietà intellettuale (Patent Box).
- Il riconoscimento dello status di Pmi innovativa.

Attività & Strategie

Bio-On è attiva nel settore delle biotecnologie. In particolare, si occupa di trovare soluzioni per la produzione di bioplastiche al 100% biodegradabili e realizzate partendo da prodotti "no food" quali scarti agricoli come canna, barbabietole da zucchero, glicerolo grezzo (scarto del biodiesel) e gli scarti della lavorazione delle patate. Nel prossimo futuro potrebbero aggiungersi, quali materie prime da impiegare nel processo di produzione, scarti del legno, l'umido, rifiuti domestici e, più in generale, fonti di carbonio da scarto delle produzioni agro-industriali.

L'azienda ha creato una bioplastica del tipo "PHA" (*poliidrossialcanoati*) impiegando una propria tecnologia sviluppata *in house*. Oltre alla ricerca e allo sviluppo di sempre più innovative metodologie per la produzione di materiale completamente biodegradabile, la società concede licenze ed offre servizi accessori per la produzione del "MinerPHA" per applicazioni nei settori: automotive, bevande, elettronica, imballaggio, tessile, medico, farmaceutico e nel campo della cosmesi.

La fine delle quote per lo zucchero, prevista in Europa entro settembre del 2017, dovrebbe avere un effetto positivo sulla concessione delle licenze in quanto il business dello zucchero sarà meno remunerativo e quindi aumenterà la necessità, da parte degli zuccherifici di dover diversificare le proprie attività aggiungendo nuovi segmenti quali, per esempio, la produzione di bioplastiche del tipo PHA.

Inoltre, aumenterà la competitività del PHA sul mercato grazie ad una possibile riduzione di prezzo dello zucchero e dei suoi sottoprodotti.

Bio-On ha deciso ora di entrare direttamente nella produzione di poliidrossialcanoati, oltre al business della concessione di licenze (*licensing*). La produzione riguarderà le bioplastiche "speciali", in particolare destinate al settore cosmetico, medico ed alla "bioremediation" (l'utilizzo di bioplastica per rimediare allo sversamento di idrocarburi in mare o terra).

Il primo impianto, dedicato alla cosmesi, dovrebbe essere realizzato entro la fine dell'anno corrente ed entrare a regime nel 2018. La costruzione è prevista in provincia di Bologna a Castel San Pietro Terme.

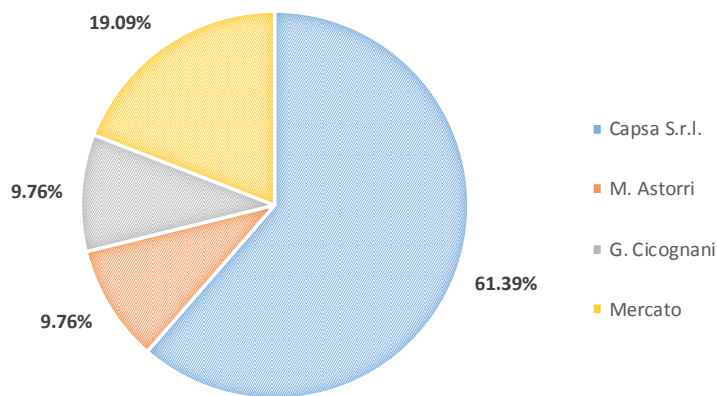
Nel 2019 dovrebbe essere realizzato un secondo impianto, adiacente al primo, dedicato alla "teranostic" (impiego di microcapsule in bio plastica per realizzare indagini diagnostiche o terapie antitumorali) ed alla "bioremediation".

Struttura del Gruppo

Gli azionisti di riferimento sono rappresentati da "Capsa s.r.l." (società che detiene la partecipazione di controllo, in capo ai Signori Astorri e Cicognani) con il 61,39% e, direttamente, da Marco Astorri e Guido Cicognani entrambi con il 9,76%. Al mercato fa capo il 19,09% del capitale della società.

