

<b>Nocivelli</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia Services and Construction</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 5,50</b>	<b>Initiation of Coverage Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

#### Stock Data

Price	€ 3,20
Target price	€ 5,50
Upside/(Downside) potential	71,7%
Bloomberg Code	ABP IM Equity
Market Cap (€m)	€ 97,44
EV (€m)	€ 81,43
Free Float (Greenshoe Included)	11,33%
Share Outstanding (Greenshoe Included)	30.450.000
52-week high	N/A
52-week low	N/A
Ipo Price (30/03/21)	€ 3,20

Key Financials (€m)	19-20A	20-21E	21-22E	22-23E
Revenues	60,6	78,0	86,0	86,6
VoP	61,2	78,0	86,0	86,6
EBITDA Adj.	11,2	14,6	13,8	14,2
EBIT	10,1	13,1	11,8	12,2
Net Profit	7,5	9,2	8,7	9,0
EBITDA Adj. margin	18,5%	18,7%	16,0%	16,4%
EBIT margin	16,7%	16,8%	13,7%	14,1%
Net Profit margin	12,4%	11,7%	10,1%	10,4%

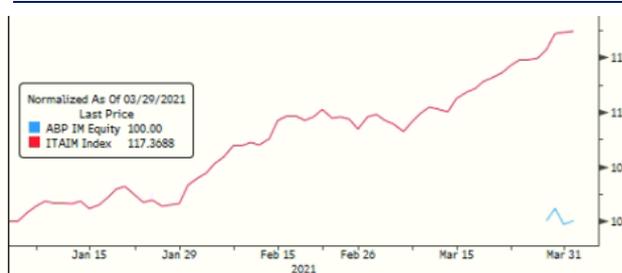
Main Ratios	19-20A	20-21E	21-22E	22-23E
EV/EBITDA Adj. (x)	7,3	5,6	5,9	5,7
EV/EBIT (x)	8,0	6,2	6,9	6,7
P/E (x)	13,0	10,6	11,2	10,8

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### Company Overview

Il Gruppo ABP Nocivelli nasce nel 1963 nel territorio di Brescia con il nome di ABP Nocivelli SpA, Società attiva nel commercio di prodotti petroliferi e lubrificanti. Dal 1988 ha diversificato la propria attività specializzandosi nella realizzazione di impianti tecnologici, meccanici ed elettrici, nella costruzione di opere edili, civili ed industriali, e nella prestazione e gestione di servizi di facility management. Il Gruppo ricopre ruoli di primaria importanza in RTI con i principali operatori italiani, in operazioni di Partenariato Pubblico e Privato (PPP), di concessione e di appalto tradizionale, operando nel settore pubblico ed in particolare nel settore sanitario-ospedaliero, dove fornisce soluzioni "chiavi in mano".

#### Market

Il numero di Bandi PPP è esponenzialmente cresciuto negli anni passando da 330 del 2002 a 3.806 nel 2018. Grazie a tale crescita, il numero totale di bandi dal 2002 al 2018 è stato pari a 35.400 con un numero medio di progetti per anno pari a 2.082 (decisamente in rialzo rispetto ai numeri osservabili nei primi anni). Oltre al numero di bandi in PPP, risulta in crescita anche l'importo totale sviluppato che passa da € 1.258 mln del 2002 a € 9.361 mln del 2018. L'importo di risorse utilizzate grazie a bandi PPP dal 2002 al 2018 è pari a oltre € 95.000 mln. In crescita anche la quota di bandi PPP sul totale delle opere pubbliche che passa dallo 0,9% osservato nel 2002 a 16,3% osservato nel 2018.

#### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Nocivelli sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,0%) restituisce un equity value pari a €178,9 mln. L'equity value di Nocivelli utilizzando i market multiples risulta essere pari €155,8 mln (incluso un discount pari al 10%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 167,3 mln. Il target price è di € 5,50, rating BUY e rischio MEDIUM.

**Sommario**

1.	Company Overview .....	3
1.1	L'attività .....	3
1.2	Storia Societaria .....	4
1.3	Azionisti e Struttura del Gruppo .....	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model .....	7
2.1	Contesto operativo .....	8
2.2	Business Process .....	10
2.3	Portafoglio Prodotti e Servizi .....	13
2.4	Clienti e Fornitori .....	15
2.5	Certificazioni .....	18
2.6	Software e Call Center .....	19
3.	Il mercato .....	20
4.	Posizionamento Competitivo .....	25
4.1	Swot .....	27
5.	Economics & Financials .....	28
5.1	1H20-21A Results .....	29
5.2	FY20-21E – FY24-25E Estimates .....	30
5.3	Use of Proceeds .....	33
6.	Valuation .....	34
6.1	DCF Method .....	34
6.2	Market Multiples .....	36
7.	Equity Value .....	41

## 1. Company Overview

### 1.1 L'attività

Il Gruppo ABP Nocivelli («Nocivelli») nasce nel 1963 nel territorio di Brescia con il nome di ABP Nocivelli SpA, Società attiva nel commercio di prodotti petroliferi e lubrificanti. Dal 1988 ha diversificato la propria attività specializzandosi nella realizzazione di impianti tecnologici, meccanici ed elettrici, nella costruzione di opere edili, civili ed industriali, e nella prestazione e gestione di servizi di *facility management*. Ad oggi il Gruppo ha un ruolo di leader di settore a livello nazionale e ricopre ruoli di primaria importanza, in RTI con i principali operatori italiani, nella maggior parte delle operazioni di Partenariato Pubblico e Privato (PPP), di concessione e di appalto tradizionale, operando nel settore pubblico ed in particolare nel settore sanitario-ospedaliero, dove fornisce soluzioni “chiavi in mano” con una elevata specializzazione.

Il Gruppo, ad oggi, a seguito del processo di diversificazione, svolge la propria attività in tre Business Unit:

- **Servizi:** manutenzione, gestione energia, gestione calore, *facility management*, consulenza alla costruzione (82,09% dei ricavi al 30/06/20);
- **Costruzione:** progettazione e realizzazione impianti elettrici, idraulici e speciali, opere civili industriali e ospedaliere (12,30% dei ricavi al 30/06/20);
- **Prodotti petroliferi:** commercializzazione di prodotti petroliferi per autotrazione e riscaldamento (5,61% dei ricavi al 30/06/20).

L'operatività di Nocivelli è caratterizzata da:

- Competenze nella progettazione, realizzazione e gestione delle maggiori infrastrutture ospedaliere pubbliche;
- Aggiudicazione di grossi appalti con alti punteggi tecnici rispetto ai concorrenti;
- Adozione della formula del Partenariato Pubblico Privato per la realizzazione di nuovi ospedali, che consente: tempi di realizzazione certi, costi certi e un'unica procedura di gara per progettazione, realizzazione e gestione dell'infrastruttura per mediamente 25 anni;
- Titolarità di contratti pluriennali di durata anche più che ventennale;
- Presenza territoriale estesa (Lombardia, Piemonte, Abruzzo, Friuli, Umbria, Sicilia, Lazio);
- Flessibilità operativa rispetto ai principali *competitor* di maggiori dimensioni;
- Trasversalità, con possibilità di integrare le attività delle BU sul medesimo cliente.

La sede principale del Gruppo, situata a Castegnato (BS), svolge il ruolo di sede legale, amministrativa e magazzino. Oltre alla sede principale, il Gruppo svolge il proprio business sfruttando tre ulteriori sedi operative e un ulteriore magazzino situati rispettivamente a: Brescia, Chieti Scalo, Ponderano (BI) e a Brandico (BS). Inoltre, all'interno del Gruppo, è attiva un'ulteriore sede situata a Castenedolo (BS): sede legale e operativa di RPP Srl.

**Chart 1 – Nocivelli Headquarters**

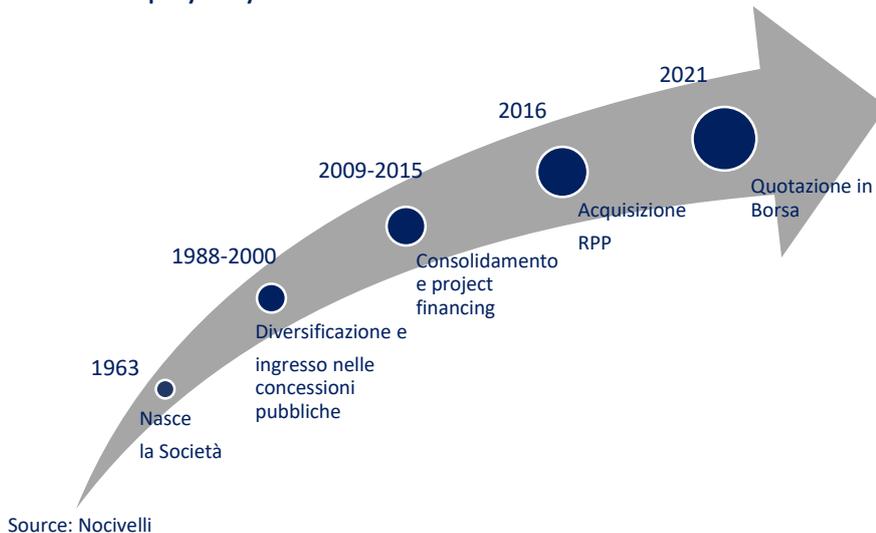


Source: Nocivelli



1.2 Storia Societaria

**Chart 2 – Company Story**



- Nel 1963, con il nome di ABP Nocivelli SpA, nasce la Società con l’obiettivo di dedicarsi al commercio di prodotti petroliferi e lubrificanti.
- Tra il 1988 e il 2000, ABP Nocivelli ha implementato alcune fondamentali modifiche al proprio business. Nel 1988, la Società ha iniziato il proprio processo di diversificazione, iniziando ad operare nel settore dei servizi tecnologici, specializzandosi in particolare nell’offerta di servizi di *facility management*. In seguito, nel 2000, la Società ha fatto il suo primo ingresso nel segmento delle pubbliche concessioni. Questo è stato possibile grazie alla collaborazione con una multinazionale inglese, insieme alla quale Nocivelli si è aggiudicata la concessione di costruzione e gestione di una parte del presidio ospedaliero Spedali Civili di Brescia, tramite *project financing*.
- Tra il 2009 e il 2015, la Società ha consolidato la propria esperienza nel settore ospedaliero e sanitario in Italia grazie all’aggiudicazione delle convenzioni Consip multiservizi e Consip SIE2 e si è aggiudicata, con la formula del *project financing*, una significativa concessione di costruzione e gestione del presidio ospedaliero Spedali Civili di Brescia.
- Nel 2016, Nocivelli ha finalizzato l’acquisizione di RPP Srl Run Power Plants, Società attiva nella progettazione, realizzazione, fornitura, installazione e manutenzione di illuminazione LED, con sede a Castenedolo (BS).
- In data 30/03/2021 Nocivelli è avvenuta la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione e all’accelerazione del processo di crescita.

### 1.3 Azionisti e Struttura del Gruppo

**Table 1 – Shareholders**

Azionisti	Quota di partecipazione
Bruno Nocivelli	57,64%
Laura Salvatore	26,60%
Nicola Turra	3,55%
Alessandra Perego	0,89%
Mercato	11,33%

Source: Nocivelli

ABP Nocivelli SpA è posseduta: per il 57,64%, da Bruno Nocivelli, attuale presidente del CDA della Società, per il 26,60% da Laura Salvatore, per il 3,55 % da Nicola Turra, CEO della Società, per lo 0,89% da Alessandra Perego, responsabile dell'ufficio legale, e per il restante 11,33 % dal mercato. I valori indicati, sono stati calcolati assumendo l'integrale esercizio della *greenshoe*.

La Società, a sua volta, controlla al 100% RPP Srl Run Power Plants, in seguito all'acquisizione avvenuta nel 2016 (1,46% dei ricavi complessivi al 30/06/20). RPP svolge sia attività affini a quelle di ABP Nocivelli (realizzazione e manutenzione di impianti in ambito civile e ospedaliero) sia attività complementari (progettazione, realizzazione, fornitura, installazione e manutenzione di illuminazione LED).

Inoltre, la Società detiene: il 24% di Catalyst Brescia Srl, il 48% di Cosmo Scrl, il 34% di Tecnoenergia Nord Scrl, il 34% di Tecnoenergia Sud Scrl e l'8% di Futura Brescia Srl:

- Catalyst Brescia Srl: è titolare della concessione e pertanto dei contratti per la prestazione di alcuni servizi complementari prestati a favore dell'A.S.S.T. Spedali Civili di Brescia. La concessione è prossima alla scadenza: il termine è previsto per il mese di ottobre 2021;
- Cosmo Scrl: è una Società di scopo appositamente costituita nell'ambito del secondo *project financing* per la ristrutturazione del Presidio ospedaliero Spedali Civili di Brescia. È, inoltre, affidataria del contratto avente ad oggetto i servizi di conduzione e manutenzione della struttura stessa, avente durata sino al 2043. Cosmo ha affidato tutte le attività di prestazione di servizi ad ABP Nocivelli SpA;
- Tecnoenergia Nord Scrl: SPV costituita per la gestione della convenzione Consip Sie2 per il Lotto 1 (Piemonte, Liguria e Valle d'Aosta). Sotto il profilo contabile, Tecnoenergia Nord è priva di utile. È, infatti, applicato un meccanismo di ribaltamento costi-ricavi previsto per le strutture consortili;
- Tecnoenergia Sud Scrl: SPV costituita per la gestione della convenzione Consip Sie2 per il Lotto 11 (Sicilia). Sotto il profilo contabile, Tecnoenergia Sud è priva di utile. È, infatti, applicato un meccanismo di ribaltamento costi-ricavi previsto per le strutture consortili;
- Futura Brescia Srl: è titolare della concessione e pertanto dei contratti per la prestazione dei servizi di conduzione e manutenzione e dei servizi complementari (pulizie, ristorazione, lavanolo) prestati a favore dell'A.S.S.T. Spedali Civili di Brescia. La concessione scadrà nel 2043.

