

Sebino	Italy	FTSE AIM Italia	Fire & Security
Rating: BUY	Target Price: € 3,70	Initiation of Coverage	Risk: Medium

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	€ 2,52
Target price	€ 3,70
Upside/(Downside) potential	47,0%
Bloomberg Code	SEB IM Equity
Market Cap (€m)	€ 33,47
EV (€m)	€ 38,68
Free Float	13,42%
Share Outstanding	13.282.000
52-week high	€ 2,66
52-week low	€ 2,00
Average daily volumes (3m)	N/A

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	39,7	40,0	45,0	50,0
EBITDA Adj.	6,4	6,6	7,2	8,4
EBITDA	5,7	6,0	7,2	8,4
EBIT	5,0	5,3	6,5	7,7
Net Profit	3,3	3,5	4,2	5,0
EBITDA Adj. margin	16,2%	16,5%	15,9%	16,7%
EBIT margin	12,5%	13,4%	14,4%	15,4%
Net Profit margin	8,2%	8,7%	9,4%	10,1%

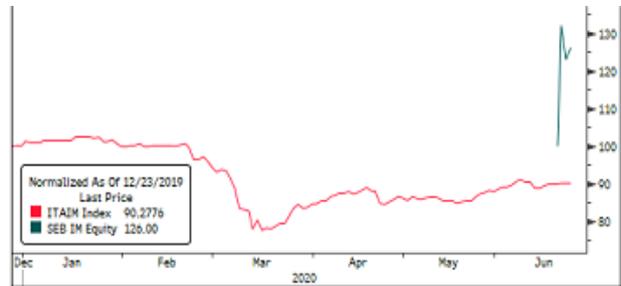
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA Adj. (x)	6,0	5,9	5,4	4,6
EV/EBIT (x)	7,8	7,2	6,0	5,0
P/E (x)	10,3	9,7	7,9	6,6

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company Overview

Sebino Antincendio, fondata a Bergamo (BG) nel 1982, è una Società italiana attiva nella progettazione, sviluppo ed installazione di sistemi antincendio e security. La Società integra queste attività con un servizio di manutenzione coordinato tramite una sala controllo 24/7.

La Società possiede una partecipazione (del 100%) in Sebino Fire Protection and Detection, con sede in Romania.

Sebino Antincendio S.r.l. opera attraverso 3 Business Unit: Fire, Security e Service.

Market

Il valore complessivo stimato, per l'anno 2018, del mercato globale dei sistemi antincendio è pari a \$ 57,3 Mld. Si prevede che questo valore potrà raggiungere quota \$ 88,9 Mld nel 2024, con un CAGR complessivo 2018-2024 pari al 7,6%.

Il valore complessivo stimato, per l'anno 2018, del mercato globale Security è pari a \$ 84,5 Mld. Si prevede che questo valore potrà raggiungere quota \$ 151,5 Mld nel 2024, con un CAGR complessivo 2018-2024 pari al 10,3%. La crescita sarà trainata prevalentemente dal mercato nordamericano, nel 2024, ci si aspetta che questa area geografica sarà in grado di generare \$ 53,1 mld.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Sebino 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 2,5%) restituisce un equity value pari a €46,1 mln. L'equity value di Sebino utilizzando i market multiples risulta essere pari €52,3 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 49,2 mln. Il target price è di € 3,70, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Struttura del Gruppo.....	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model	7
2.1	Fire	8
2.2	Security	10
2.3	Service.....	11
2.4	Portafoglio Prodotti e Servizi	13
3	Il mercato	19
3.1	Mercato Fire.....	19
3.2	Mercato Security.....	22
4	Posizionamento Competitivo	23
4.1	Swot	25
5	Economics & Financials.....	27
6	Valuation	33
6.1	DCF Method	33
6.2	Market Multiples	35
7.	Equity Value	38

1. Company Overview

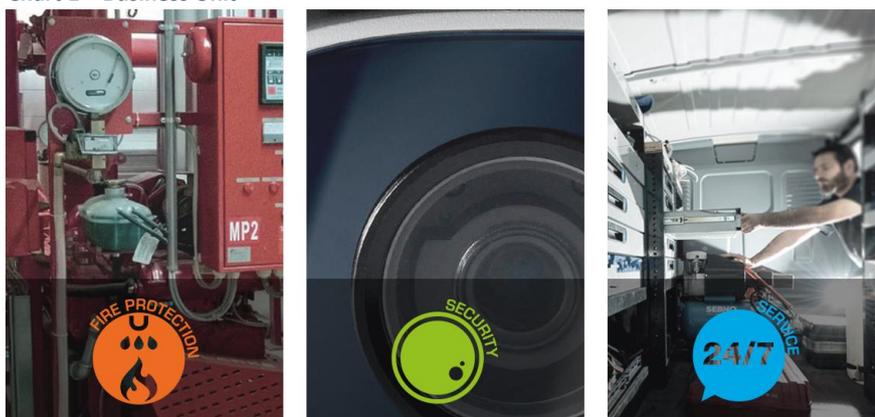
1.1 L'attività

Sebino Antincendio («Sebino»), fondata a Bergamo (BG) nel 1982, è una Società italiana attiva nella progettazione, sviluppo ed installazione di sistemi antincendio e *security*. La Società integra queste attività con un servizio di manutenzione ordinaria e straordinaria coordinato tramite una sala controllo 24/7 (ovvero 24 ore su 24, sette giorni su sette) gestita da un provider esterno. La Società possiede una partecipazione (del 100%) in Sebino Fire Protection and Detection («Sebino Romania»), specializzata nella progettazione e realizzazione di sistemi antincendio in Romania e Paesi limitrofi.

Sebino Antincendio opera attraverso 3 *Business Unit*:

- *Business Unit Fire*: focalizzata nella progettazione, realizzazione e collaudo di impianti antincendio. Nel 2019, con € 37,5 mln, questa *Business Unit* ha generato circa il 92,66% dei ricavi totali, di cui circa il 13% provenienti da Sebino Romania. La *Business Unit*, nel 2019, ha generato un Gross Margin pari al 54,0% e un EBITDA Margin pari al 14,9%;
- *Business Unit Security*: dedicata alla progettazione dei sistemi di sorveglianza, copre diversi settori d'intervento come rilevazione incendio, allarme antintrusione e videosorveglianza. Nel 2019, ha contribuito ai ricavi totali della Società per € 1,8 mln, generando una quota pari al 4,47%. La *Business Unit*, nel 2019, ha generato un Gross Margin pari al 70,3% e un EBITDA Margin pari al 27,3%;
- *Business Unit Service*: si occupa sia della manutenzione ordinaria, la quale assicura sempre l'efficienza degli impianti, sia straordinaria, con reperibilità 24/7. Tale *Business Unit*, con € 1,2 mln nel 2019, ha generato circa il 2,87% dei ricavi totali. La *Business Unit*, nel 2019, ha generato un Gross Margin pari al 94,1% e un EBITDA Margin pari al 27,3%.