Attualmente il capitale sociale è composto da complessive 14.661.253 azioni. Tra il primo ed il 15 maggio dell'anno corrente è previsto il terzo ed ultimo periodo di esercizio dei warrant ad un prezzo di esercizio pari a 6,655 euro. La conversione prevista dal regolamento è nel rapporto di un'azione per ogni warrant posseduto.

Gli outstanding warrant ammontano, a 11.866.272 di cui solo 1.667.069 detenuti dal mercato. Ne ipotizziamo una conversione completa che porterà il numero totale di azioni a 26.527.525. L'esercizio dei warrant dovrebbe apportare alla società 78.970.040 euro dei quali 118.663 da destinare all'aumento del capitale sociale ed i restanti 78.851.377 euro a riserva sovrapprezzo azioni, dotando Bio-On di un patrimonio molto solido, per fronteggiare i nuovi investimenti.



Fonte: Bio-On



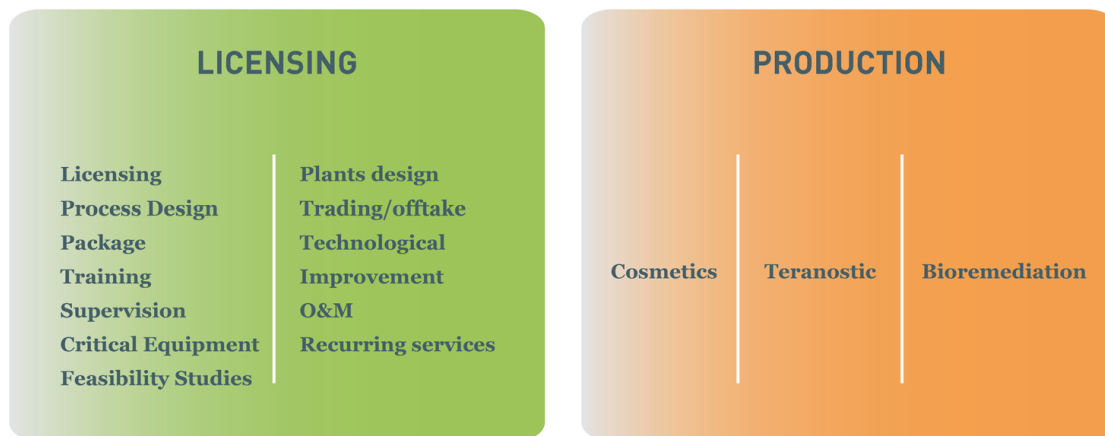
Del Gruppo Bio-On fanno parte “Bio-On Plants S.r.l.” (detenuta al 100%) e le due Joint Venture “Sebiplast S.r.l.” (49,9%) e la francese “B-Plastic s.a.s.” (50%).

Entrambe le Joint Venture sono società destinate alla produzione di PHA da vendere in seguito sul mercato. “Sebiplast s.r.l.” è stata costituita, nel mese di settembre 2015, con il “Gruppo Maccaferri” allo scopo di realizzare, nel sito industriale di proprietà di “Eridania S.p.A”, un impianto di PHA integrato. Il contributo di Bio On alla Joint Venture è principalmente focalizzato sullo sviluppo tecnologico e supporto al marketing di prodotto.

Per quanto attiene alla Joint Venture “B-Plastic s.a.s.”, società originariamente del Gruppo francese “Cristal Union” e a partire dal 31 dicembre 2015 a controllo congiunto, l’apporto principale di Bio On consiste nello sviluppo della tecnologia e nella creazione di nuove applicazioni di prodotti da destinare al mercato francese.