## 1.4 Key People

### **Bruno Nocivelli** – Presidente CDA

Ha ricoperto il ruolo di Amministratore Unico del Gruppo per cinquant'anni dal 1970 al 2020. Dal 2020 ricopre, invece, il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione. È inoltre nel Consiglio di Amministrazione di alcune delle Società partecipate quali: Catalyst Brescia Srl, Tecnoenergia Nord Srl, Tecnoenergia Sud Srl, Futura Brescia Srl e Cosmo Srl (di cui è Presidente).

### **Nicola Turra** – Ceo

All'interno del Gruppo, prima di diventare Amministratore Delegato, è stato direttore tecnico dei servizi manutenzione, ha seguito la gestione di commesse tradizionali e la gestione appalti in *project financing* ed è stato direttore nella realizzazione di impianti termomeccanici, idrico-sanitari, gas medicali, elettrici, antincendio ed edili per appalti integrati.

### **Luca Colosio** – Project Manager

All'interno del Gruppo, è stato: responsabile di commesse, *project manager*, responsabile dei servizi manutenzione e gestore di commesse. Ha, inoltre, ricoperto i ruoli di responsabile di commesse di progettazione di impianti elettrici, termoregolazione, impianti di cogenerazione, centrali termiche e sottocentrali.

### **Alessandra Perego** – Ufficio Legale

Nella funzione Legal Counsel di ABP Nocivelli SpA occupa il ruolo di responsabile dell'Ufficio Affari Legali, svolgendo compiti in ambito: gestione e supporto degli affari legali aziendali, rischi legali, negoziazioni, stesure accordi contrattuali, gestione del contenzioso italiano e aggiornamento relativo alle normative di settore.

### **Enrica Corridori** – Ufficio Amministrativo e Contabilità

Occupava il ruolo di Responsabile contabilità con compiti chiave in fase: di elaborazione del bilancio societario di Gruppo e aziendale, di gestione dei versamenti per tributi mensili e di supporto per l'elaborazione delle dichiarazioni fiscali. Si occupa, inoltre, di gestione della fatturazione e dei rapporti con clienti e fornitori. Si occupa, infine, della gestione dei rapporti ordinari con istituti di credito.

## 2. Il Business Model

Il business di Nocivelli si sviluppa su diverse linee di business. In tutte le principali attività svolte, il Gruppo è in grado di creare valore per i clienti grazie a:

- **Servizi chiavi in mano:** il Gruppo Nocivelli realizza per i propri clienti opere “chiavi in mano”, occupandosi di tutte le fasi del processo a 360°, dalla progettazione e realizzazione completa dell’opera alla gestione integrale dei servizi;
- **Flessibilità:** grazie ad un forte orientamento alla flessibilità operativa e gestionale, il Gruppo è in grado di ridurre al minimo i tempi di risposta alle richieste del cliente, pur fornendo soluzioni complete e personalizzate in base alle possibili esigenze;
- **Affidabilità:** grazie alla capacità di customizzazione, alla rapidità nella risoluzione dei problemi e alla capacità di generare risultati efficienti, il Gruppo è stato in grado di fidelizzare i propri clienti. Questo ha portato alla creazione di contratti pluriennali (anche di durata ultraventennale) che garantiscono al Gruppo un portafoglio ordini costante e flussi di cassa continuativi. L’affidabilità del Gruppo è riconosciuta anche dalle maggiori aziende operanti nel settore che, per tali ragioni, identificano il Gruppo come partner ideale per iniziative congiunte di Partenariato Pubblico Privato;
- **Solidità finanziaria:** la solidità finanziaria del Gruppo è fondamentale, in primo luogo, per creare fiducia presso istituti di credito e fondi di investimento che partecipano in qualità di Equity Partner o finanziatori alle iniziative di Partenariato Pubblico Privato e alle relative concessioni pubbliche intraprese dal Gruppo e, in secondo luogo, come garanzia per i clienti. La solidità finanziaria è in grado di assicurare al cliente: affidabilità, flessibilità e capacità di realizzare opere “chiavi in mano”.

Le BU servizi e costruzioni sfruttano le possibilità fornite dal dialogo continuativo tra l’Ufficio Progettazioni e la struttura operativa delle BU stesse che permette di individuare le soluzioni che consentono: l’ottimizzazione dei costi, l’omogeneità della risposta alle esigenze del mandante e la massimizzazione del risultato economico. Oltre a questo, un elemento distintivo di tali BU è rappresentato dal possesso di numerose certificazioni e dei requisiti tecnico-economici acquisiti, che consentono di ricoprire il ruolo di Capogruppo o di Partner sostanziale nei Raggruppamenti Temporanei di Imprese (RTI) arbitrando le scelte di gestione della commessa.

Infine, tutte le BU hanno la possibilità di basarsi sulla solidità finanziaria del Gruppo al fine di ottenere qualità delle forniture e condizioni economiche particolarmente vantaggiose attraverso accordi quadro o contratti ad hoc.

## 2.1 Contesto operativo

Il Gruppo, nello svolgimento del proprio business, ha la possibilità di lavorare in due diversi ambiti: PPP (Partenariato Pubblico e Privato) e appalto tradizionale. L'ambito di operatività influenza i termini e le modalità di azione del Gruppo. Nocivelli, tipicamente, tende ad operare maggiormente nell'ambito del PPP.

### Partenariato Pubblico e Privato

Il PPP rappresenta una forma di cooperazione tra poteri pubblici e soggetti privati, con lo scopo di finanziare, costruire e gestire infrastrutture o fornire servizi di interesse pubblico. La normativa persegue l'obiettivo di incentivare l'integrazione pubblico-privato al fine di accrescere le risorse a disposizione e acquisire soluzioni innovative anche dal punto di vista finanziario. Nel dettaglio, il PPP è regolato dall'art 180 ss D.lgs 50/2016 che disciplina la fattispecie della Finanza di Progetto. In ambito PPP, i progetti possono essere sviluppati su iniziativa pubblica o su iniziativa privata, infatti, in molti casi, può essere direttamente un operatore privato a proporre un progetto alla Pubblica Amministrazione, sopportando così il rischio e le spese derivanti dalla messa a punto della proposta che potrà essere o meno accettata dalla Pubblica Amministrazione. Di seguito alcune principali caratteristiche del PPP:

- Contratti con durata media di 25 anni (molto maggiore dei classici contratti derivanti da appalto tradizionale);
- Possibilità di affidamento al concessionario di attività e opere non previste nel contratto originario;
- Possibilità di intervento diretto da parte della Pubblica Amministrazione;
- Possibilità di sensibilizzazione della Pubblica Amministrazione da parte del concessionario.

### Appalto Tradizionale

Tradizionalmente, per la realizzazione di opere pubbliche o per l'acquisizione di beni e servizi, la Pubblica Amministrazione utilizza lo strumento della gara pubblica: procedura che consente l'affidamento di contratti per la fornitura di opere, beni o servizi nel rispetto dei principi di trasparenza, di concorrenza e di meritocrazia tra i vari operatori economici partecipanti all'iniziativa. Tali procedure sono disciplinate dal D. lgs 50/2016, anche definito "Codice degli Appalti Pubblici". Di seguito le principali caratteristiche dell'appalto tradizionale:

- Contratti con durata piuttosto limitata (ed inferiore alla durata tipica del PPP);
- Oggetto del contratto difficilmente ampliabile e modificabile.

**Table 2 – Operating Enviroment**

	<b>PPP</b>	<b>Appalto</b>
<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>Private</b> Necessità di finanza pubblica erogata al collaudo delle opere e dilazionata lungo la durata della concessione.	<b>Pubbliche</b> Totalmente a carico della pubblica amministrazione sin dal momento di pubblicazione della gara
<b>Tempi</b>	<b>Certi</b> 1 anno dalla presentazione della Proposta all'inizio della costruzione dell'opera	<b>Incerti</b> Aleatorietà derivante dalla necessità di indire più procedure di gara per l'affidamento delle singole attività: progettazione, costruzione, finanziamento e gestione
<b>Costi</b>	<b>Certi</b> Per tutta la durata della concessione poiché predefiniti nel piano economico finanziario	<b>Incerti</b> Imprevisti sia per la fase di progettazione sia per le fasi di costruzione e gestione
<b>Rischi</b>	<b>Prevalentemente a carico del privato</b>	<b>Prevalentemente a carico della PA</b>
<b>Efficienza dell'opera</b>	<b>Certa</b> Poiché è interesse del privato concessionario mantenere in efficienza l'opera per tutta la durata della concessione	<b>Incerta</b>
<b>Efficienza dei servizi</b>	<b>Certa</b> Poiché è interesse del privato concessionario mantenere efficienti i servizi per tutta la durata della concessione, ricavando dagli stessi parte del corrispettivo investito	<b>Incerta</b>

Source: Nocivelli, elaborazione Integrae SIM

## 2.2 Business Process

Nell'operatività delle BU servizi e costruzioni, la Società può trovarsi ad operare in diversi contesti: PPP di iniziativa pubblica, PPP di iniziativa privata e Appalto tradizionale. Inoltre, come detto, il Gruppo opera in via residuale nel segmento della vendita di prodotti petroliferi.

### 2.2.1 PPP di Iniziativa Pubblica

Il business svolto nell'ambito di PPP di iniziativa pubblica si basa sui seguenti *step*: individuazione opportunità, analisi documentazione e individuazione partner, predisposizione dell'offerta, protocollo della gara, aggiudicazione e stipula del contratto ed esecuzione. Nel caso di PPP di iniziativa pubblica il lasso temporale dalla pubblicazione del bando alle fasi conclusive della gara è pari a sei mesi.

**Chart 3 – Business Process Public Initiative**



Source: Nocivelli, elaborazione Integrae SIM

- Individuazione Opportunità: in questa prima fase, l'ufficio gare si occupa di trovare opportunità attraverso ricerche di mercato e analisi delle esigenze del territorio;
- Analisi Documentazione ed Individuazione Partner: una volta individuata un'opportunità in grado di soddisfare i requisiti posti dal Gruppo, l'ufficio gare si occupa dell'analisi della documentazione posta a base di gara e della verifica dei requisiti per la partecipazione, mentre la direzione si occupa di individuare eventuali partner con i quali partecipare in Raggruppamento Temporaneo di Imprese (RTI);
- Predisposizione dell'offerta di gara: una volta terminata la fase di analisi della documentazione e una volta determinata la possibilità di accordarsi con eventuali partner, si passa alla fase successiva. In questa fase, la direzione si occupa del protocollo della proposta alla pubblica amministrazione interessata e dell'interlocuzione con la stessa, mentre l'ufficio tecnico si impegna nella presentazione della proposta alla Pubblica Amministrazione;
- Protocollo della gara d'appalto: interlocuzione tra l'azienda e la Pubblica Amministrazione al fine di adeguare il progetto alle esigenze del destinatario della proposta;
- Aggiudicazione della gara: una volta terminata la fase preparatoria, la Pubblica Amministrazione aggiudica la gara al migliore offerente che viene identificato da un'apposita commissione nominata dalla Pubblica Amministrazione. In questo caso, il miglior offerente è definito in base ad un sistema di *scoring* già noto nella documentazione di gara e suddiviso in punteggio tecnico (determinato dall'offerta tecnica) e punteggio economico (determinato dall'offerta economica). La somma dei due determina la valutazione e la classifica finale;
- Stipula del contratto ed esecuzione: in caso di aggiudicazione della gara, si passa alla formale stipula del contratto. Una volta stipulato il contratto, la Società avvia l'esecuzione dell'attività oggetto di gara.

### 2.2.2 PPP di Iniziativa Privata

Il business svolto nell'ambito di PPP di iniziativa privata si basa sui seguenti *step*: individuazione opportunità, proposta di PPP, presentazione della proposta, approvazione del progetto, dichiarazione di fattibilità ed individuazione del promotore, indizione della gara di appalto pubblica, aggiudicazione della gara e avvio delle attività. Nel caso di PPP di iniziativa privata il lasso temporale dalla presentazione della proposta alle fasi conclusive della gara è pari ad un anno.

1. Individuazione delle opportunità: in questa prima fase, il Gruppo si occupa di trovare opportunità attraverso ricerche di mercato e analisi delle esigenze del territorio;
2. Proposte di PPP: una volta individuata un'opportunità in grado di soddisfare i requisiti posti dal Gruppo, l'ufficio gare si occupa della predisposizione della documentazione amministrativa della proposta, l'ufficio tecnico si occupa della predisposizione del progetto di fattibilità tecnico-economica e l'ufficio legale si impegna nella predisposizione della convenzione, della documentazione collaterale e del piano economico finanziario;
3. Presentazione proposta: una volta terminata la documentazione di cui al punto precedente, la direzione si occupa del protocollo della proposta alla Pubblica Amministrazione interessata e dell'interlocuzione con la stessa, mentre l'ufficio tecnico si impegna nella presentazione della proposta alla Pubblica Amministrazione;
4. Approvazione del progetto: in questa fase, successiva alla presentazione della proposta, risulta fondamentale l'interlocuzione tra l'azienda e la Pubblica Amministrazione al fine di adeguare il progetto alle esigenze del destinatario della proposta;
5. Dichiarazione di fattibilità ed individuazione del promotore: tramite la dichiarazione di fattibilità, la Pubblica Amministrazione identifica l'azienda proponente come Promotore. Lo status di Promotore attribuisce il diritto di prelazione che potrà essere esercitato in fase di gara;
6. Indizione della gara di appalto pubblica: dopo aver individuato il soggetto Promotore, la Pubblica Amministrazione pubblica il bando di gara, ponendo a base di gara la proposta del Promotore che detiene il diritto di prelazione;
7. Aggiudicazione della gara d'appalto: la Pubblica Amministrazione aggiudica la gara al migliore offerente. Qualora il migliore offerente non dovesse coincidere con il Promotore, quest'ultimo avrà la possibilità di esercitare, in ogni caso, il diritto di prelazione acquisito, adeguando la propria offerta alle condizioni del miglior offerente e divenendo aggiudicatario del PPP.
8. Avvio delle attività: in caso di aggiudicazione della commessa, il Gruppo avvia le attività oggetto di PPP.