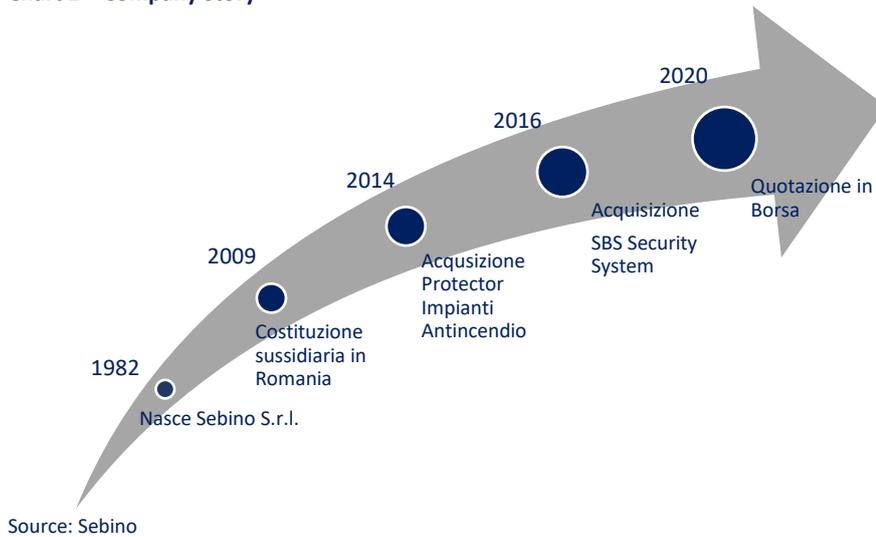
Chart 1 – Business Unit



Source: Sebino

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



- Nel 1982, Marco Cadei, cugino di Gianluigi Mussinelli, attuale Amministratore Delegato della Società, costituisce la Sebino S.r.l., Società specializzata nello sviluppo, design e installazione di sistemi antincendio per edifici industriali e civili.
- Nel 2009, la Società inizia il proprio processo di internazionalizzazione tramite la costituzione di una sussidiaria in Romania denominata Sebino Fire Protection (Romania), con l'obiettivo di sviluppare il business nell'Est Europa. Ad oggi la Società detiene in Romania due sedi: una a Bucarest e una a Timisoara.
- Nel 2014 la Società inizia il proprio processo di espansione per linee esterne tramite l'acquisizione di Protector Impianti Antincendio S.a.S., al fine di rafforzare il *know-how* nel settore *core* dell'antincendio con particolare focus sulle attività di manutenzione.
- Nel 2016, il procedimento di crescita per linee esterne viene consolidato con l'acquisto di SBS Security System S.r.l., al fine di espandere la propria quota di mercato sul segmento *security*.
- In data 19/06/2020 è avvenuta la quotazione della Società sul mercato AIM Italia.

1.3 Struttura del Gruppo

Chart 3 – Group

Azionisti	Quota di partecipazione
Nexus S.r.l.	45,89%
Famiglia Cadei	36,36%
Giovanni Romagnoni	4,33%
Mercato	13,42%

Source: Sebino

Ad oggi, la Società, che a sua volta detiene il 100% della sussidiaria rumena, è controllata per il 45,89% da Nexus S.r.l. (detenuta al 100% da Leo Holding S.A., posseduta interamente da Gianluigi Mussinelli), per il 36,36% (equamente diviso tra quattro soci) dalla famiglia Cadei, attraverso le sorelle del fondatore, per il 4,33% dal CFO Giovanni Romagnoni e per il restante 13,42% dal mercato.

I valori sopra indicati, sono stati calcolati assumendo l'integrale esercizio della *greenshoe*.

1.4 Key People

Gianluigi Mussinelli - CEO

Dal 2000 al 2005 ha occupato la posizione di Regional Manager Elasthan™ EMEA e Sud Asia presso la Dupont Invista SaRL a Milano, in seguito, per la stessa società è stato direttore commerciale Lycra™ EMEA e Sud Asia. Ha poi lavorato come consulente esterno presso Lycra™ EMEA e Sud Asia.

Giovanni Romagnoni – CFO

Dal 1990-1999 ha ricoperto il ruolo di CFO presso Fininvest, dal 2005 al 2007 ha occupato la posizione di Group Treasurer presso FIAMM S.p.A., è stato poi CFO del Gruppo Fini di Modena dal 2008 al 2010. Dal 2010 al 2013 è stato manager di Ivri S.p.A e dal 2015 occupa la posizione di CFO per Eredi Gnutti Metalli S.p.A..

Simona Barbu – Direttore Generale Romania

Nel 2007 ha ricoperto il ruolo di Customer Service Manager per WH Client Relationship Management S.r.l. a Bucarest, l'anno successivo è stata a capo del dipartimento Human Resource and Administration di Clima Tehnic Proconsult, è stata poi Head of Administration Department di Alfa Clima Impianti.

Flavio Trentini – Responsabile Produzione e Logistica

Ha svolto il ruolo di Project Manager per Siemens S.p.A. dal 1999 al 2001 e di Project Manager per Busi Impianti S.p.A. dal 2001 al 2007.

Emiliano Brignoli – Responsabile Tecnico Security

Ha svolto il lavoro di tecnico commerciale presso la 037 S.r.l. e dal 2009 al 2016 è stato titolare SBS Security System S.r.l. poi acquisita da Sebino.

Olimpia Toader – Responsabile Amministrativo

È stata Responsabile Amministrazione dell'ufficio Finanza e Controllo di Capardoni E C. S.r.l dal 2013 al 2016 e, in seguito, dal 2016 al 2019 ha lavorato nell'ufficio Finance and Administration Manager di Sigmar Italia S.p.A..