- Attualmente il Gruppo dispone di 4 laboratori di ricerca: Hawaii, Minerbio, Bentivoglio e l’Università di Bologna. Ne sono previsti altri 2, uno a Castel San Pietro Terme (BO), adiacente all’impianto produttivo in costruzione e uno in località da definirsi.
- Proseguono le collaborazioni con “Flos”, leader nel mercato dell’illuminazione, per la produzione di modelli in plastica biodegradabile; con “Magna” nel settore automotive e con “Akzo Nobel/Solvay” nel segmento delle vernici marine. Tutti e tre i contratti sono del tipo continuativo e di lungo termine, per lo sviluppo di vari tipi di bio polimeri.
- Verso la fine del 2016 (22 dicembre) Bio-On ha siglato, con una multinazionale leader nel proprio settore, un nuovo accordo “multi licenza”, del valore di 55 milioni di euro per i prossimi tre anni. L’accordo prevede la sostituzione della plastica tradizionale con bio polimeri ricavati da residui agro-industriali. Una prima licenza è già stata attivata con la firma del contratto mentre una seconda sarà attivata entro il primo semestre del 2017. Sono stati sottoscritti anche due ulteriori accordi per lo studio e lo sviluppo di nuove applicazioni dei materiali (valore 1 milione di euro).
- Bio-On ha siglato un accordo con l’inglese “Greenenergy International Limited” in merito ad una collaborazione tecnica, la prima in Gran Bretagna, al fine di verificare la possibile produzione di PHAs ricavata da co-prodotti della produzione di biodiesel, in particolare da glicerolo. La collaborazione è finalizzata alla costruzione, in Gran Bretagna, di un sito produttivo da 5 mila tonnellate l’anno ed espandibile fino a 10 mila tonnellate l’anno.
- Nel corso dell’attuale esercizio, è partita la realizzazione del primo impianto di produzione di proprietà di Bio-On. La controllata “Bio-on Plants” dovrebbe gestire l’impianto di produzione di PHAs per impieghi speciali di Castel San Pietro Terme (BO). Il laboratorio di Castel San Pietro Terme, attualmente in costruzione, sarà dedicato alla ricerca di prodotti cosmetici e biomedicali le cui attuali attività di ricerca sono ripartite fra Bentivoglio e l’Università di Bologna. L’investimento complessivo previsto è di 15 milioni di euro. Il nuovo impianto potrà produrre fino a 1.000 tonnellate/anno. La produzione è prevista a regime entro il primo trimestre del 2018. Saranno prodotte bioplastiche “speciali”, caratterizzate da un’alta marginalità e da un alto contenuto tecnologico, con una gamma di prodotti per la cosmesi come le micro perline destinate a sostituire le micro particelle di plastica inquinanti presenti oggi nei cosmetici ed ormai vietate già per legge in molti Paesi.
- Nel 2019 è prevista la realizzazione di un secondo impianto di produzione, adiacente al primo, con un allargamento della produzione verso la “teranostica” (impiego di microcapsule in bioplastica per indagini diagnostiche o terapie antitumorali) e la “bioremediation” o “biorecovery”. L’investimento previsto sarà di circa 25 milioni di euro.

Il futuro modello di business prevede quindi di affiancare al licensing la produzione diretta di PHAs per i settori: cosmesi, teranostica e bioremediation.



Fonte: Bio-ON

In merito ai nuovi segmenti della produzione, sono in fase di trattativa dei “Memorandum of Understanding” che potrebbero essere finalizzati nei prossimi mesi. La società intende sottoscrivere “MoU” solo a ridosso dell’entrata in produzione dell’impianto (fine del 2017).



SWOT Analysis

- **Strenghts**

- Elevate barriere all'ingresso
- Utilizzo di sottoprodotti "no food"
- No Ogm
- No utilizzo solventi organici
- Bassi costi logistici
- Minori costi di energia rispetto ai competitors

- **Weaknesses**

- Regolamentazione non stringente sia in Europa che nelle Americhe
- Tuttora sensibile "gap" tra i costi di produzione di plastiche tradizionali e quelle "bio"
- Una maggiore diffusione delle bioplastiche è attesa solo nel medio- lungo periodo
- Anche la bioplastica necessiterebbe di una corretta raccolta a fine ciclo vita
- Dipendenza geografica - la produzione di bioplastiche dipende dalla disponibilità di materia prima

- **Opportunities**

- La tecnologia sviluppata ha potenziali applicazioni in tutti i settori industriali
- Accordi esclusivi con partners industriali per lo sviluppo di nuove "caratterizzazioni"
- Il mercato delle bioplastiche è un mercato di nicchia ma ad alto potenziale di crescita
- Una maggiore regolamentazione favorevole alle bioplastiche in ambito sia nazionale che internazionale
- Crescente attenzione per l'ambiente