### 2.2.3 Appalto Tradizionale Costruzione e Servizi

Il business svolto nell'ambito di appalti tradizionali si basa sui seguenti *step*: individuazione opportunità, analisi documentazione e individuazione partner, predisposizione dell'offerta, protocollo della gara, aggiudicazione e stipula del contratto ed esecuzione. Nel caso di appalto tradizionale il lasso temporale intercorrente tra la pubblicazione del bando e la conclusione della gara e il relativo output economico sono incerti.

**Chart 4 – Business Process Traditional Tender**



Source: Nocivelli, elaborazione Integrae SIM

- Individuazione Opportunità: in questa prima fase, l'ufficio gare si occupa di trovare opportunità attraverso ricerche di mercato e analisi delle esigenze del territorio;
- Analisi Documentazione ed Individuazione Partner: una volta individuata un'opportunità in grado di soddisfare i requisiti posti dal Gruppo, l'ufficio gare si occupa dell'analisi della documentazione posta a base di gara e della verifica dei requisiti per la partecipazione, mentre la direzione si occupa di individuare eventuali partner con i quali partecipare in Raggruppamento Temporaneo di Imprese (RTI);
- Predisposizione dell'offerta di gara: una volta terminata la fase di analisi della documentazione e una volta determinata la possibilità di sfruttare eventuali *partnership*, si passa alla fase successiva. In questa fase, la direzione si occupa del protocollo della proposta alla Pubblica Amministrazione interessata e dell'interlocuzione con la stessa, mentre l'ufficio tecnico si impegna nella presentazione della proposta alla Pubblica Amministrazione;
- Protocollo della gara d'appalto: interlocuzione tra l'azienda e la Pubblica Amministrazione al fine di adeguare il progetto alle esigenze del destinatario della proposta;
- Aggiudicazione della gara: una volta terminata la fase preparatoria, la Pubblica Amministrazione aggiudica la gara al migliore offerente che viene identificato da un'apposita commissione nominata dalla Pubblica Amministrazione.
- Stipula del contratto ed esecuzione: in caso di aggiudicazione della gara, si passa alla formale stipula del contratto. Una volta stipulato il contratto, la Società avvia l'esecuzione dell'attività oggetto di gara.

#### 2.2.4 Prodotti Petroliferi

Nonostante il mercato di riferimento dei prodotti petroliferi sia residuale ed in contrazione, il Gruppo è comunque in grado di presidiarne l'intera catena del valore, basandosi su un processo che pone come elemento determinante la fissazione del prezzo di vendita al cliente e dunque la capacità del Gruppo di approvvigionarsi alle migliori condizioni di mercato. Il processo di vendita è basato su quattro *step* principali: acquisto dei prodotti, predisposizione dell'offerta al cliente, conferma dell'ordine da parte del cliente e consegna dei prodotti.

**Chart 5 – Business Process Oil Products**



Source: Nocivelli, elaborazione Integrae SIM

## 2.3 Portafoglio Prodotti e Servizi

L'offerta di Nocivelli, ad oggi, comprende prodotti e servizi su tre *business unit*: Servizi, Costruzioni e Prodotti Petroliferi.

- **Servizi:** realizzazione dei servizi tecnologici con formule di assistenza al cliente nell'ottica del *facility management*. Tale BU si suddivide in:
  - Servizi energia: erogazione dei beni e servizi necessari a mantenere le condizioni di *comfort* negli edifici nel rispetto delle vigenti leggi in materia di uso razionale dell'energia, di sicurezza e di salvaguardia dell'ambiente, provvedendo nel contempo al miglioramento del processo di trasformazione e di utilizzo dell'energia;
  - Servizi di gestione del calore: gestione completa di un impianto tecnologico dalla fornitura di energia, all'adeguamento termico normativo fino alla manutenzione e conduzione dello stesso;
  - Servizi di *facility management*: processo di progettazione, implementazione e controllo attraverso il quale le *facility* (gli edifici e i servizi necessari a supportare e facilitare l'attività dell'azienda) sono individuate, specificate, reperite ed erogate allo scopo di fornire e mantenere livelli di servizio in grado di soddisfare le esigenze aziendali, creando un ambiente di lavoro di qualità con una spesa il più possibile contenuta.
- **Costruzioni:** ABP Nocivelli realizza e gestisce opere e infrastrutture pubbliche e private prevalentemente nel settore sanitario. Tale BU si suddivide in:
  - Impianti civili ed industriali: realizzazione di impianti innovativi e tradizionali (elettrici, termomeccanici e sanitari), di condizionamento e ventilazione, speciali, ad alta efficienza energetica (impianti di trigenerazione, centrali termiche e centrali di produzione di energia elettrica);
  - Opere civili ed industriali: ristrutturazione e ampliamento di strutture ospedaliere, civili ed industriali.
- **Prodotti petroliferi:** commercio di prodotti petroliferi effettuando deposito, distribuzione e assistenza al cliente. Ad oggi, nonostante questo rappresenti il business storico della Società, il mercato risulta in forte contrazione e la politica aziendale è quella di ridurre al minimo il rischio di insoluti, rivolgendosi esclusivamente a clienti storici ed affidabili in grado di garantire la certezza del credito. Pertanto, la Società limita la propria operatività alle forniture di gasolio per autotrazione.

Di seguito alcuni dei più importanti progetti conclusi dal Gruppo:

### Project Financing 1 Spedali Civili di Brescia

**Chart 6 – Project Financing 1 Spedali Civili di Brescia**



Source: ABP Nocivelli

L'intervento ha interessato la ristrutturazione e l'ampliamento di due padiglioni esistenti per un totale di circa 20.000 mq di nuovi spazi dedicati a degenze per complessivi 154 letti, studi medici, ambulatori, un bar e una biblioteca. L'opera è stata affidata a Catalyst Brescia Srl, Società costituita tra ABP Nocivelli SpA, Elettrobeton SpA, Bovis Lend Lease e i progettisti, per la realizzazione dell'intervento.

Il raggruppamento si è aggiudicato la concessione nel marzo 2002, a seguito di un confronto competitivo sulla base di un progetto pensato un anno prima in qualità di promotore. Gli investimenti ammontano a circa € 35 mln. La concessione ha una durata di diciannove anni, compresi i ventotto mesi per la costruzione: i lavori iniziati nel gennaio 2003 sono stati terminati nel gennaio 2005.

#### Project Financing 2 Spedali Civili di Brescia

**Chart 7 – Project Financing 2 Spedali Civili di Brescia**



Source: ABP Nocivelli

L'intervento ha previsto la realizzazione di:

- Cucina centrale (circa 4.500 mq);
- Piastra Operatoria (circa 40.000 mq);
- Piastra Operatoria PADIGLIONE A (circa 10.000 mq);
- Ristrutturazione PADIGLIONE B (circa 30.000 mq)
- Ristrutturazione U.C.C. (circa 500 mq);
- Ristrutturazione 6°Piano PADIGLIONE A (circa 1.000 mq);
- Ristrutturazione Ospedale di Montichiari (circa 4.000 mq).

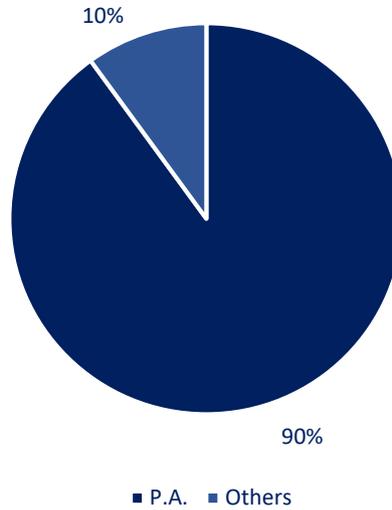
L'intervento è stato svolto su un totale di circa 90.000 mq di nuovi spazi dedicati a degenze per complessivi 600 letti, studi medici e ambulatori. L'opera è stata affidata in concessione a Futura Srl, Società Costituita a Brescia dal raggruppamento che si è aggiudicato la concessione nel luglio 2009, a seguito di una gara d'appalto in Project Financing di cui ABP Nocivelli è Socia, Promotrice e parte attiva nella realizzazione delle opere.

La Concessione ha una durata di 33 anni, di cui settantotto mesi per i lavori di costruzione. Gli interventi iniziali ammontano ad oltre € 150 mln. ABP Nocivelli realizzerà tutta l'impiantistica elettrica, meccanica, impianti speciali, gas medicali e gestirà la manutenzione ordinaria preventiva e straordinaria per tutto il periodo di concessione e su tutto il realizzato.

2.4 Clienti e Fornitori

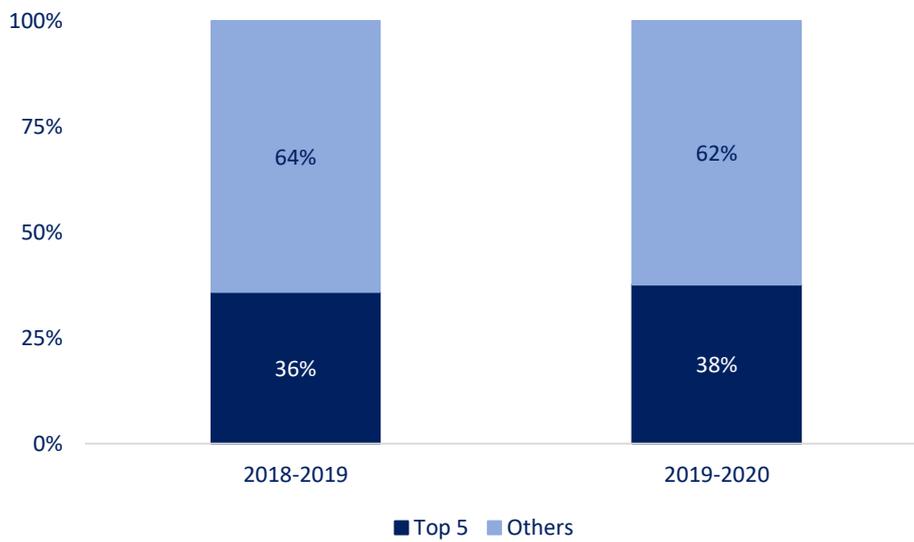
2.4.1 Clienti

**Chart 8 – Client Nocivelli by Segment**



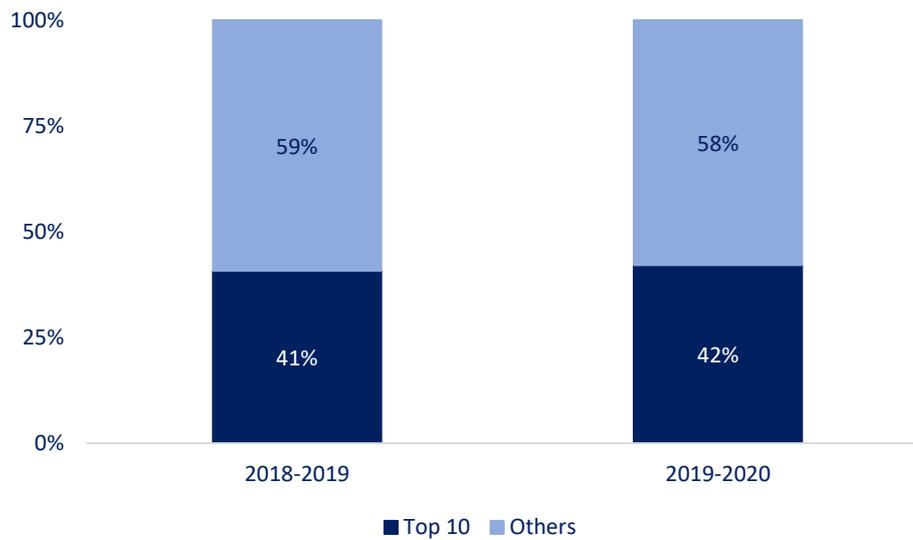
Source: Integrae SIM

**Chart 9 – Top 5 Clients Weight**



Source: Integrae SIM

**Chart 10 – Top 10 Clients Weight**

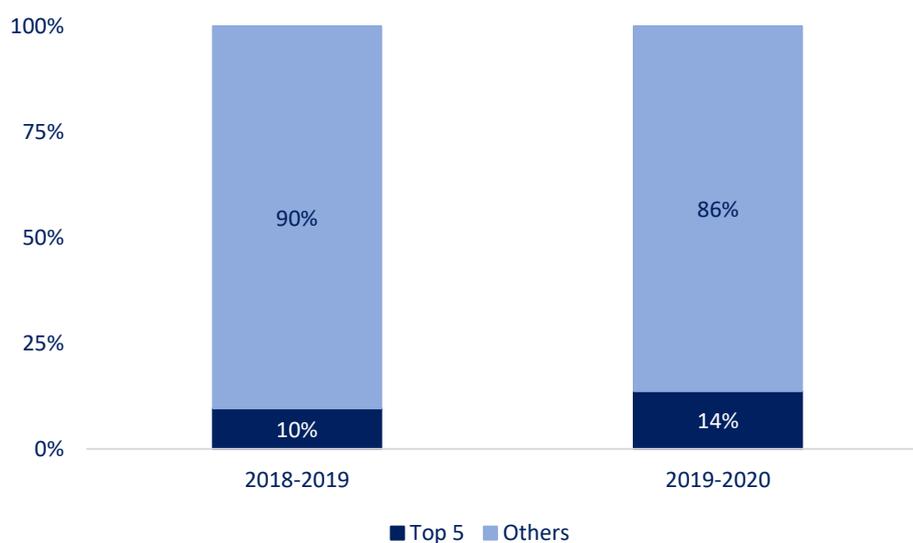


Source: Integrae SIM

Tra i clienti di Nocivelli è possibile trovare: Pubbliche Amministrazioni (Comuni, Provincie, Aziende Ospedaliere, ASL e RSA), ospedali privati e case di cura ed aziende private di medie o grandi dimensioni. In particolare, la Società serve principalmente clienti appartenenti alla Pubblica Amministrazione, settore a cui risulta riconducibile una quota pari al 90% circa del totale, mentre soltanto il restante 10% risulta riconducibile a clienti privati. La concentrazione dei ricavi verso la Pubblica Amministrazione assicura al Gruppo solvibilità dei crediti e certezza nei tempi di incasso. Nel portafoglio clienti del Gruppo non si riscontrano problematiche di concentrazione, infatti, ai dieci maggiori clienti è riconducibile una quota pari al 42% circa del totale.