Daniele Tracino – Responsabile Commerciale

Ha lavorato come Commerciale per Elettrodinamica S.p.A. dal 2001 al 2003 e, in seguito, è stato Responsabile Commerciale di Aertermica S.p.A. dal 2003 al 2013.

Adriano Aquilante – Responsabile Tecnico

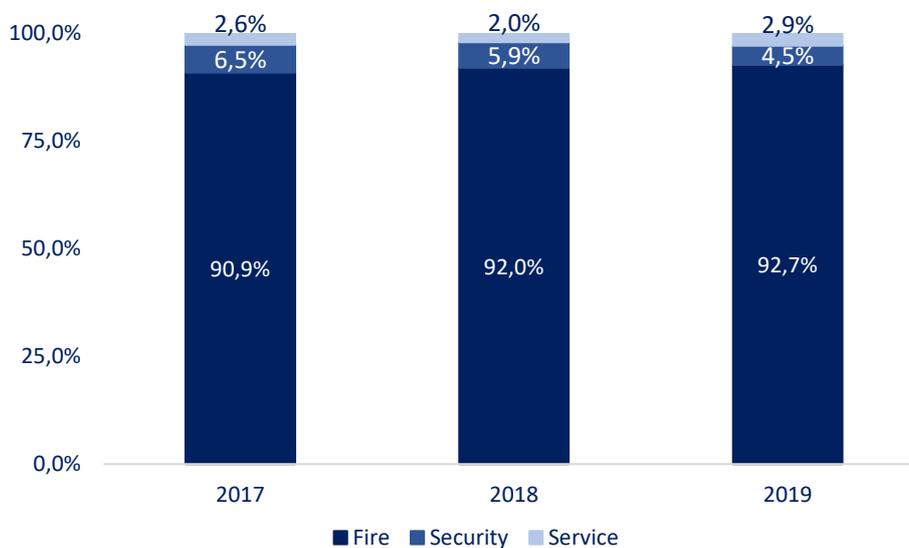
È stato Responsabile Tecnico e Socio Accomandatario di Protector Antincendio S.r.l. 1996 al 1997 e, in seguito, dal 1997 al 2009 è stato Responsabile Qualità sempre per Protector Antincendio S.r.l..

2. Il Business Model

Come dicevamo, Sebino opera tramite 3 diverse Business Unit:

- **Fire:** *Business Unit* dedicata alla progettazione, realizzazione e collaudo di impianti antincendio;
- **Security:** *Business Unit* dedicata alla progettazione e installazione di sistemi di sorveglianza *tailor-made* adatta alle diverse esigenze dei clienti in termini di impiantistica e componentistica;
- **Service:** *Business Unit* dedicata alla manutenzione ordinaria e straordinaria degli impianti (sia Fire sia Security), al fine di garantire il corretto funzionamento degli stessi nel tempo e intervenire prontamente in caso di improvvisi malfunzionamenti di sistema.

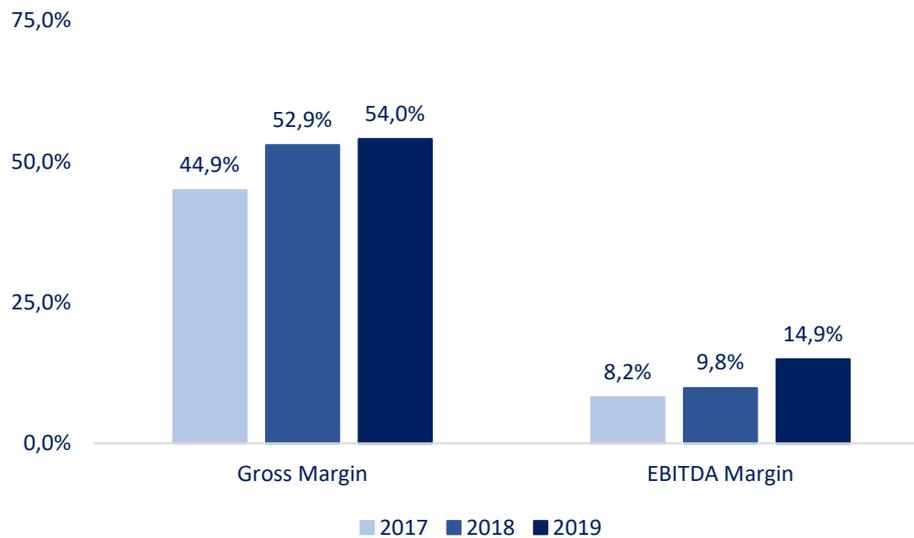
Chart 4 – Revenues Weight



Source: Sebino, elaborazione Integrae SIM

2.1 Fire

Chart 5 – Business Unit Fire Margins



Source: Sebino, elaborazione Integrae SIM

La *Business Unit* Fire svolge la propria attività tramite un processo a cinque *step*: progettazione, outsourcing della prefabbricazione tubi, lavorazione interna, installazione e collaudo. Precedentemente a questi step, viene svolta l'attività commerciale, tramite quattro responsabili dell'area e sotto il presidio dell'Amministratore Delegato. I progetti, a seconda della complessità, possono avere una durata variabile, solitamente compresa tra 3 e 12 mesi.

Chart 6 – Fire business model



Source: Sebino, elaborazione Integrae SIM

2.1.1 Progettazione

Il progetto inizia con l'analisi dei rischi e dell'ambiente da proteggere. Una volta eseguiti i test idraulici specifici, secondo standard nazionali o internazionali, viene svolta la stesura dei disegni costruttivi. Nella prima fase della progettazione, si tiene un meeting tra area commerciale, ufficio tecnico e responsabile della commessa (il cosiddetto COMTEC), durante il quale vengono discussi prezzo, margini e tempistiche di cantiere. Successivamente, si tiene un ulteriore meeting tra ufficio tecnico e produzione (il cosiddetto TECPRO), volto a definire le modalità di esecuzione del progetto.

2.1.2 Outsourcing della prefabbricazione tubi

La produzione è quasi interamente completata in outsourcing. In particolare, viene esternalizzata la produzione di alcuni prodotti tra cui: tubi prefabbricati, sprinkler, pompe e riserve idriche. Per quanto riguarda l'esternalizzazione, i disegni costruttivi vengono inviati

dalla Società al fornitore che produce su linee robotizzate le diramazioni con le derivazioni per gli sprinkler.