- **Threats**

- Crescente concorrenza nel settore delle bioplastiche
- Forte ribasso del prezzo del petrolio tale da rendere sempre più competitive le plastiche tradizionali

Stime FY 2016

EUR (K)	FY2015A	FY2016E	VAR %
Ricavi di vendita	8.011	8.225	2,67
Totale Licensing	8.011	8.225	
Licensing	6.500	5.000	-23,08
PDP	511	1.075	110,37
Studi di mercato	-	680	
Progettazione Impianti	1.000	1.470	47
Altri ricavi e proventi	435	-	
Valore della produzione	8.446	8.225	-2,62
Servizi	2.344	35	-98,51
%	27,75	0,43	
Quote da retrocedere	-	520	
%	-	6,32	
Costo apparecchiature	-	62	
%	-	0,75	
Personale e servizi esterni	-	225	
%	-	2,74	
Amministratori	-	719	
%	-	8,74	
G&A	-	1.850	
%	-	22,49	
Costi commerciali	-	890	
%	-	10,82	
Altri costi commerciali	-	50	
%	-	0,61	
Valore aggiunto	6.102	3.874	-36,51
%	72,25	47,10	
Personale interno	1.093	1.250	14,36
%	12,94	15,20	
Oneri diversi	103	350	
%	1,22	4,26	
Ebitda	4.906	2.274	-53,65
%	58,09	27,65	
Ammortamenti & Svalutazioni	1.400	310	-77,86
Ebit	3.506	1.964	-43,98
%	41,51	23,88	
Oneri (Proventi) finanziari	28	(180)	
Utile Ante Imposte	3.478	2.144	-38,36
%	41,18	26,07	
Imposte	469	815	
Tax rate (%)	13,48	38	
RISULTATO NETTO	3.009	1.329	-55,82
%	35,63	16,16	
Cash Flow	4.409	1.639	-62,82
%	52,20	19,93	
PFN	7.645	5.323	

Stime: Banca Finnat

Per il 2016 stimiamo una crescita del fatturato pari al 2,67%. Il 22 dicembre scorso è stato siglato con un partner internazionale un contratto di multi licensing per un valore di 55 milioni di euro.

Abbiamo previsto maggiori ricavi, rispetto a quanto conseguito nell'esercizio 2015 (+110,37%) derivanti da servizi accessori quali il PDP "Process Design Package" (ingegneria di base dell'impianto) e dalla "progettazione impianti" (+47%).

Costi crescenti, in particolare legati al personale e alle attività commerciali, in linea con lo sviluppo del business, dovrebbero pesare sull'Ebitda (-53,65%) ed il rispettivo margine reddituale dovrebbe scendere dal 58,09% del 2015 al 27,65% nel 2016.

Nonostante minori accantonamenti, il reddito operativo dovrebbe segnare una contrazione del 43,98% ed il Ros calare dal 41,51% al 23,88%.

Abbiamo stimato un utile netto in calo del 55,82%, dai 3 milioni di euro del 2015 a 1,33 milioni di euro nel 2016. Il net margin dovrebbe passare dal 35,63% al 16,16%.

Prevediamo un Cash Flow in contrazione del 62,82%.

La posizione finanziaria netta dovrebbe scendere dai 7,6 milioni di euro del 2015 a 5,3 milioni a fine anno 2016.