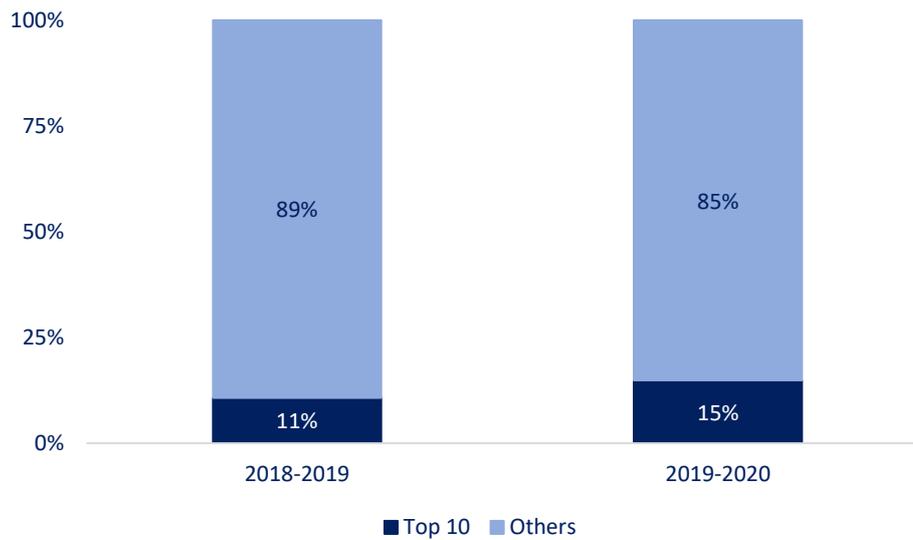
#### 2.4.2 Fornitori

**Chart 11 – Top 5 Providers Weight**



Source: Integrae SIM

**Chart 12 – Top 10 Providers Weight**



Source: Integrae SIM

I fornitori di Nocivelli selezionati e verificati annualmente tramite ricerche di mercato, per testarne qualità, economicità e costanza nel tempo, appartengono principalmente a tre categorie: fornitori di materie prime, fornitori di macchinari e fornitori di materiale. La selezione dei fornitori avviene tramite gare d'appalto annuali. Nel portafoglio fornitori del Gruppo non si evidenziano problematiche di concentrazione, infatti, ai maggiori dieci fornitori è riconducibile una quota pari solamente al 15% del totale. Le modalità di selezione dei fornitori e la bassa concentrazione consentono al Gruppo di ottenere ottime condizioni economiche e contrattuali e di ridurre la forza negoziale delle controparti.

## 2.5 Certificazioni

Al fine di partecipare in maniera integrata alle varie fasi della catena del valore sul mercato presidiato dalla Società, risulta necessario ottenere determinate certificazioni. Oltre a queste, necessarie per l'operatività e per partecipare a determinate gare d'appalto o ad attività di PPP, Nocivelli ha ottenuto una serie di certificazioni che ne riconoscono l'impegno in ambito ambientale. Il Gruppo, dunque, detiene un ampio *range* di certificazioni, di seguito alcune tra le più significative:

- **Certificazione SA8000:** tale certificazione concerne la responsabilità sociale e l'etica d'impresa. La norma SA8000 identifica uno standard internazionale di certificazione redatto dal CEPAA (*Council of Economical Priorities Accreditation Agency*) volto a certificare alcuni aspetti della gestione aziendale attinenti alla responsabilità sociale d'impresa. La norma internazionale ha quindi lo scopo di migliorare le condizioni lavorative a livello mondiale e permette di definire uno standard verificabile da Enti di Certificazione;
- **Certificazione ISO 9001:2008:** tale certificazione definisce che l'impresa ha predisposto un sistema di gestione della qualità adeguato per i suoi prodotti e processi ed appropriato per lo scopo di accreditamento, analizzando le esigenze dei clienti e garantendo la conformità normativa dei prodotti/servizi offerti;
- **Certificazione OHSAS 18001:2007:** certificazione relativa alla gestione della salute e sicurezza sui luoghi di lavoro che pone particolare attenzione alla prevenzione degli incidenti e alla riduzione dei rischi correlati con l'obiettivo di beneficiare di condizioni di lavoro più sicure e migliori prestazioni, attraverso la valutazione dei rischi e la costante e puntuale formazione dei lavoratori;
- **Certificazione UNI CEI 11352:2014 ESCO:** tale certificazione concerne l'erogazione dei servizi energetici inclusa l'attività di finanziamento dell'intervento di miglioramento e l'acquisto dei vettori energetici necessari per l'erogazione del servizio di efficienza energetica;
- **Certificazione EN ISO 14001:2015:** certificazione atta a dimostrare che l'organizzazione ha un sistema di gestione adeguato a tenere sotto controllo gli impatti ambientali delle proprie attività e che ricerca sistematicamente il miglioramento in modo coerente, efficace e soprattutto sostenibile;
- **Certificazione F-GAS:** certifica il personale e le imprese che operano su apparecchiature fisse di refrigerazione, condizionamento d'aria e pompe di calore contenenti gas fluorurati a effetto serra (303/2008). La certificazione, oltre ad essere un adempimento obbligatorio, è uno strumento fondamentale e indispensabile per svolgere l'installazione, manutenzione e assistenza a macchine di climatizzazione contenenti gas fluoruranti;
- **Attestazione SOA:** certificazione obbligatoria per la partecipazione a gare d'appalto per l'esecuzione di appalti pubblici di lavori. Documento necessario e sufficiente a comprovare, in sede di gara, la capacità dell'impresa di eseguire, direttamente o in subappalto, opere pubbliche di lavori con importo a base d'asta superiore a € 150.000. ABP Nocivelli possiede l'attestazione per la categoria OG11 classifica illimitata VIII, OG1 classifica V, OS28 OS30 classifica illimitata VIII, OS3 classifica VI.

## 2.6 Software e Call Center

Nell'ambito della propria operatività, sia per la gestione di commesse pubbliche sia per la gestione di commesse private, il Gruppo utilizza un *software* sviluppato *in-house*, finalizzato al pieno soddisfacimento delle esigenze dei clienti e all'ottimizzazione dei processi di manutenzione. Il Gruppo ha la possibilità di personalizzare il *software* in base alle necessità di ogni singola commessa e di ogni singolo cliente. Questo permette, al cliente stesso, di monitorare in piena autonomia tutte le fasi della commessa.

Il *software* è in grado di occuparsi:

- della gestione della manutenzione su guasti;
- della gestione della manutenzione programmata;
- della gestione della manutenzione straordinaria e della relativa contabilizzazione;
- della gestione delle anagrafiche e dell'import dei censimenti da planimetrie;
- della gestione delle attrezzature;
- della gestione del magazzino;
- della gestione dei documenti;
- dell'estrapolazione della reportistica;
- del monitoraggio della qualità del servizio erogato.

Oltre a questo, il Gruppo ha implementato un servizio di call center attivo H24, in grado di gestire:

- la ricezione e l'inserimento nel sistema informativo delle richieste di intervento;
- la ricezione e l'inserimento nel sistema informativo dei dati anagrafici;
- la ricezione e l'inserimento nel sistema informativo degli aggiornamenti di dati di anagrafica tecnica ed impiantistica;
- la ricezione e l'inserimento nel sistema informativo dei dati dei lavori eseguiti;
- l'inserimento di ulteriori dati nel sistema informativo;
- l'estrapolazione di dati dal sistema informativo;
- l'invio di esecutori per la risoluzione di eventuali guasti;
- l'invio di esecutori per MOP;
- l'invio di esecutori per manutenzione straordinaria.

### 3. Il mercato

Nocivelli attraverso le sue principali *business unit*, opera nel contesto dei PPP e degli appalti pubblici, relazionandosi principalmente con soggetti della Pubblica Amministrazione.

**Table 3 – PPP Tender**

	PPP Tender		% PPP Tender on Total	
	Number	Value (€ mln)	Number	Value
<b>2002</b>	330	1.258	0,9%	5,3%
<b>2003</b>	514	3.767	1,5%	11,5%
<b>2004</b>	801	2.127	2,6%	6,6%
<b>2005</b>	959	5.434	3,2%	17,0%
<b>2006</b>	765	8.373	2,9%	28,2%
<b>2007</b>	949	4.838	3,7%	17,2%
<b>2008</b>	1.290	5.685	5,3%	18,5%
<b>2009</b>	1.853	4.827	10,0%	18,8%
<b>2010</b>	2.966	7.451	16,1%	27,0%
<b>2011</b>	2.760	9.028	16,6%	33,8%
<b>2012</b>	3.017	6.499	19,1%	30,7%
<b>2013</b>	2.840	4.047	20,3%	23,3%
<b>2014</b>	3.029	3.041	17,4%	11,3%
<b>2015</b>	3.254	6.447	17,5%	22,6%
<b>2016</b>	3.050	7.914	18,2%	40,8%
<b>2017</b>	3.217	5.079	17,4%	20,9%
<b>2018</b>	3.806	9.361	16,3%	29,4%
<b>Average</b>	<b>2.082</b>	<b>5.599</b>	<b>11,1%</b>	<b>21,3%</b>
<b>Sum</b>	<b>35.400</b>	<b>95.176</b>		

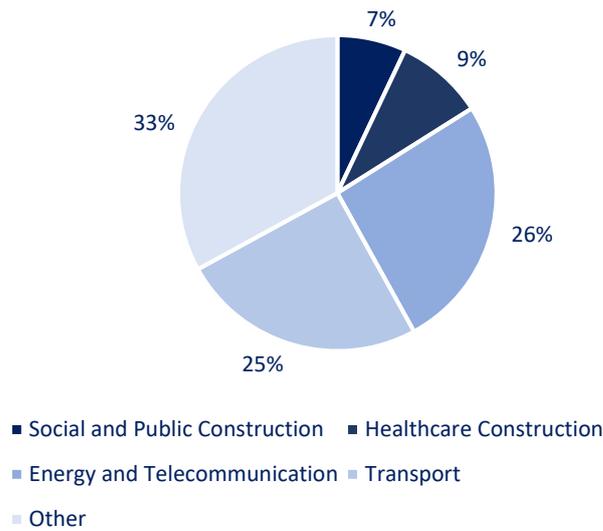
Source: Elaborazione EFEL e Cresme Europa Servizi su dati infoppp.it, 2002-2019

Il numero di Bandi PPP è esponenzialmente cresciuto negli anni passando da 330 del 2002 a 3.806 nel 2018. Grazie a tale crescita, il numero totale di bandi dal 2002 al 2018 è stato pari a 35.400 con un numero medio di progetti per anno pari a 2.082 (decisamente in rialzo rispetto ai numeri osservabili nei primi anni). Oltre al numero di bandi in PPP, risulta in crescita anche l'importo totale sviluppato che passa da € 1.258 mln del 2002 a € 9.361 mln del 2018. L'importo di risorse utilizzate grazie a bandi PPP dal 2002 al 2018 è pari a oltre € 95.000 mln.

In crescita anche la quota di bandi PPP sul totale delle opere pubbliche che passa dallo 0,9% osservato nel 2002 a 16,3% osservato nel 2018. Ancora più significative le quote in termini di importi che passano dal 5,3% del 2002 al 29,4% del 2018, con un massimo osservabile nel 2016 pari al 40,8%.

Nei prossimi anni, il mercato di riferimento potrebbe subire un'ulteriore crescita grazie alle risorse che lo Stato potrebbe acquisire attraverso il Recovery Fund. Infatti, parte di tali risorse dovrebbe essere destinata al rinnovamento e potenziamento del sistema sanitario nazionale, andando ad aumentare il numero di progetti a cui il Gruppo potrà partecipare.

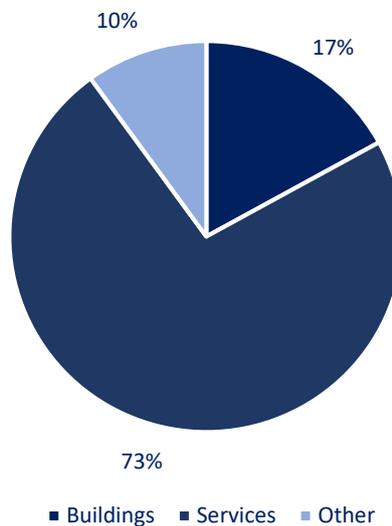
**Chart 13 – PPP Tender Value Breakdown by Sector 2002-2018**



Source: Elaborazione EFEL e Cresme Europa Servizi su dati infopp.it, 2002-2019

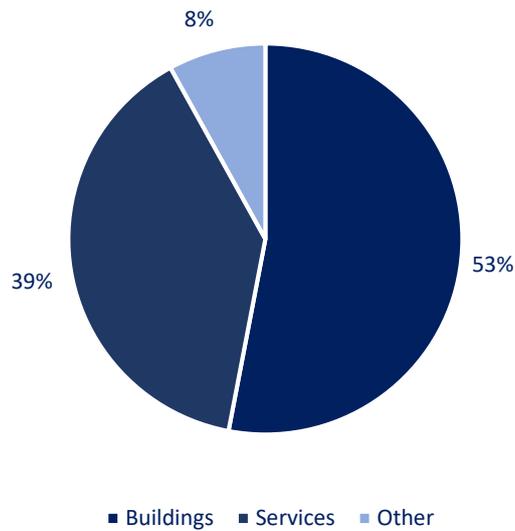
Il totale dei bandi di gara pubblicati in Italia, considerando gli anni dal 2002 al 2018, è riconducibile per una quota pari al 7% al settore dell’edilizia sociale e pubblica, per una quota pari al 9% ad edilizia sanitaria, per il 26% al settore dell’energia e delle telecomunicazioni e per il 25% ai trasporti. Il restante 33% circa è imputabile ad altri settori, tra i quali: sport, ambiente, porti, logistica e strutture scolastiche.