2.1.3 Lavorazione interna

Sebino svolge internamente lavorazioni ritenute critiche ed alto valore aggiunto. In particolare, vengono completate internamente la prefabbricazione della stazione di pompaggio e la prefabbricazione per calandratura di tubazioni speciali. Tali lavorazioni, svolte in sede e non presso il cliente, permettono di ottenere un prodotto di alta qualità e di risparmiare tempo durante la fase di installazione. Sulle produzioni interne, infatti, la Società ha consolidato importanti vantaggi competitivi:

- Una tecnologia speciale di filettatura che permette di ottenere un prodotto meccanicamente più resistente ed affidabile;
- Calandratura dei tubi: permette di rispondere alle singole esigenze del cliente e ridurre il rischio di *leakages* (perdite) durante l'esercizio dell'impianto.

2.1.4 Installazione

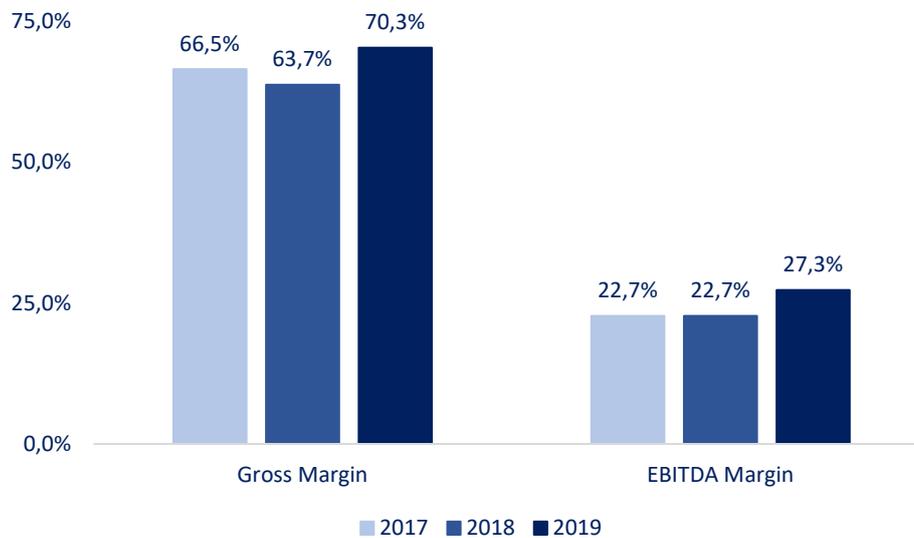
Terminata la produzione dei componenti sia in outsourcing sia per lavorazioni interne, si passa alla fase di installazione delle linee prefabbricate secondo la sequenza di montaggio e di realizzazione delle parti essenziali dell'impianto. Infatti, i prodotti realizzati dai fornitori giungono direttamente in cantiere, luogo in cui avviene la realizzazione del progetto. L'installazione viene completata prevalentemente tramite l'ausilio di montatori esterni, al fine di garantire maggiore efficienza e flessibilità.

2.1.5 Collaudo

Una volta terminata l'installazione dei componenti si passa alla fase di collaudo dell'intero sistema che rappresenta la fase conclusiva del processo. Questa attività consiste nell'eseguire test di funzionalità dell'impianto e nella formazione del team del cliente preposto alla gestione dell'impianto ed è effettuata dal personale specializzato di Sebino.

2.2 Security

Chart 7 – Business Unit Security Margins



Source: Sebino, elaborazione Integrae SIM

La *Business Unit Security* svolge la propria attività basandosi su un processo con quattro *step*: sopralluogo, progettazione, approvvigionamento dispositivi e installazione e collaudo. Come per la *Business Unit Fire*, prima dell’implementazione del processo produttivo, entra in gioco l’attività commerciale: in questo caso svolta da 2 responsabili commerciali attivi sul territorio nazionale. Generalmente, i progetti di questa *Business Unit* hanno una durata di circa un mese.

Chart 8 – Security business model



Source: Sebino, elaborazione Integrae SIM

2.2.6 Sopralluogo

Terminata l’attività commerciale, il processo ha inizio con l’attività di sopralluogo svolta direttamente presso il sito del cliente. Questa fase risulta necessaria al fine di determinare le tipologie di sistemi di sicurezza da implementare.

2.2.7 Progettazione

La seconda fase prevede la progettazione a norma dei sistemi di rilevazione “fumi e fiamma”, allarme antintrusione, videosorveglianza, video analisi e controllo accessi, con definizione del layout di posizionamento e delle tipologie di prodotti da installare.

2.2.8 Approvvigionamento Dispositivi

Una volta terminata la fase di progettazione, si può passare all'approvvigionamento di quanto necessario per il completamento dell'intero progetto. Questa fase, in particolare, consiste nell'acquisto da fornitori specializzati dei dispositivi e dei materiali necessari all'esecuzione dell'impianto. Per poter sempre rispondere alle tempistiche stringenti imposte dal mercato, una parte dei materiali generici viene mantenuta in stock. Al contrario, altri dispositivi specialistici vengono acquistati successivamente in forza del contratto quadro con il fornitore.

2.2.9 Installazione e Collaudo

Una volta completato l'approvvigionamento del materiale necessario al progetto, si procede all'esecuzione dell'impianto che richiede solitamente 15-20 giorni ed è svolta per circa il 50% da personale interno e per il restante 50% circa da montatori esterni. Come per la *Business Unit Fire*, esiste poi una fase di collaudo del progetto.

2.3 Service

Chart 9 – Business Unit Service Margins



Source: Sebino, elaborazione Integrae SIM

L'attività della *Business Unit Service* viene svolta tramite manutenzione ordinaria e straordinaria. Per quanto riguarda la manutenzione, la Società, tramite l'ausilio di un provider esterno, ha sviluppato una piattaforma per il controllo dei segnali tecnologici degli impianti attraverso l'utilizzo di una sala di controllo. Questo consente all'operatore di visualizzare in tempo reale le anomalie e di agire direttamente sui sistemi. Il servizio prevede la centralizzazione degli impianti forniti al cliente, affinché l'operatore possa gestire ogni singola anomalia tramite la lettura di mappe grafiche che riproducono la posizione e la tipologia di ogni componente installato. Il controllo dei parametri tecnologici permette di elaborare strategie di manutenzione predittiva, a beneficio dell'esecuzione e pianificazione degli interventi manutentivi sia ordinari che straordinari.