Outlook 2017-2021

EUR (K)	FY2016E	FY2017E	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E	CAGR 16/21
Valore della produzione	8.225	14.160	42.385	68.070	111.105	135.110	75,03
Totale Ricavi Licensing	8.225	14.160	33.110	57.470	79.020	85.500	59,72
Licensing	5.000	10.500	20.000	35.000	45.000	48.000	
PDP	1.075	1.500	2.000	3.500	4.500	5.000	
Training	-	240	620	860	1.440	1.650	
Supervisione	-	750	2.250	3.000	5.250	5.850	
Apparecchi critici	-	-	4.800	8.400	10.800	11.750	
Studi di mercato	680	-	-	-	-	-	
Feasibility studies	-	750	1.000	1.250	1.250	1.250	
Progettazione Impianti	1.470	-	1.000	1.000	1.000	1.000	
Trading/offtake	-	-	-	3.000	4.000	5.000	
Improvement tecnologici	-	-	1.000	1.000	2.000	2.000	
O&M	-	-	-	-	3.300	3.500	
Recurring	-	420	440	460	480	500	
Ricavi Produzione	-	-	9.275	10.600	32.085	49.610	
Materie prime	-	76	1.505	1.707	5.966	6.950	
%	-	0,54	3,55	2,51	5,37	5,14	
Servizi	35	38	705	827	2.487	2.860	141,25
%	0,43	0,27	1,66	1,21	2,24	2,12	
Quote da retrocedere	520	628	1.200	2.100	2.700	2.800	40,03
%	6,32	4,44	2,83	3,09	2,43	2,07	
Costo apparecchiature	62	76	80	82	86	90	7,74
%	0,75	0,54	0,19	0,12	0,08	0,07	
Personale e servizi esterni	225	538	2.756	4.351	7.848	9.350	110,73
%	2,74	3,80	6,50	6,39	7,06	6,92	
Amministratori	719	719	719	719	1.061	1.200	10,79
%	8,74	5,08	1,70	1,06	0,95	0,89	
Manutenzione	-	-	225	225	600	800	
%	-	-	0,53	0,33	0,54	0,59	
G&A	1.850	1.920	3.140	3.140	3.596	4.388	18,86
%	22,49	13,56	7,41	4,61	3,24	3,25	
Costi commerciali	890	890	2.510	2.510	3.820	4.750	39,79
%	10,82	6,29	5,92	3,69	3,44	3,52	
Altri costi commerciali	50	60	225	295	605	750	71,88
%	0,61	0,42	0,53	0,43	0,54	0,56	
Valore aggiunto	3.874	9.215	29.320	52.114	82.336	101.172	92,03
%	47,10	65,08	69,18	76,56	74,11	74,88	
Personale interno	1.250	1.637	7.959	12.600	17.211	20.910	75,67
%	15,20	11,56	18,78	18,51	15,49	15,48	
Oneri diversi	350	449	785	1.378	1.775	2.150	43,77
%	4,26	3,17	1,85	2,02	1,60	1,59	
Ebitda	2.274	7.129	20.576	38.136	63.350	78.112	102,85
%	27,65	50,35	48,55	56,02	57,02	57,81	
Ammortamenti & Svalutazioni	310	349	1.849	1.849	4.216	4.250	68,81
Ebit	1.964	6.780	18.727	36.287	59.134	73.862	106,56
%	23,88	47,88	44,18	53,31	53,22	54,67	
Oneri (Proventi) finanziari	(180)	189	378	346	273	280	
Utile Ante Imposte	2.144	6.591	18.349	35.941	58.861	73.582	102,82
%	26,07	46,55	43,29	52,80	52,98	54,46	
Imposte	815	2.505	6.973	13.658	22.367	27.961	
Tax rate (%)	38	38	38	38	38	38	
RISULTATO NETTO	1.329	4.086	11.376	22.283	36.494	45.621	102,82
%	16,16	28,86	26,84	32,74	32,85	33,77	
Cash Flow	1.639	4.435	13.225	24.132	40.710	49.871	
%	19,93	31,32	31,20	35,45	36,64	36,91	
PFN	5.323	77.173	79.944	83.441	138.111	151.150	
Equity	13.436	98.064	109.736	137.085	180.610	189.737	
CIN	8.113	20.891	29.792	53.644	42.499	38.587	
ROI	24,21	32,45	62,86	67,64	139,14	191,42	
ROE	9,89	4,17	10,37	16,26	20,21	24,04	

Time: Banca Finnat



Per il periodo 2016-2021 stimiamo una crescita media annua del valore della produzione pari al 75,03%. La crescita media annua del segmento "licensing" dovrebbe risultare pari al 59,72% mentre l'apporto del nuovo segmento della produzione, in avvio, dal 2018 registrare una crescita media annua (2018-2021) del 74,88%.