**Chart 14 – N° of PPP Tender Breakdown by Type**



Source: Elaborazione EFEL e Cresme Europa Servizi su dati infopp.it, 2002-2019

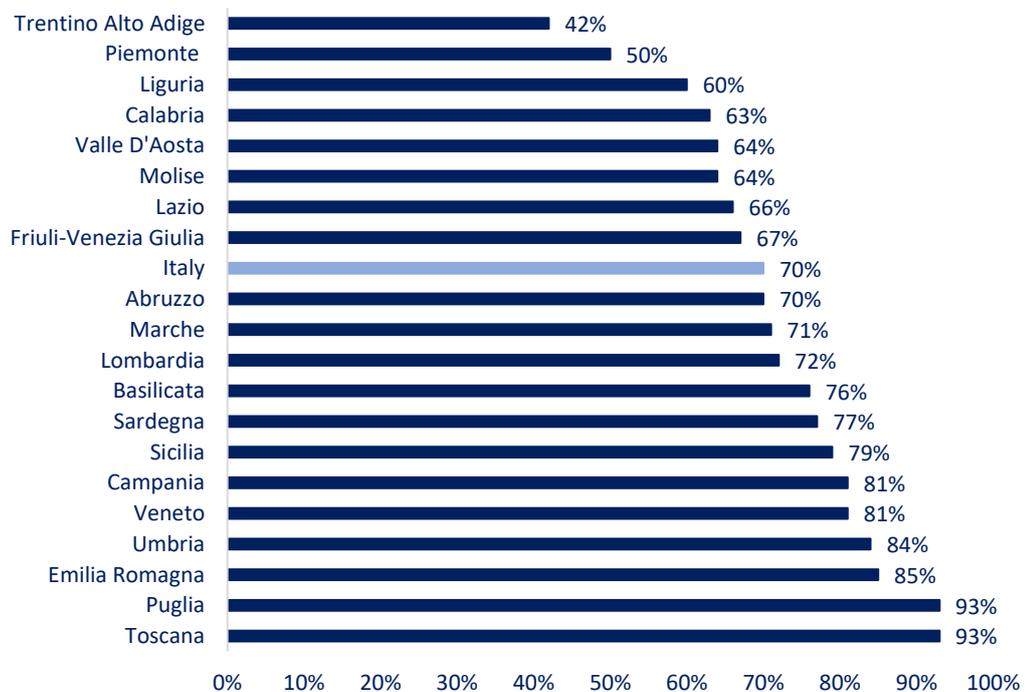
**Chart 15 – PPP Tender Value Breakdown by Type**



Source: Elaborazione EFEL e Cresme Europa Servizi su dati infopp.it, 2002-2019

Entrando nel merito delle tipologie di bandi pubblicati in ambito PPP, possiamo osservare come: il 17% del totale dei bandi sia riconducibile a concessioni per lavori, il 73% del totale dei bandi sia riconducibile a concessioni per servizi e il restante 10% sia riconducibile ad altre possibili forme di PPP. Analizzando invece gli importi dei bandi, il segmento più rilevante diventa quello delle concessioni per lavori con una quota pari al 53%, mentre soltanto il 39% dell'importo totale risulta riconducibile a concessioni per servizi. Questa differenza mostra come l'importo medio dei bandi per lavori sia superiore all'importo medio dei bandi per servizi.

**Chart 16 – Municipality Using PPP at Least Once 2002-2018**

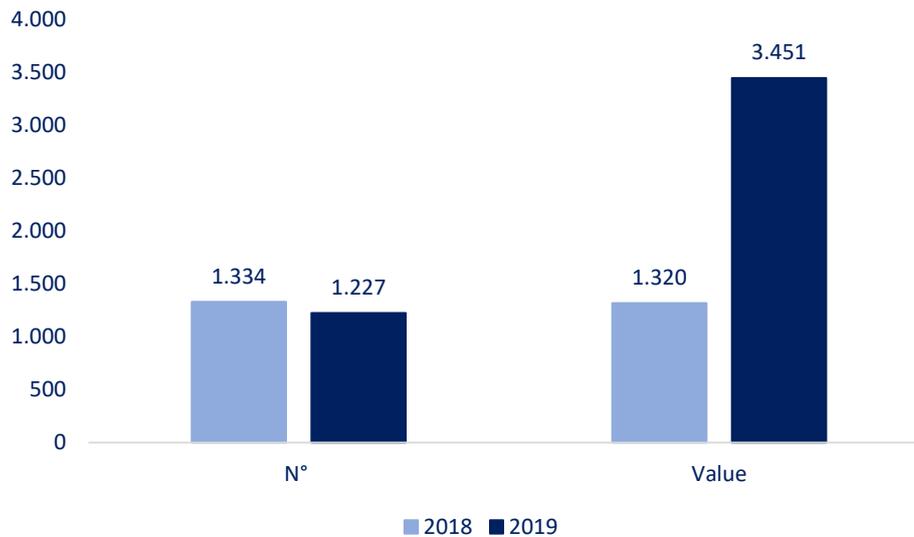


Source: Elaborazione EFEL e Cresme Europa Servizi su dati infopp.it, 2002-2019

La tipologia di bando PPP mostra un successo sempre crescente negli anni. Infatti, una quota molto significativa dei comuni italiani (pari al 70% circa) ha utilizzato tale tipologia di bando almeno una volta dal 2002 al 2018. Tale quota risulta ancora più significativa in alcune regioni come Toscana e Puglia dove il 93% dei comuni ha usufruito almeno una volta di tale tipologia di bando.

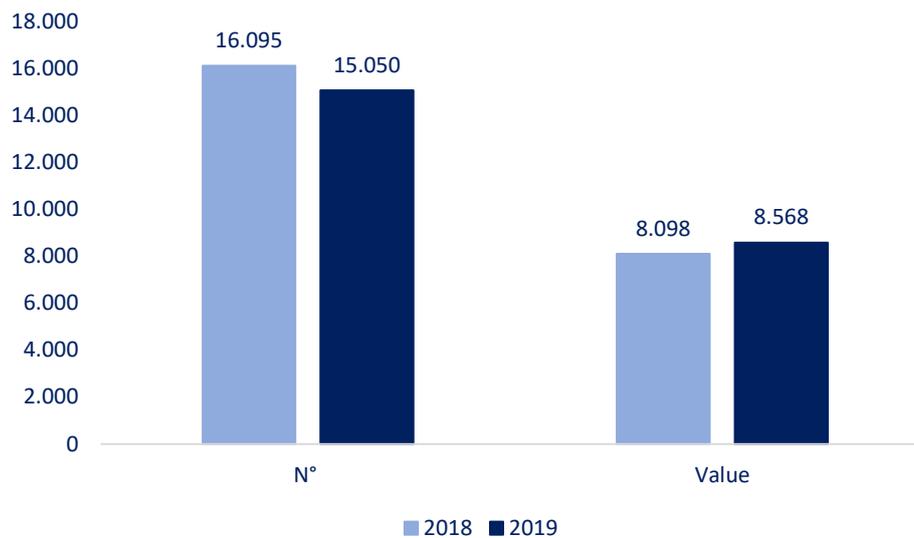
Le Regioni maggiormente presidiate da Nocivelli sono Lombardia, Sicilia, Emilia-Romagna e Piemonte che mostrano quote rispettivamente pari a: 72%, 79%, 85% e 50%. Tra queste Regioni solamente il Piemonte mostra valori inferiori alla media Nazionale.

**Chart 17 – Public Initiative Tender Number and Value (data in € mln) 2018-2019, National Authorities**



Source: ANCE su Dati Infoplus, 2019

**Chart 18 – Public Initiative Tender Number and Value (data in € mln) 2018-2019, Local Authorities**

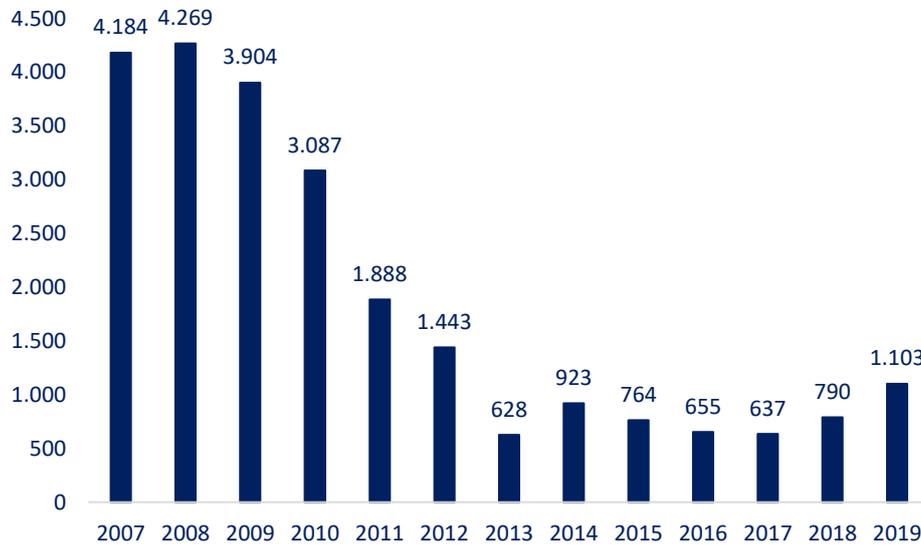


Source: ANCE su Dati Infoplus, 2019

Osservando i bandi di gara di iniziativa pubblica, sia considerando le gare in cui gli enti appaltanti sono Amministrazioni dello Stato sia considerando le gare in cui gli enti appaltanti sono Amministrazioni Locali, si evidenzia un leggero calo del numero di bandi di gara dal 2018

al 2019, accompagnato da una crescita degli importi totali delle gare. I dati riportati nei grafici testimoniano come i nuovi bandi coinvolgano progetti di dimensioni maggiormente rilevanti rispetto al passato.

**Chart 19 – Loans to Local Authorities (data in € mln) 2007-2019**



Source: MES Ragioneria generale dello Stato, 2019

Nonostante una leggera risalita negli ultimi anni, il valore dei mutui concessi ad Enti Locali per investimenti mostra una decrescita molto significativa (pari al 74% circa) dal 2007 al 2019. Questo aspetto dovrebbe favorire la formula del PPP di iniziativa privata come proposta di progetto, poiché permette agli Enti Locali di evitare situazioni di indebitamento diretto. Con la formula del PPP, infatti, è il privato ad investire e ad esporsi finanziariamente assumendosi la maggior parte dei rischi. A causa di questa esposizione finanziaria, l'operatore privato necessita di un'estrema solidità finanziaria e del *know-how* specifico per intraprendere operazioni di grande entità.

#### 4. Posizionamento Competitivo

**Table 4 – Main Competitor Services (2019 data)\***

	Revenues	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	EBIT Margin	Net Income	Net Income Margin	NFP	NFP/EBITDA
Engie Spa	2.650,7	-221,3	-8,3%	-239,5	-9,0%	138,4	5,2%	-4,6	N/A
Siram Spa	593,5	36,9	6,2%	30,5	5,1%	18,0	3,0%	-44,8	N/A
Rekeep Spa	1.003,7	97,5	9,7%	59,7	5,9%	3,4	0,3%	391,6	4,0x
Antas Srl	107,8	16,4	15,2%	8,8	8,1%	5,6	5,2%	40,9	2,5x
CPL Spa	300,1	24,5	8,2%	7,3	2,4%	7,2	2,4%	36,4	1,5x
Edison Spa	8.168,0	589,0	7,2%	205,0	2,5%	-464,0	-5,7%	775,0	1,3x
Mieci Spa	63,3	13,3	21,0%	12,7	20,1%	9,4	14,8%	5,9	0,4x
Apleona Spa	65,7	-5,9	-9,0%	-6,8	-10,3%	-7,5	-11,4%	-2,2	N/A
<b>MEDIAN</b>	<b>446,8</b>	<b>20,5</b>	<b>7,7%</b>	<b>10,8</b>	<b>3,8%</b>	<b>6,4</b>	<b>2,7%</b>	<b>21,2</b>	<b>1,5x</b>
<b>Nocivelli (FY 19-20A)</b>	<b>60,6</b>	<b>11,2</b>	<b>18,5%</b>	<b>10,1</b>	<b>16,7%</b>	<b>7,5</b>	<b>12,4%</b>	<b>-16,0</b>	<b>N/A</b>

\*I dati Antas sono relativi al FY2018

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

**Table 5 – Main Competitor Construction (2019 data)\***

	Revenues	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	EBIT Margin	Net Income	Net Income Margin	NFP	NFP/EBITDA
Gemmo Spa	162,8	8,0	4,9%	7,6	4,7%	5,4	3,3%	39,7	4,9x
Gianni Benvenuto Spa	35,2	1,0	3,0%	0,7	1,8%	0,4	1,2%	-0,7	N/A
Carlo Gavazzi Impianti Spa	79,2	13,4	17,0%	12,9	16,3%	6,7	8,4%	-13,3	N/A
Alpiq Energia Italia Spa	524,7	15,7	3,0%	12,4	2,4%	18,8	3,6%	-3,1	N/A
<b>MEDIAN</b>	<b>121,0</b>	<b>10,7</b>	<b>4,0%</b>	<b>10,0</b>	<b>3,5%</b>	<b>6,0</b>	<b>3,4%</b>	<b>-1,9</b>	<b>4,9x</b>
<b>Nocivelli (FY 19-20A)</b>	<b>60,6</b>	<b>11,2</b>	<b>18,5%</b>	<b>10,1</b>	<b>16,7%</b>	<b>7,5</b>	<b>12,4%</b>	<b>-16,0</b>	<b>N/A</b>