2.3.1 Manutenzione Ordinaria

La manutenzione ordinaria viene fornita successivamente all'installazione dell'impianto ed è necessaria ad assicurare la totale e continua efficienza del sistema installato. Per quanto riguarda i sistemi antincendio la frequenza degli interventi è imposta da specifiche normative, caratterizzate da diversa periodicità, che può andare da una settimana a sei mesi. Al contrario, nel caso della Security, non sono previsti obblighi di manutenzione ordinaria. A seguito dei controlli, Sebino rilascia certificati di ispezione utili alla tutela dell'azienda nei confronti degli obblighi di legge.

2.3.2 Manutenzione Straordinaria

La Società in ambito di manutenzione straordinaria, sia per i sistemi Fire sia per i sistemi Security, garantisce reperibilità 24/7 tramite operatori che organizzano gli interventi in base ai problemi ed alle urgenze indicate dai clienti. Per poter garantire questo tipo di servizio, Sebino Antincendio dispone di furgoni provvisti di attrezzature operative e di ricambi comuni necessari per gli interventi.

2.4 Portafoglio Prodotti e Servizi

Sebino opera in tre diversi segmenti: Fire, Security e Service.

2.4.1 Fire

- Sistemi Sprinkler



Sistemi automatici di spegnimento, caratterizzati da una rete di tubazioni dotate di sprinkler sensibili a determinate temperature per l'erogazione dell'acqua di spegnimento.

- Sistemi Deluge



Sistemi per l'attivazione contemporanea di tutti gli irrigatori, collegati attraverso le tubazioni alla centrale di pompaggio.

- Sistemi Foam



Sistemi automatici che generano speciali schiume antincendio (nei casi in cui l'acqua non possa essere utilizzata).

- Sistemi Water Mist



Sistemi automatici, spesso installati in spazi ridotti, che utilizzano acqua nebulizzata per controllare o estinguere gli incendi.

- Sistemi Idranti



Sistemi manuali, installati sia internamente che esternamente agli edifici per interventi manuali, da parte di squadre specializzate o VVFF, per spegnimento con acqua pressurizzata da stazione di pompaggio.

- Sistemi GAS e CO2



Sistemi automatici antincendio, installati in spazi chiusi, che utilizzano vari tipi di gas chimici o inerti o CO2 per lo spegnimento in casi per i quali l'acqua non può essere utilizzata (ad esempio per la presenza di energia elettrica).

2.4.2 Security

- Sistemi Antifurto



Sistemi elettronici antintrusione di varie tecnologie di sensoristica (volumetrici, a barriera a pressione), connessi fra loro via cavo o Wireless.

- Sistema di Controllo Accessi



Sistemi di controllo di accesso delle persone a specifiche aree di impianti o aziende con l'obiettivo di avere sotto controllo le presenze in una data area, per varie ragioni, sensibile. Possono essere implementati attraverso una lista di controllo degli accessi o altre procedure di autenticazione.

- Rilevazione Fumi



Serie di componenti degli impianti di allarme incendio in grado di rilevare e segnalare la presenza di un incendio all'interno di un edificio o altra infrastruttura.

- Sistemi di Videosorveglianza



I sistemi di sorveglianza video sono composti da alcuni componenti fondamentali di alta tecnologia. L'idea alla base della videosorveglianza è la registrazione su hard-disk tramite il DVR delle immagini riprese da telecamere che a seconda del livello tecnologico scelto possono performare varie tipologie di attività e controlli.

2.4.3 Service

Il segmento Service è necessario alla manutenzione ordinaria e straordinaria degli impianti installati dalle altre due *Business Unit*. L'operatività del segmento Service viene garantita anche tramite una sala controllo esterna.

- Sala di Controllo



La sala di controllo è fondamentale per le attività di manutenzione ordinaria e straordinaria:

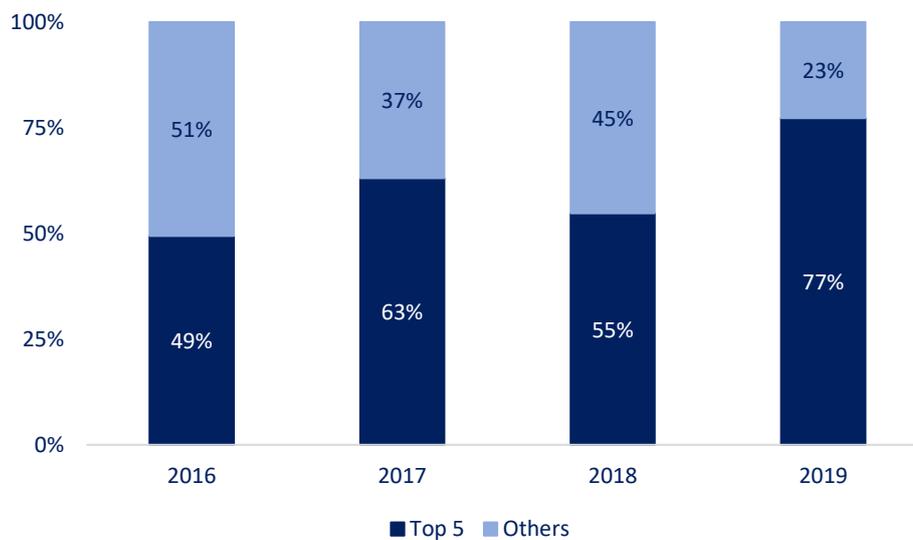
- Impianti di spegnimento: in caso di malfunzionamento di una pompa dell'impianto e conseguente attivazione del pressostato nella centrale antincendio, viene rilevato l'evento in sala controllo, individuando, in tempo reale, il comparto in allarme su mappa grafica;
- impianti di rivelazione fumi: monitorato dalla Sala controllo attraverso un sistema certificato (EN54-21). Il tecnico identifica la tipologia e la posizione dell'anomalia, verifica se si tratta di allarme falso o reale ed interviene direttamente;
- monitoraggio di altri impianti tecnologici: la sala controllo è dotata di un software in grado di monitorare tecnologie e apparati come sistemi di trattamento aria, climatizzazione, illuminazione, controllo carichi e livello temperature celle frigorifere;
- processo di gestione: il monitoraggio della centrale d'allarme rende evidente su mappa grafica ogni anomalia, permettendo all'operatore di gestire opportunamente le diverse fattispecie;
- impianti di controllo accessi: le anomalie vengono evidenziate su mappa grafica permettendo interventi risolutivi previsti dal protocollo aziendale (apertura barre o tornelli, blocco ingressi, connessione audio/video). Ciò consente grosse riduzioni di costi del personale notturno e festivo.