Nel "licensing", Bio On prevede di vendere circa 33 licenze entro il 2021. A questo si dovrebbero poter aggiungere i servizi accessori quali il PDP "Process Design Package", il training, la supervisione, gli apparecchi critici (apparecchiature dal disegno particolare, progettate da Bio On ed indispensabili per la realizzazione degli impianti produttivi secondo gli standard qualitativi previsti nei contratti di licenza), gli studi di fattibilità e la progettazione degli impianti.

Il trading/offtake prevede un crescente coinvolgimento di Bio On nella commercializzazione del prodotto finito, nella veste di intermediario tra i propri clienti produttori ed i propri clienti utilizzatori. Dovrebbero aumentare anche i servizi post produzione e vendita quali gli "improvement tecnologici" ed "O&M" (Operation & Maintenance).

La produzione del primo impianto, dedicato alla cosmesi, dovrebbe partire nel 2018. Nel 2020 si dovrebbe poter aggiungere la produzione di PHAs speciali provenienti dal secondo impianto.

Il crescente volume delle vendite, in particolare delle licenze e l'aggiunta, a partire dal 2018, della produzione, dovrebbe consentire all'Ebitda di registrare una crescita media annua pari al 102,85%, con una marginalità in crescita dal 27,65% nel 2016 al 57,81% nel 2021.

Ammortamenti crescenti (+68,81% nel periodo) non dovrebbero impedire al risultato operativo di segnare una crescita media annua pari al 106,56% con un Ros in crescita dal 23,88% del 2016 al 54,67% a fine periodo previsionale.

Con un tax rate stimato costante al 38%, l'utile dovrebbe aumentare ad un cagr 2016-2021 del 102,82% con un net margin in crescita dal 16,16% al 33,77% a fine periodo previsionale.

La posizione finanziaria netta dovrebbe mantenersi sempre positiva, a partire dai 5,323 milioni di euro nel 2016, beneficiando poi nel 2017 della completa conversione dei warrant portandosi a 77,17 milioni di euro per poi raggiungere i 151,15 milioni di euro nel 2021.

Valuation

Ai fini della valutazione applichiamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel quinquennio 2017/2021.

Fissiamo un tasso di crescita perpetua al 4% e calcoliamo un WACC al 10,95% come risultante di un Free Risk Rate al 2,2%, un Coefficiente Beta pari all'unità ed un Market Risk Premium all'8,75%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 524,82 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **22,69 euro** per azione.

Cash Flow Model (K €)

	FY2017E	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E
EBIT	6.780	18.727	36.287	59.134	73.862
Tax rate	38	38	38	38	38
NOPAT	4.204	11.611	22.498	36.663	45.794
D&A	349	1.849	1.849	4.216	4.250
Capex	15.444	1.000	25.000	1.000	1.000
CNWC	7.200	6.237	1.035	-6.578	-2.916
FOCF	-18.091	6.223	-1.688	46.457	51.960

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	4
WACC (%)	10,95
Discounted Terminal Value	474.474
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	50.350
Enterprise Value	524.824
Net financial position as of 31/12/2017	77.173
Equity Value	601.997
Nr. azioni (k)	26.527,525
Value per share	22,69

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	2,2
Market risk premium	8,75
Beta (x)	1
Cost of Equity	10,95
WACC	10,95

Stime: Banca Finnat

Key to Investment Rankings (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%