\*I dati Gemmo Spa sono relativi al FY2018

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

**Table 6 – Main Competitor/Partner PPP (2019 data)**

	Revenues	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	EBIT Margin	Net Income	Net Income Margin	NFP	NFP/EBITDA
CMB Spa	337,5	16,0	4,7%	9,8	2,9%	5,6	1,7%	45,5	2,9x
Itinera Spa	959,8	23,2	2,4%	5,0	0,5%	1,0	0,1%	101,6	4,4x
Webuild Spa	4.770,6	543,5	11,4%	270,2	5,7%	-14,1	-0,3%	111,6	0,2x
SALC Spa	49,1	1,9	3,9%	1,5	3,1%	0,8	1,6%	5,8	3,0x
Rizzani De Eccher Spa	477,0	1,2	0,3%	-12,4	-2,6%	-13,1	-2,7%	71,6	59,7x
Consorzio SIS Spa	338,9	20,1	5,9%	14,1	4,2%	16,3	4,8%	-36,2	N/A
<b>MEDIAN</b>	<b>408,0</b>	<b>18,0</b>	<b>4,3%</b>	<b>7,4</b>	<b>3,0%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9%</b>	<b>58,6</b>	<b>3,0x</b>
<b>Nocivelli (FY 19-20A)</b>	<b>60,6</b>	<b>11,2</b>	<b>18,5%</b>	<b>10,1</b>	<b>16,7%</b>	<b>7,5</b>	<b>12,4%</b>	<b>-16,0</b>	<b>N/A</b>

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

**Table 7 – Main Competitor Oil Products (2019 data)**

	Revenues	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	EBIT Margin	Net Income	Net Income Margin	NFP	NFP/EBITDA
Ferremi Battista Spa	149,3	4,8	3,2%	1,9	1,3%	1,2	0,8%	14,0	2,9x
Capricorno Spa	18,9	0,5	2,6%	0,4	2,0%	0,3	1,8%	1,5	3,1x
Mosca Srl	101,3	1,8	1,8%	1,5	1,5%	1,1	1,1%	12,4	6,9x
Bruschi & Muller Srl	69,4	1,1	1,6%	0,6	0,9%	0,5	0,7%	7,6	7,0x
<b>MEDIAN</b>	<b>85,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9%</b>	<b>10,0</b>	<b>5,0x</b>
<b>Nocivelli (FY 19-20A)</b>	<b>60,6</b>	<b>11,2</b>	<b>18,5%</b>	<b>10,1</b>	<b>16,7%</b>	<b>7,5</b>	<b>12,4%</b>	<b>-16,0</b>	<b>N/A</b>

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

Nello svolgimento del proprio business, la Società compete con alcuni importanti *player* del mercato italiano, in ambito servizi, costruzioni e vendita di prodotti petroliferi.

Rispetto alla maggior parte dei *competitor*, Nocivelli vanta alcuni importanti elementi distintivi:

- **Solidità finanziaria e risultati in crescita:** la Società è caratterizzata da una solida struttura finanziaria che consente, tra le altre cose, di ottenere le polizze fideiussorie previste ex art 183 comma 15 d. lgs 50/2016 a garanzia della validità e solidità delle proposte presentate e di fidelizzare i propri clienti;
- **Certificazioni:** il Gruppo detiene un ampio *range* di certificazioni (SOA categoria OG11 classifica illimitata VIII, OG1 classifica V, OS28 OS30 classifica illimitata VIII, OS3) dalle quali dipende la possibilità di partecipazione a determinate gare di appalto o opere di PPP. Inoltre, il Gruppo è in possesso di Certificati Lavori di buona Esecuzione (CEL) rilasciati dalla Pubblica Amministrazione al completamento e collaudo delle opere. Tali certificati, caricati sulla piattaforma ANAC, sono molto poco diffusi sul mercato italiano, soprattutto per operazioni di grandi dimensioni, e sono necessari e posti quali requisiti al fine di poter accedere ad operazioni di PPP di grandi dimensioni;
- **Offerta trasversale ed integrata:** il Gruppo Nocivelli, a differenza dei propri *competitor*, ha la capacità di garantire ai propri clienti un'offerta integrata di prodotti e servizi. I clienti ricevono dunque un servizio chiavi in mano che va dalla progettazione dell'opera, alla sua realizzazione sino ad arrivare alla gestione della stessa ed alla fornitura dei servizi complementari;
- **Esperienza:** il Gruppo è riconosciuto come leader di settore a livello nazionale e ricopre ruoli rilevanti nella maggior parte delle operazioni di PPP, concessione e appalto. La *leadership* del Gruppo è frutto dell'esperienza ventennale nel settore;
- **Struttura snella:** il Gruppo è in grado di gestire in tempi rapidi le problematiche offerte dai clienti;
- **Know-how:** grazie all'esperienza acquisita dal Gruppo e al personale altamente specializzato, il Gruppo Nocivelli mette a disposizione dei clienti un importante livello di *know-how* che consente di redigere e sviluppare proposte di PPP con tempistiche ristrette e costi contenuti. Questo è possibile anche grazie al fatto che i dipendenti chiave e il management di Nocivelli sono cresciuti e si sono formati all'interno del Gruppo stesso. Questo permette una visione di lunghissimo periodo fondamentale nel business svolto, caratterizzato da commesse di durata ultraventennale.

#### 4.1 Swot

**Strengths:**

- Posizione di leadership ed esperienza ventennale sul mercato di riferimento;
- *Know-how* consolidato;
- Solidità della struttura finanziaria;
- Capacità di creare *partnership* con i propri *competitor*;
- Offerta integrata sul mercato;
- Comprovata capacità di presentare proposte interessanti alla PA, nell'ambito del PPP;
- Certificazioni che permettono di operare su una vasta gamma di soluzioni.

**Weaknesses:**

- Dimensione del Gruppo ancora ridotta rispetto ai *competitor*;
- Operatività ancora legata al solo territorio italiano;
- Concentrazione della clientela nel segmento della Pubblica Amministrazione.

**Opportunities:**

- Crescita del mercato PPP;
- Crescita degli importi stanziati per bandi pubblici;
- Necessità di ammodernamento delle infrastrutture nazionali;
- Apertura del business ad altri Paesi stranieri;
- Possibili nuove risorse destinate al mercato di riferimento in risposta alla crisi derivante dall'epidemia Covid 19;
- Incremento di bandi pubblici in ambito sanitario come conseguenza della diffusione dall'epidemia Covid 19.

**Threats:**

- Incremento del rischio paese;
- Possibili scenari macroeconomici sfavorevoli;
- Possibile ingresso di nuovi *competitor* internazionali;
- Possibili limitazioni della spesa pubblica in Italia.

## 5. Economics & Financials

**Table 8 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY18-19A</b>	<b>FY19-20A</b>	<b>FY20-21E</b>	<b>FY21-22E</b>	<b>FY22-23E</b>	<b>FY23-24E</b>	<b>FY24-25E</b>
Revenues	60,89	60,64	78,00	86,00	86,60	87,40	87,60
Other Revenues	9,26	0,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Value of Production</b>	<b>70,16</b>	<b>61,23</b>	<b>78,00</b>	<b>86,00</b>	<b>86,60</b>	<b>87,40</b>	<b>87,60</b>
COGS	17,49	12,25	15,45	17,20	17,25	17,35	17,35
Services	37,24	30,66	41,15	45,40	45,50	45,80	45,80
Use of assets owned by others	0,21	0,25	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Employees	5,70	5,86	7,70	8,75	8,80	8,85	8,85
Other Operating Expenses	0,80	0,99	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50
<b>EBITDA</b>	<b>8,72</b>	<b>11,22</b>	<b>12,60</b>	<b>13,80</b>	<b>14,20</b>	<b>14,55</b>	<b>14,75</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,3%</i>	<i>18,5%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,8%</i>
<i>Adjustment</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>2,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<b>EBITDA Adj.</b>	<b>8,72</b>	<b>11,22</b>	<b>14,60</b>	<b>13,80</b>	<b>14,20</b>	<b>14,55</b>	<b>14,75</b>
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>14,3%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,7%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,8%</i>
D&A	0,96	1,08	1,50	2,00	2,00	2,35	2,55
<b>EBIT</b>	<b>7,76</b>	<b>10,14</b>	<b>13,10</b>	<b>11,80</b>	<b>12,20</b>	<b>12,20</b>	<b>12,20</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>12,7%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,8%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,9%</i>
Financial Management	0,31	0,19	(0,15)	0,55	0,65	0,15	0,15
<b>EBT</b>	<b>8,07</b>	<b>10,33</b>	<b>12,95</b>	<b>12,35</b>	<b>12,85</b>	<b>12,35</b>	<b>12,35</b>
Taxes	2,29	2,84	3,80	3,65	3,85	3,65	3,65
<b>Net Income</b>	<b>5,78</b>	<b>7,49</b>	<b>9,15</b>	<b>8,70</b>	<b>9,00</b>	<b>8,70</b>	<b>8,70</b>

<b>BALANCE SHEET (€/mIn)</b>	<b>FY18-19A</b>	<b>FY19-20A</b>	<b>FY20-21E</b>	<b>FY21-22E</b>	<b>FY22-23E</b>	<b>FY23-24E</b>	<b>FY24-25E</b>
<b>Fixed Assets</b>	<b>5,00</b>	<b>4,24</b>	<b>6,70</b>	<b>7,45</b>	<b>8,05</b>	<b>7,85</b>	<b>6,75</b>
Account receivable	12,38	11,36	17,25	19,20	19,35	19,55	19,60
Inventories	13,22	2,27	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
Account payable	7,64	5,91	7,90	9,65	9,70	9,70	9,60
<b>Operating Working Capital</b>	<b>17,96</b>	<b>7,72</b>	<b>11,65</b>	<b>11,85</b>	<b>11,95</b>	<b>12,15</b>	<b>12,30</b>
Other receivable	7,37	5,50	13,00	11,95	11,35	11,35	11,25
Other payable	9,80	6,89	7,25	6,05	6,05	6,05	6,05
<b>Net Working Capital</b>	<b>15,53</b>	<b>6,33</b>	<b>17,40</b>	<b>17,75</b>	<b>17,25</b>	<b>17,45</b>	<b>17,50</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	1,88	1,94	2,20	2,50	2,75	3,00	3,30
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>18,64</b>	<b>8,63</b>	<b>21,90</b>	<b>22,70</b>	<b>22,55</b>	<b>22,30</b>	<b>20,95</b>
Share Capital	1,00	1,00	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
Reserves	21,11	16,15	34,24	43,39	52,09	61,09	69,79
Net Income	5,78	7,49	9,15	8,70	9,00	8,70	8,70
<b>Equity</b>	<b>27,89</b>	<b>24,64</b>	<b>44,53</b>	<b>53,23</b>	<b>62,23</b>	<b>70,93</b>	<b>79,63</b>
Cash & Cash Equivalent	16,15	19,21	24,08	30,83	39,68	48,63	58,68
Short Term Debt to Bank	3,36	1,72	0,90	0,30	0,00	0,00	0,00
M/L Term Debt to Bank	3,54	1,48	0,55	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>(9,25)</b>	<b>(16,01)</b>	<b>(22,63)</b>	<b>(30,53)</b>	<b>(39,68)</b>	<b>(48,63)</b>	<b>(58,68)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>18,64</b>	<b>8,63</b>	<b>21,90</b>	<b>22,70</b>	<b>22,55</b>	<b>22,30</b>	<b>20,95</b>

<b>CASH FLOW (€/mIn)</b>	<b>FY19-20A</b>	<b>FY20-21E</b>	<b>FY21-22E</b>	<b>FY22-23E</b>	<b>FY23-24E</b>	<b>FY24-25E</b>
EBIT	10,14	13,10	11,80	12,20	12,20	12,20
Taxes	2,84	3,80	3,65	3,85	3,65	3,65
<b>NOPAT</b>	<b>7,30</b>	<b>9,30</b>	<b>8,15</b>	<b>8,35</b>	<b>8,55</b>	<b>8,55</b>
D&A	1,08	1,50	2,00	2,00	2,35	2,55
Change in receivable	1,02	(5,89)	(1,95)	(0,15)	(0,20)	(0,05)
Change in inventories	10,95	(0,03)	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	(1,73)	1,99	1,75	0,05	0,00	(0,10)
Change in others	-1,04	-7,14	-0,15	0,60	0,00	0,10
<i>Change in NWC</i>	<i>9,20</i>	<i>(11,07)</i>	<i>(0,35)</i>	<i>0,50</i>	<i>(0,20)</i>	<i>(0,05)</i>
Change in provisions	0,05	0,26	0,30	0,25	0,25	0,30
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>17,64</b>	<b>(0,01)</b>	<b>10,10</b>	<b>11,10</b>	<b>10,95</b>	<b>11,35</b>
Capex	(0,3)	(4,0)	(2,8)	(2,6)	(2,2)	(1,5)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>17,31</b>	<b>(3,97)</b>	<b>7,35</b>	<b>8,50</b>	<b>8,80</b>	<b>9,90</b>
Financial Management	0,19	(0,15)	0,55	0,65	0,15	0,15
Change in Debt to Bank	(3,70)	(1,74)	(1,15)	(0,30)	0,00	0,00
Change in Equity	(10,74)	10,74	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>3,05</b>	<b>4,88</b>	<b>6,75</b>	<b>8,85</b>	<b>8,95</b>	<b>10,05</b>

\*Dati FY19-20A Pro Forma

Source: stime Integrae SIM

## 5.1 1H20-21A Results

Tramite comunicato stampa, commentando i risultati semestrali al 31/12/20, la Società dichiara che: *“I risultati finanziari approvati testimoniano che il Gruppo ha continuato a crescere, nonostante la generale situazione di crisi, che non ha avuto effetti significativi sulle nostre attività.”*.