2.5 Clienti e Fornitori

2.5.1 Clienti

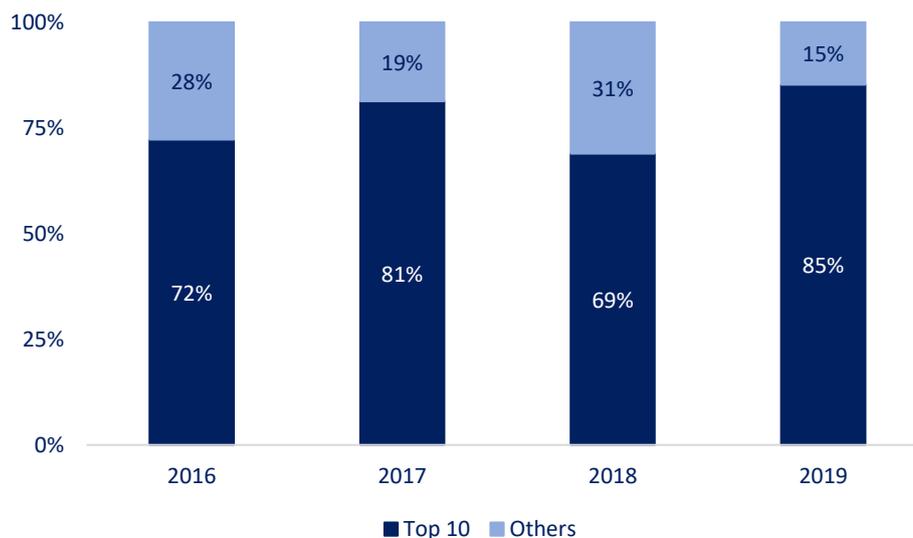
Tra i principali clienti della Società sono presenti sia *main contractor* che multinazionali operanti in diversi settori (logistica, industria chimica, *food, fashion & luxury*). In particolare, la Società si interfaccia con intermediari che lavorano poi per una vasta gamma di clienti finali tra i quali figurano alcune importanti multinazionali, tra cui: Amazon, Decathlon, Lamborghini, Zalando e Michelin serviti sul mercato italiano, Pirelli, Ikea e dal 2020 Mercedes-Benz serviti sul mercato rumeno.

Chart 10 – Top 5 Client Weight



Source: Integrae SIM

Chart 11 – Top 10 Client Weight



Source: Integrae SIM

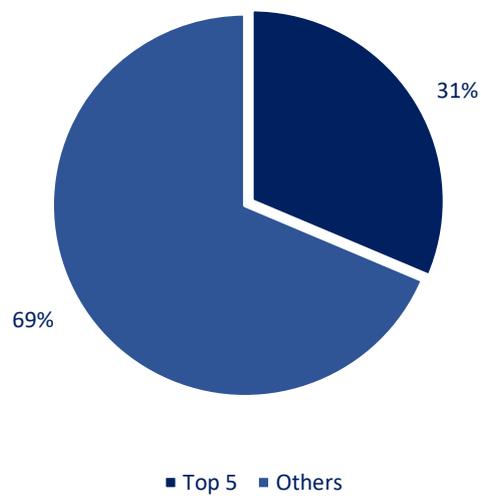
La variabilità dell'incidenza nei diversi anni dei singoli clienti è legata alla natura del *business* su commessa.

Nello storico dei clienti, è dunque possibile osservare che, per alcuni anni, il fatturato è particolarmente concentrato verso un singolo cliente, in ragione di commesse di grande dimensione.

Tuttavia, evidenziamo come alcuni dei principali clienti, in ragione della durata pluriennale dei rapporti con la Società, considerano Sebino come controparte preferenziale nello sviluppo di sistemi antincendio e di *security*.

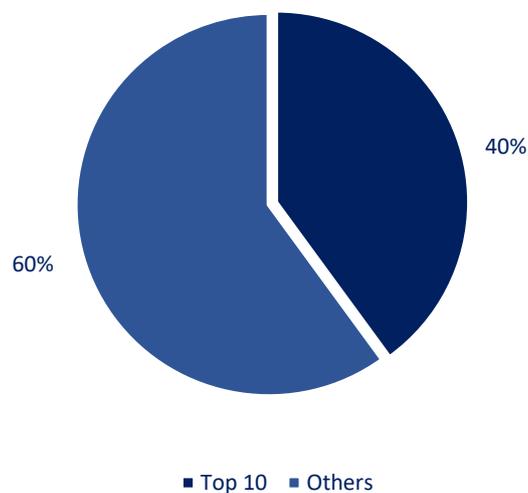
2.5.1 Fornitori

Chart 12 – Top 5 Provider Weight



Source: Integrae SIM

Chart 13 – Top 10 Provider Weight



Source: Integrae SIM

Per la *Business Unit Fire*, la catena di fornitura è legata principalmente ad alcune tipologie di prodotti: tubi prefabbricati, sistemi di pompaggio, serbatoi, valvole di sicurezza e allarme incendio.

Per la *Business Unit Security*, la produzione dei componenti dell'impianto è interamente in outsourcing. La maggior parte dei prodotti di uso frequente per la realizzazione dei progetti Security viene mantenuta in *stock*, ad eccezione delle videocamere, per via della specificità e delle caratteristiche che il prodotto può assumere in relazione al progetto e delle possibili problematiche di obsolescenza tecnologica.

Sebino, per alcuni dei propri fornitori figura tra i clienti principali, questo permette di avere un'importante forza contrattuale che, negli ultimi anni, ha permesso di diminuire il costo delle materie prime e la loro incidenza sul valore della produzione.