HOLD: Expected to perform +/- 10%

REDUCE: Target achieved but fundamentals disappoint

SELL: Downside potential at least 15%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Valore della produzione	8.225	14.160	42.385	68.070	111.105	135.110
Materiali	-	76	1.505	1.707	5.966	6.950
Servizi	35	38	705	827	2.487	2.860
Quote da retrocedere	520	628	1.200	2.100	2.700	2.800
Costo apparecchiature	62	76	80	82	86	90
Personale e servizi esterni	225	538	2.756	4.351	7.848	9.350
Amministratori	719	719	719	719	1.061	1.200
Manutenzione	-	-	225	225	600	800
G&A	1.850	1.920	3.140	3.140	3.596	4.388
Costi commerciali	890	890	2.510	2.510	3.820	4.750
Altri costi commerciali	50	60	225	295	605	750
Valore Aggiunto	3.874	9.215	29.320	52.114	82.336	101.172
Personale interno	1.250	1.637	7.959	12.600	17.211	20.910
Oneri di Gestione	350	449	785	1.378	1.775	2.150
EBITDA	2.274	7.129	20.576	38.136	63.350	78.112
Ammortamenti & Svalutazioni	310	349	1.849	1.849	4.216	4.250
EBIT	1.964	6.780	18.727	36.287	59.134	73.862
Oneri (Proventi) finanziari	(180)	189	378	346	273	280
Utile Ante Imposte	2.144	6.591	18.349	35.941	58.861	73.582
Imposte	815	2.505	6.973	13.658	22.367	27.961
<i>Tax-rate (%)</i>	38	38	38	38	38	38
Risultato Netto	1.329	4.086	11.376	22.283	36.494	45.621
Cash Flow	1.639	4.435	13.225	24.132	40.710	49.871
BALANCE SHEET (Eur k)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Totale Patrimonio Netto	13.436	98.064	109.736	137.085	180.610	189.737
PFN	5.323	77.173	79.944	83.441	138.111	151.150
Capitale Investito Netto	8.113	20.891	29.792	53.644	42.499	38.587
FINANCIAL RATIOS (%)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EBITDA margin	27,65	50,35	48,55	56,02	57,02	57,81
EBIT margin	23,88	47,88	44,18	53,31	53,22	54,67
Net margin	16,16	28,86	26,84	32,74	32,85	33,77
ROI	24,21	32,45	62,86	67,64	139,14	191,42
ROE	9,89	4,17	10,37	16,26	20,21	24,04
GROWTH (%)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Value of production	-	72,16	199,33	60,60	63,22	21,61
EBITDA	-	213,50	188,62	85,34	66,12	23,30
EBIT	-	245,21	176,21	93,77	62,96	24,91
Net Profit	-	207,45	178,41	95,88	63,77	25,01
Cash Flow	-	170,59	198,20	82,47	68,70	22,50
VALUATION METRICS	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
P/E	348,82	113,47	40,76	20,81	12,71	10,16
P/CF	282,86	104,54	35,06	19,21	11,39	9,30
P/BV	34,51	4,73	4,23	3,38	2,57	2,44
EV/SALES	55,73	27,30	9,05	5,59	2,93	2,31
EV/EBITDA	201,57	54,22	18,65	9,97	5,14	4,00
EV/EBIT	233,38	57,01	20,49	10,48	5,51	4,23

Stime: Banca Finnat

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

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

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

BANCA FINNAT AGISCE QUALE OPERATORE SPECIALISTA SUL TITOLO BIO-ON S.p.A. QUOTATO SUL SEGMENTO AIM DI BORSA ITALIANA.

IL SOGGETTO DELL'ANALISI NON DETIENE PARTECIPAZIONI NELLA BANCA SUPERIORI AL 5% DEL SUO CAPITALE AZIONARIO TOTALE.

LA BANCA:

A) NON E' MARKET MAKER O LIQUIDITY PROVIDER PER GLI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DAL SOGGETTO DELL'ANALISI;

B) NON HA SVOLTO NEI 12 MESI PRECEDENTI LA FUNZIONE DI CAPOFILA O CAPOFILA ASSOCIATO DI UN'OFFERTA PUBBLICA DI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DAL SOGGETTO DELL'ANALISI;

C) LA BANCA O SUE CONTROLLATE NON E' PARTE DI UN ACCORDO CON IL SOGGETTO DELL'ANALISI, O CON SOCIETA' DEL SUO GRUPPO, SULLA PRESTAZIONE DI SERVIZI BANCARI O FINANZIARI IVI INCLUSI FINANZIAMENTI DIRETTI.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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