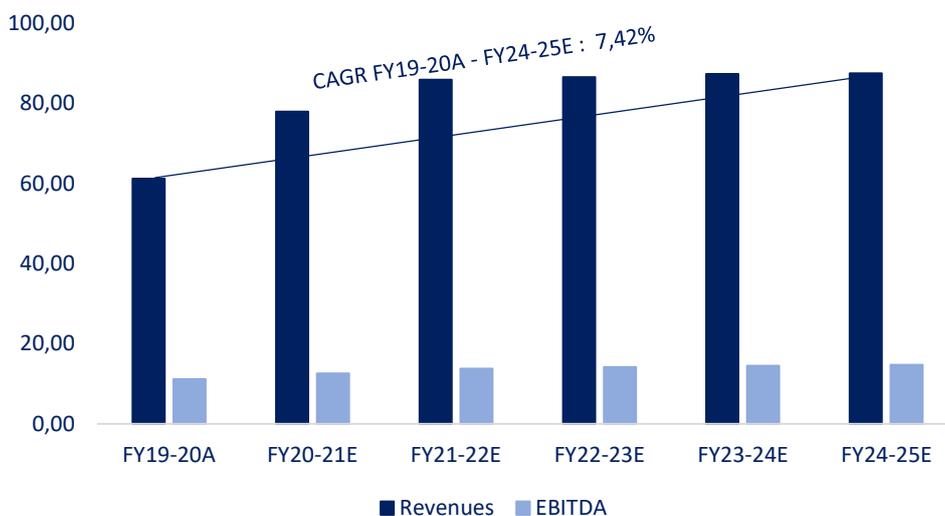
I ricavi si attestano a € 29,0 mln, mostrando una crescita significativa, pari al 15,7%, rispetto a € 25,1 mln del 31/12/19. La crescita è stata prevalentemente possibile grazie ai contratti pluriennali in essere tra Nocivelli e le amministrazioni pubbliche ed all'avvio, nel corso del semestre concluso, delle nuove commesse per la realizzazione di nuovi impianti. In crescita anche il valore della produzione che passa da € 29,1 mln a € 29,5 mln.

L'EBITDA, pari a € 5,54 mln, registra un importante aumento pari al 7,2% rispetto ai € 5,16 mln del 31/12/19. In crescita anche l'EBITDA Margin che passa dal 17,7% al 18,8%. Il miglioramento, in termini di marginalità, è principalmente collegato ad un maggiore efficientamento dell'attività produttiva e a minori costi.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,40 mln, è pari a € 5,14 mln, rispetto a € 4,70 mln al 31/12/2019, corrispondente ad una crescita dell'EBIT Margin da 16,1% a 17,4%. In crescita anche il Net Income da € 3,58 mln a € 4,12 mln.

La NFP risulta *cash positive* pari a - € 20,71 mln, in miglioramento rispetto al dato al 30/6/20 pro-forma pari a - € 16,01 mln. I dati FY19-20A esposti sono pro forma al fine di considerare che la Capogruppo ABP Nocivelli ha realizzato un'operazione straordinaria di scissione parziale proporzionale, trasferendo il ramo di attività immobiliare “non core” ad una Società di nuova costituzione denominata Immobiliare Nocivelli Srl, non compresa nel perimetro di consolidamento.

## 5.2 FY20-21E – FY24-25E Estimates

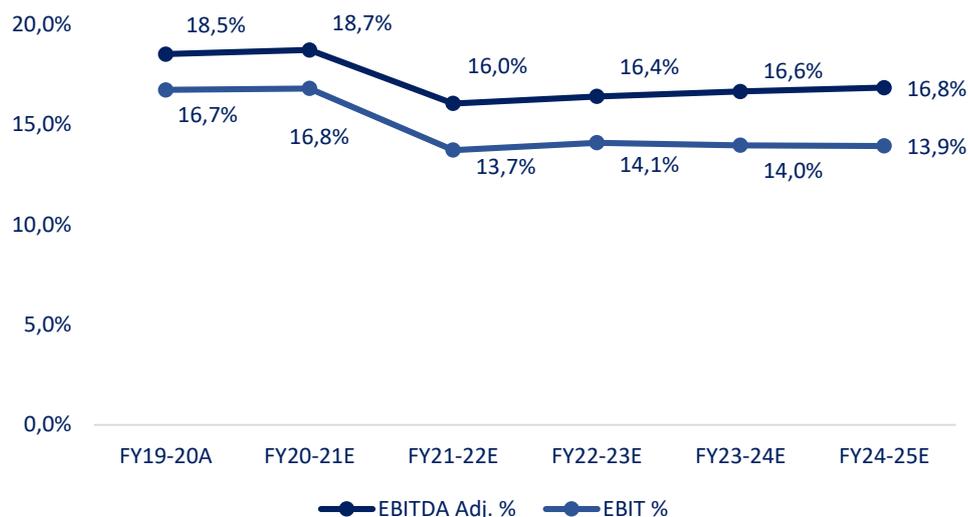
**Chart 20 – VoP, EBITDA FY19-20A - FY24-25E**


Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 61,23 mln del FY19-20A a € 87,60 mln del FY 24-25E (CAGR 19-20A - 24-25E: 7,42%), grazie ai seguenti principali *driver*:

- Consolidamento ed espansione del mercato nazionale:** crediamo che il Gruppo, anche grazie alle relazioni create con accordi di *partnership* sul mercato italiano, possa continuare ad incrementare il numero di proposte in ambito PPP di iniziativa privata e il numero di partecipazioni a procedure di gara per l'affidamento di concessioni. Nel panorama nazionale, infatti, il mercato dei servizi e delle nuove realizzazioni per le Pubbliche Amministrazioni e, in particolare, il mercato delle strutture ospedaliere risulta in continua crescita, grazie alla necessità di adeguamento delle strutture sanitarie alle normative antisismiche e prevenzione incendi e alle esigenze emerse a seguito della pandemia Covid 19;
- Espansione geografica con apertura a mercati internazionali:** sulla base del lavoro svolto sul mercato nazionale, crediamo che il Gruppo possa iniziare a svolgere il proprio business anche su mercati internazionali, con particolare focus su Inghilterra e Germania, mercati nei quali operano alcuni partner del Gruppo. Crediamo, infatti, che per lo svolgimento del proprio business su mercati ancora non presidiati, Nocivelli possa sfruttare accordi di *partnership* con operatori complementari già leader sui mercati esteri.

Più nello specifico, le nostre stime sono basate su contratti pluriennali già in essere e già in fase di lavorazione, grazie ai quali è possibile stimare una parte significativa delle *revenues* in quanto ricorrenti. La crescita dei ricavi è legata in particolare alla crescita della voce ricavi per la realizzazione di impianti. La crescita di tale voce è stimata in base a contrattazioni già in essere e alla capacità di concludere tali contrattazioni storicamente osservabile. Nelle nostre stime, le voci di ricavi per servizi inserite nello storico in altri ricavi sono state ricomprese nella voce *revenues*.

**Chart 21 – EBITDA Adj.% and EBIT% FY19-20A - FY24-25E**


Source: elaborazione Integrae SIM

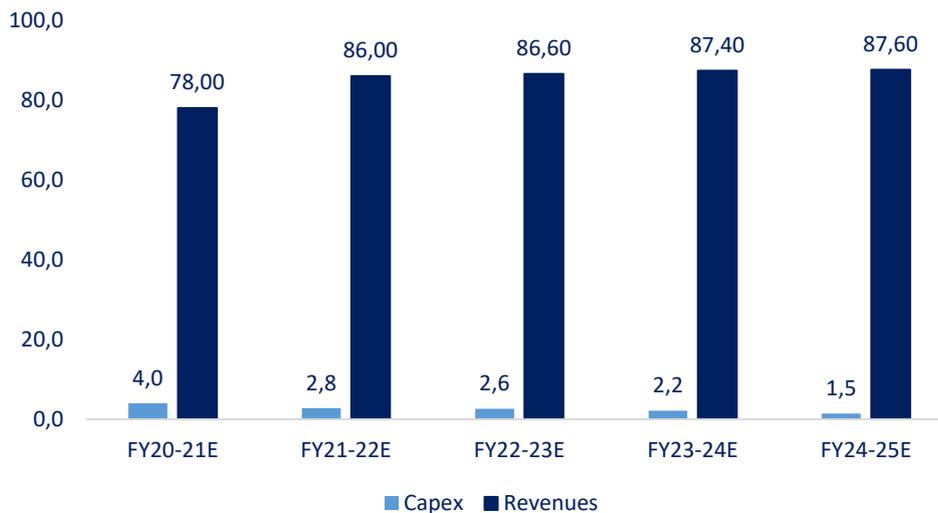
Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA Adj. che, secondo le nostre stime, passerà da € 11,22 mln FY19-20A a € 14,75 mln del FY 24-25E. Crediamo che Nocivelli sarà in grado di migliorare la propria marginalità nel segmento servizi, grazie alla continua evoluzione tecnologica delle apparecchiature che, secondo le nostre stime, consentirà ulteriore efficienza in termini di risparmio energetico, con conseguente miglioramento della redditività dei contratti, soprattutto nell'ambito delle concessioni di lunga durata. Inoltre, crediamo che ad oggi, la Società, grazie all'esperienza ventennale nel segmento costruzioni, sia strutturata per cogliere le migliori opportunità sul mercato sfruttando economie di scala e le relazioni create con partner e fornitori, andando dunque ad incrementare la marginalità di alcuni contratti. Per questi motivi, ci aspettiamo una crescita leggera ma costante dal FY21-22E dell'EBITDA Margin.

È possibile osservare come la marginalità dal FY21-22E risulti leggermente inferiore a quella degli anni precedenti. Secondo le nostre stime, tale variazione della marginalità è riconducibile ad un maggior impegno del Gruppo nella realizzazione di nuovi impianti: attività a marginalità inferiore rispetto a quella derivante da altri servizi offerti. Crediamo che il Gruppo deciderà di focalizzarsi su tale attività poiché rappresenta lo *step* iniziale di contratti di durata pluriennale che, una volta terminata la realizzazione degli impianti stessi, permetteranno al Gruppo di focalizzarsi sui servizi a maggior marginalità. Infatti, alcune delle commesse svolte dal Gruppo prevedono dapprima l'attività di realizzazione di impianti (a marginalità contenuta) e, in seguito, la prestazione di ulteriori servizi (a maggior marginalità) sull'impianto realizzato.

Inoltre, l'anno 20-21E mostra una marginalità ancora superiore per la presenza di ricavi un tantum pari a € 2,0 mln derivanti da un accordo già in essere, nell'ambito del Project Financing 2° Spedali Civili di Brescia, per la consulenza per la vendita a soggetti terzi di immobili agricoli e rurali di antichissima proprietà degli Spedali Civili di Brescia ad un determinato prezzo. Tali ricavi sono stati inseriti nella voce "adjustment" in Conto Economico.

Oltre a queste voci, alla formazione dell'utile di esercizio, sotto forma di proventi finanziari, contribuiscono i dividendi già programmati dalle partecipate Catalyst Brescia Srl (in corso di chiusura nel 2023E) e Futura Srl. In ragione della chiusura di Catalyst Brescia Srl nel 2023E e della relativa interruzione dei dividendi pagati, gli esercizi successivi al FY 22-23E mostrano un Net Income leggermente inferiore.

**Chart 22 – Revenues, Capex FY20-21E - FY24-25E**



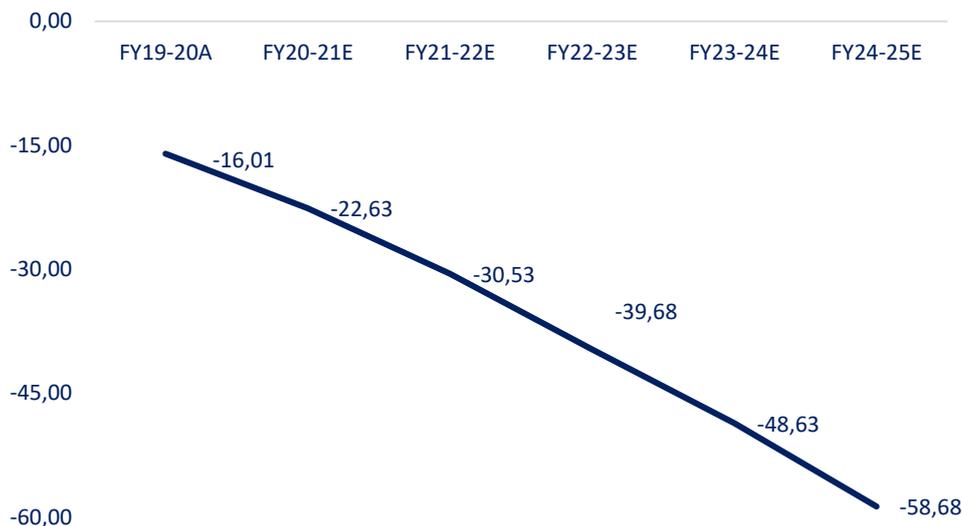
Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di Capex, crediamo che il Gruppo continuerà a perseguire i propri obiettivi di investimento. In particolare, ci aspettiamo investimenti per:

- apparecchiature soggette a sostituzione già prevista contrattualmente;
- predisposizione di proposte di PPP;
- realizzazione dei nuovi uffici.

Per l'anno 20-21E, la voce Capex comprende i costi di IPO.

**Chart 23 - NFP FY19-20A - FY24-25E**



Source: elaborazione Integrae SIM

Crediamo che il Gruppo, possa continuare a migliorare la propria NFP, grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica.