3 Il mercato

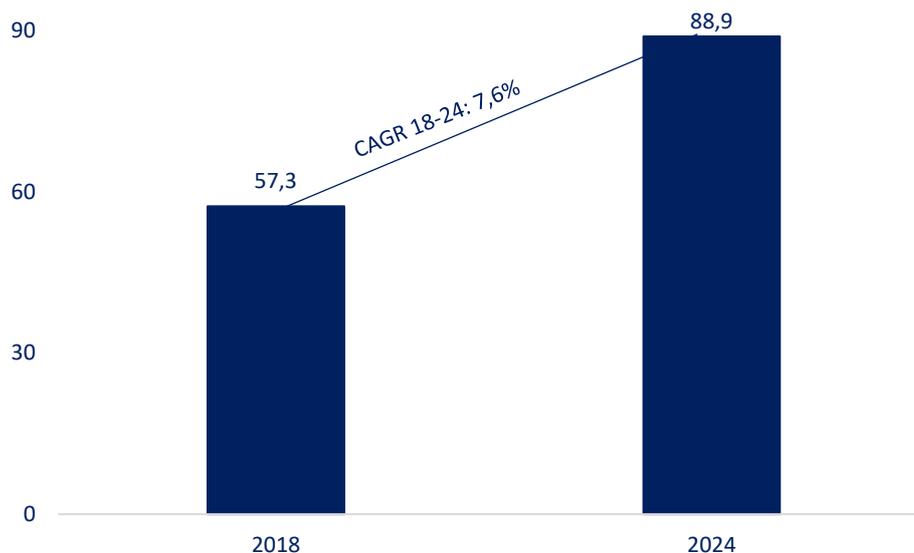
Sebino Antincendio opera attraverso 3 *Business Unit*:

- *Business Unit Fire* che ha generato circa 92,66% dei ricavi totali del 2019, di cui circa il 13% provenienti da Sebino Romania;
- *Business Unit Security* che ha contribuito ai ricavi totali della Società per € 1,8 mln, generando una quota pari al 4,47% del 2019;
- *Business Unit Service*: ha contribuito ai ricavi totali della Società per € 1,9 mln, generando circa il 2,87% dei ricavi totali del 2019.

La Business Unit Service, opera sui sistemi progettati dalle altre due attività della Società. Per questo motivo, i mercati di riferimento di Sebino sono: Fire e Security.

3.1 Mercato Fire

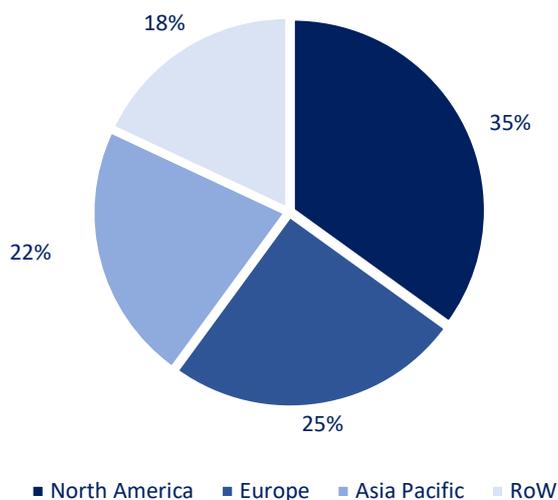
Chart 14 – Fire Revenues 2018-2024 (Data in \$Mld)



Source: Reportlinker 2019

Il valore complessivo stimato, per l'anno 2018, del mercato globale dei sistemi antincendio è pari a \$ 57,3 Mld. Si prevede che questo valore potrà raggiungere quota \$ 88,9 Mld nel 2024, con un CAGR complessivo 2018-2024 pari al 7,6%.

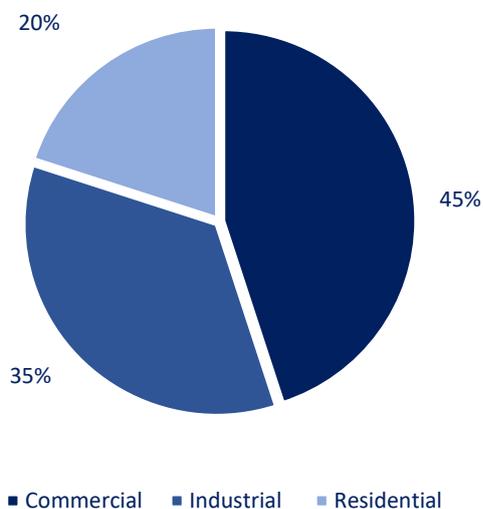
Chart 15 – Fire Revenues Breakdown by Geographic Area



Source: Reportlinker 2019

La maggior parte del fatturato globale deriva dal mercato nordamericano, che genera circa il 35% dei ricavi totali. Il Nord-America è seguito da Europa e Asia che generano rispettivamente il 25% e il 22% del totale.

Chart 16 – Fire Revenues Breakdown by Sector



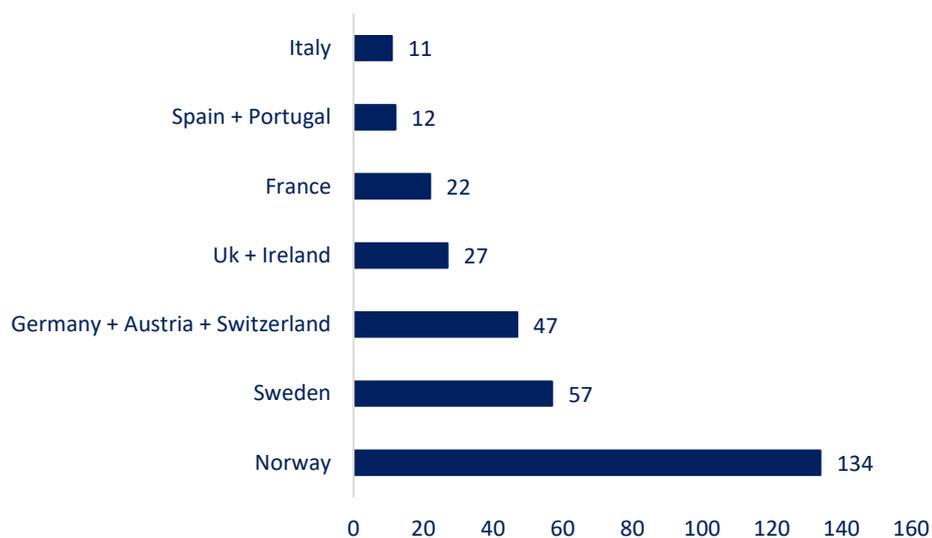
Source: Reportlinker 2019

Il principale settore di ricavo del mercato antincendio è quello commerciale, che genera il 45% dei ricavi totali, seguito dal settore industriale che genera il 35% dei ricavi. Il restante 20% è riconducibile al settore residenziale.