Nel FY 20-21E, si osserva un aumento del net working capital, collegato all'avvio di alcune nuove commesse per la Pubblica Amministrazione, questo porterà, secondo le nostre stime, ad un temporaneo sbilanciamento in termini di crediti tributari. Infatti, la Pubblica Amministrazione, per obbligo di legge, deve fatturare con Iva in "split payment" (dunque senza

imputazione dell'iva al cliente), mentre il Gruppo acquista beni e servizi per la realizzazione delle commesse con Iva ordinaria al 22%. La NFP mostra un sensibile miglioramento nel corso dell'anno, grazie alla raccolta derivante dall'operazione di IPO.

### 5.3 Use of Proceeds

Nocivelli ha portato a termine la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate a dare maggiore impulso al processo di crescita. In particolare, crediamo che il Gruppo potrà investire i proventi della quotazione per continuare la propria crescita tramite la formazione di un'ulteriore SPV, necessaria allo svolgimento delle opere relative ad una delle opportunità per le quali Nocivelli è attualmente in corsa.

In particolare, crediamo che, tramite la raccolta da IPO, la Società potrà inizialmente rafforzare la propria posizione finanziaria, al fine di assicurare la capacità di investimento nella SPV e di condurre pariteticamente le trattative con i partner nel corso dell'anno 2021. Una volta garantita la propria capacità di investimento ed una volta che il Gruppo si sarà aggiudicato una nuova opportunità, crediamo che Nocivelli potrà finalizzare l'investimento nella SPV. Secondo le nostre stime, tale investimento dovrebbe essere finalizzato parzialmente tramite *equity* e parzialmente tramite finanziamento soci. A quel punto la SPV sarà operativa e potrà svolgere le attività oggetto del contratto stipulato.

## 6. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity range* di Nocivelli sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di Società comparabili.

### 6.1 DCF Method

**Table 9 – WACC**

<b>WACC</b>		<b>6,87%</b>
Risk Free Rate	-0,13% $\alpha$ (specific risk)	2,00%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,8
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	0,9
Ke	7,55% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di febbraio 2021 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2,0%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei competitors;
- Kd coincide con il costo del debito stimato della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 6,87%.

**Table 10 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>178,9</b>
FCFO actualized	26,0	17%
TV actualized DCF	130,3	83%
<b>Enterprise Value</b>	<b>156,3</b>	100%
NFP (FY 20-21E)	(22,6)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un *equity value* di € 178,9 mln.

**Table 11 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln		WACC						
		5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%
Growth Rate (g)	2,5%	332,9	285,7	250,7	223,7	202,3	184,8	170,3
	2,0%	290,9	255,2	227,6	205,7	187,9	173,1	160,7
	1,5%	259,7	231,6	209,3	191,1	176,0	163,3	152,5
	1,0%	235,7	212,9	194,3	178,9	166,0	154,9	145,3
	0,5%	216,6	197,7	182,0	168,7	157,4	147,6	139,1
	0,0%	201,1	185,0	171,5	160,0	150,0	141,3	133,6
	-0,5%	188,2	174,4	162,6	152,4	143,5	135,7	128,8

Source: Integrae SIM

## 6.2 Market Multiples

Al fine di catturare al meglio la diversificazione del Gruppo, abbiamo condotto la valutazione utilizzando i multipli di due diversi Panel:

- Il primo contenente Società appartenenti al mercato Servizi e *Facility Management*;
- Il secondo contenente Società appartenenti al mercato Costruzioni.

### 6.2.1 Composizione del Panel Servizi e Facility Management

**Coor Service Management Holding (Sweden)** si occupa della fornitura di servizi di *facility management*. Offre inoltre servizi di consulenza immobiliare e strategica. Opera principalmente nei seguenti segmenti geografici: Svezia, Norvegia, Finlandia e Danimarca. La Società è stata fondata nel 1998 e ha sede a Kista, Svezia.

**ABM Industries Inc (Usa)** si impegna nella fornitura di servizi di *facility management* per edifici commerciali, industriali e istituzionali. Il segmento Business & Industry comprende i servizi di pulizia, l'ingegneria delle strutture e i servizi di parcheggio per immobili commerciali e strutture sportive e di intrattenimento. Tra i molti servizi che offre, tramite il segmento Solutions, si occupa di impianti meccanici ed elettrici. La Società è stata fondata da Morris Rosenberg nel 1909 e ha sede a New York, USA.

**ISS A/S (Denmark)** è una Società danese attiva nella fornitura di servizi di *facility management*. La Società opera attraverso i seguenti segmenti geografici: Europa continentale, Europa del Nord, Asia e Pacifico, Americhe. ISS offre i propri servizi a clienti appartenenti a svariati settori merceologici tra i quali: pubblica amministrazione, sanità, trasporti e infrastrutture, vendita al dettaglio e vendita all'ingrosso. La Società è stata fondata nel 1901 e ha sede a Søborg, Danimarca.

**Bilfinger SE (Germany)** si occupa della fornitura di servizi industriali. Opera attraverso i seguenti settori di attività: ingegneria e tecnologie, manutenzione, modifiche e operazioni. Il settore ingegneria e tecnologie offre servizi di ingegneria e soluzioni tecniche. Il segmento manutenzione, modifiche e operazioni offre servizi di manutenzione, modifica e gestione operativa degli impianti industriali. La Società è stata fondata nel 1880 e ha sede a Mannheim, in Germania.

**Table 12 – Comparables Financial Highlights Services (data in € mln)\***

FY2019A	Coor Service Management Holding	ABM Industries Inc.	ISS A/S	Biffinger SE	Peer Median	Novvelli FY 19-20A
Country	Sweden	USA	Denmark	Germany		
Mkt Cap	755,1	2.172,5	3.973,2	1.528,7	1.850,6	
EV	922,6	2.839,1	5.962,4	1.581,8	2.210,5	
<b>Profitability</b>						
Sales	974,5	5.781,0	10.521,5	4.326,9	5.054,0	60,6
EBITDA	70,7	299,3	633,4	186,0	242,7	11,2
EBIT	34,3	203,8	416,8	74,5	139,2	10,1
Net Profit	20,7	123,2	221,8	53,1	88,2	7,5
EBITDA Margin	7,3%	5,2%	6,0%	4,3%	5,6%	18,5%
EBIT Margin	3,5%	3,5%	4,0%	1,7%	3,5%	16,7%
Net Profit Margin	2,1%	2,1%	2,1%	1,2%	2,1%	12,4%
<b>Capital Structure</b>						
NFP	-4,6	-44,8	1.989,2	53,1	24,2	-16,0
NFP/EBITDA	N/A	N/A	3,1x	0,3x	1,7x	N/A

Source: Bloomberg

## 6.2.2 Composizione del Panel Costruzioni

**Webuild SpA (Italy)** il Gruppo, che nasce nel 2020 da Salini Impregilo, è un *player* globale del mercato delle costruzioni specializzato nella costruzione di grandi opere e infrastrutture complesse per la mobilità sostenibile, energia idroelettrica, acqua, *green buildings* e *tunneling*. La Società è stata fondata nel 1906 e ha sede a Milano, Italia.

**Balfour Beatty PLC (UK)** si occupa della fornitura di servizi infrastrutturali. Offre un'ampia gamma di servizi nei settori dell'edilizia, dell'ingegneria civile e dell'ingegneria meccanica ed elettrica. Il settore Servizi di costruzione comprende le attività che portano alla costruzione fisica di un bene. Il settore Servizi di supporto si occupa di manutenzione e ristrutturazione di beni. Alcuni importanti progetti svolti da Balfour sono sviluppati in regime di concessione garantite da autorità governative. La Società è stata fondata da George Balfour e Andrew Beatty il 12 gennaio 1909 e ha sede a Londra, Regno Unito.

**VINCI SA (France)** si occupa di progettazione, costruzione, finanziamento e gestione di strutture di trasporto, edifici pubblici e privati e di sviluppo urbano e di reti idriche, energetiche e di comunicazione. La Società opera tramite i seguenti settori di attività: concessioni e appalti. La Società è stata fondata da Alexandre Giros e Louis Loucheur nel 1899 e ha sede a Rueil-Malmaison, Francia.

**Obrascon Huarte Lain SA (Spain)** si occupa della gestione delle concessioni di infrastrutture amministrative e delle relative costruzioni. Opera attraverso i seguenti segmenti: concessioni, ingegneria e costruzione e sviluppo. In particolare, il primo segmento si occupa di concessioni di infrastrutture amministrative, relative principalmente a trasporti, parcheggi, porti e aeroporti. La Società è stata fondata il 15 maggio 1911 e ha sede a Madrid, Spagna.

**Eiffage SA (France)** è una *holding* che si occupa di progetti in ambito concessioni, partenariato pubblico-privato, costruzioni e lavori pubblici. Il segmento costruzioni si occupa di progettazione e costruzione di edifici, sviluppo immobiliare e manutenzione degli edifici. Il settore lavori pubblici si occupa di ingegneria civile, costruzione di strade, manutenzione di infrastrutture e produzione di materiali. Il segmento gestione concessioni e *utilities management* si occupa della costruzione e gestione di infrastrutture in regime di concessione e di partenariato pubblico-privato. La Società è stata fondata il 12 giugno 1920 e ha sede a Parigi, Francia.

**Table 13 – Comparables Financial Highlights Construction (data in € mln)**

FY2019A	Webuild SpA	Balfour Beatty PLC	VINCISA	Obrascon Huarte Lain SA	Eiffage SA	Peer Median	Noctivelli FY 19-20A
Country	Italy	UK	France	Spain	France		
Mkt Cap	1.441,9	2.129,6	59.918,5	303,7	9.996,0	2.129,6	
EV	1.553,5	2.033,9	86.322,5	293,9	22.011,0	2.033,9	
<b>Profitability</b>							
Sales	4.770,6	8.340,3	48.753,0	2.959,9	18.690,0	8.340,3	60,6
EBITDA	543,5	229,2	8.540,0	56,0	3.006,0	543,5	11,2
EBIT	270,2	125,5	5.500,0	-12,3	1.965,0	270,2	10,1
Net Profit	-14,1	165,8	3.299,4	-89,7	761,7	165,8	7,5
EBITDA Margin	11,4%	2,7%	17,5%	1,9%	16,1%	11,4%	18,5%
EBIT Margin	5,7%	1,5%	11,3%	-0,4%	10,5%	5,7%	16,7%
Net Profit Margin	-0,3%	2,0%	6,8%	-3,0%	4,1%	2,0%	12,4%
<b>Capital Structure</b>							
NFP	111,6	-95,7	26.404,0	-9,8	12.015,0	111,6	-16,0
NFP/EBITDA	0,2x	N/A	3,1x	N/A	4,0x	3,1x	N/A

Source: Bloomberg

### 6.2.3 Multiples Method

**Table 14.1 – Market Multiples Services and Facility Management**

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E
Coor Service Management Holding	10,4	10,1	10,1	21,6	18,7	17,4
ABM Industries Inc.	11,1	9,6	10,3	15,2	12,5	13,2
ISS A/S	N/M	11,8	8,6	N/M	25,1	14,1
Bilfinger SE	14,0	4,7	3,8	N/M	9,2	6,3
<b>Peer median</b>	<b>11,1</b>	<b>9,8</b>	<b>9,3</b>	<b>18,4</b>	<b>15,6</b>	<b>13,6</b>

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

**Table 14.2 – Market Multiples Construction**

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E
Webuild SpA	4,5	6,8	6,2	7,2	11,9	10,8
Balfour Beatty plc	18,6	8,7	7,1	37,6	11,2	9,8
VINCI SA	12,6	10,0	8,8	26,0	17,0	13,9
Obrascon Huarte Lain SA	7,5	7,6	7,1	39,6	73,6	35,9
Eiffage SA	8,6	7,1	6,4	16,5	11,6	10,2
<b>Peer median</b>	<b>8,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>26,0</b>	<b>11,9</b>	<b>10,8</b>

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

**Table 15 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2020E	2021E	2022E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	110,5	127,2	113,1
EV/EBIT	225,2	180,1	143,9
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	126,5	149,9	143,6
EV/EBIT	241,2	202,8	174,4
<b>Equity Value post 10% discount</b>			
EV/EBITDA	113,9	134,9	129,3
EV/EBIT	217,1	182,5	157,0
<b>Average</b>	<b>165,5</b>	<b>158,7</b>	<b>143,1</b>

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

L'equity value di Nocivelli utilizzando la media tra i *market multiple* EV/EBITDA ed EV/EBIT dei due Panel, risulta essere pari a circa € 173,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 10% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Nocivelli rispetto ai comparables: ne risulta un equity value di € 155,8 mln.

## 7. Equity Value

**Table 16 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>167,3</b>
Equity Value DCF (€/mln)	178,9
Equity Value multiples (€/mln)	155,8
<b>Target Price (€)</b>	<b>5,50</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a € 167,3 mln. Il target price è quindi di € 5,50, rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

**Table 17 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis**

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA Adj.			EV/EBIT		
	FY20-21E	FY21-22E	FY22-23E	FY20-21E	FY21-22E	FY22-23E
164,0	10,1x	10,7x	10,4x	11,3x	12,5x	12,1x
165,0	10,2x	10,8x	10,5x	11,4x	12,6x	12,2x
166,0	10,3x	10,9x	10,6x	11,4x	12,7x	12,3x
167,0	10,3x	10,9x	10,6x	11,5x	12,8x	12,4x
168,0	10,4x	11,0x	10,7x	11,6x	12,9x	12,5x
169,0	10,5x	11,1x	10,8x	11,7x	13,0x	12,5x
170,0	10,5x	11,2x	10,8x	11,8x	13,1x	12,6x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018**

**Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca and Emanuele Negri are current financial analysts.

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011. INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

<b>Date</b>	<b>Price</b>	<b>Recommendation</b>	<b>Target Price</b>	<b>Risk</b>	<b>Comment</b>
-------------	--------------	-----------------------	---------------------	-------------	----------------

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

**Rating system (long term horizon: 12 months)**

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

**Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)**

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

**Conflict of interest**

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Nocivelli SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Nocivelli SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Nocivelli SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae SIM.