Il mercato è caratterizzato dai seguenti driver di crescita:

- Regolamentazioni governative più stringenti in seguito alle crescenti esigenze in tema di standard di salute e sicurezza;
- *Compliance* assicurative;
- Elevati rischi reputazionali e penali in casi di sinistro e non conformità degli impianti;
- Sviluppo della tecnologia applicata alle costruzioni con edifici sempre più complessi che necessitano di controlli digitali ed interventi di *servicing*;
- Costruzione di nuovi edifici sempre più alti, che necessitano di sistemi di protezione adeguati, a seguito della crescente concentrazione di persone nelle aree urbane.

Chart 17 – Average N° of Installed Sprinkler Each 1k Inhabitants, Period 2015-2018



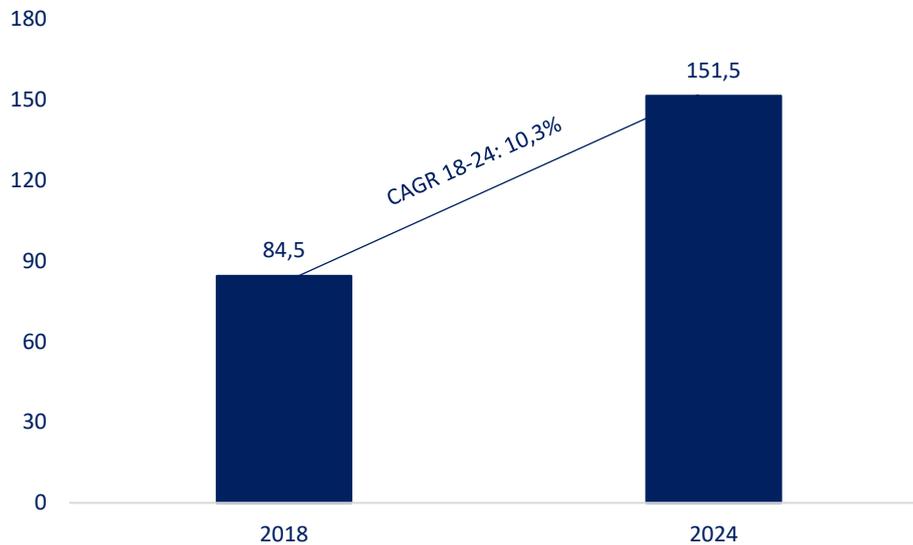
Source: IFSA 2019

In Italia, negli ultimi anni, il numero di sprinkler installati è passato dal picco di 1.100.000 nel 2009, al livello più basso raggiunto nel 2014 di 450.000 sprinkler installati per arrivare ai 900.000 del 2019, pur sempre inferiore al massimo storico. L'Italia rimane il Paese fra quelli più importanti in Europa ad avere il minor numero di sprinkler installati, ogni 1.000 abitanti. Infatti, nel periodo 2015-2018, in Italia, sono stati installati ogni anno mediamente 11 SPK / 1000 abitanti, contro i 12 di Spagna e Portogallo, i 22 della Francia, i 27 di UK e Irlanda, i 47 di Germania, Svizzera e Austria, i 57 della Svezia ed i 134 della Norvegia.

3.2 Mercato Security

I sistemi di sicurezza comprendono: sistemi di controllo accessi, allarmi e sistemi di notifica, sistemi di rilevamento delle intrusioni, sistemi di videosorveglianza, sistemi di rilevazione fumo e fuoco.

Chart 18 – Security Revenues 2018-2024 (Data in \$Mld)



Source: Reportlinker 2019

Il valore complessivo stimato, per l'anno 2018, del mercato globale Security è pari a \$ 84,5 Mld. Secondo le stime di Reportlink, questo valore potrà raggiungere quota \$ 151,5 Mld nel 2024, con un CAGR complessivo 2018-2024 pari al 10,3%. La crescita sarà trainata prevalentemente dal mercato nordamericano, che dovrebbe raggiungere un valore di affari pari a \$ 53,1 Mld nel 2024.

I principali driver di crescita sono:

- Norme governative più severe;
- Crescente numero di infrastrutture in tutto il mondo, che ha portato ad un aumento della domanda di sistemi di sicurezza (sistemi di controllo degli accessi e sistemi di videosorveglianza per il monitoraggio in tempo reale);
- Uso crescente, per motivi di sicurezza, di telecamere in varie e diverse localizzazioni, come aeroporti, stazioni ferroviarie, porti, strade e incroci.

4 Posizionamento Competitivo

Table 1 – Main Competitor

	Revenues				CAGR	EBITDA Margin			
	2015	2016	2017	2018	15-18	2015	2016	2017	2018
Tyco Fire & Security S.p.A.	50,6	51,6	61,1	58,4	4,89%	4,90%	3,10%	4,70%	N/A
Panzeri S.p.A.	31,2	31,2	34,9	48,1	15,52%	4,80%	4,50%	4,30%	4,80%
AirFire S.p.A.	23,6	26,6	26,1	27,4	5,10%	5,90%	9,80%	4,60%	4,00%
Meregalli S.r.l.	20,2	21,6	21,4	22,9	4,27%	9,40%	8,80%	7,00%	8,70%
Mozzanica & Mozzanica S.r.l.	8,7	9,6	12,4	14,1	17,46%	2,30%	3,10%	2,40%	5,00%
MEDIAN	23,6	26,6	26,1	27,4	5,10%	4,90%	4,50%	4,60%	4,90%
Sebino	16,9	17,7	24,6	30,5	21,90%	5,30%	9,60%	10,20%	11,10%

Source: Integrae SIM

La Società, rispetto ai maggiori competitor italiani, è stata in grado di generare tassi di crescita del valore della produzione sensibilmente superiori. Oltre a questo, la Società è sempre stata in grado di generare livelli di marginalità più alti grazie a:

- gli investimenti in innovazione, competenze e qualità effettuati negli ultimi anni (tecniche di progettazione e prefabbricazione, modalità di installazione che riducono i tempi di permanenza in cantiere, soluzioni tecnologiche installate all'interno degli impianti), che hanno permesso di competere su un segmento di mercato caratterizzato da impianti di maggiori dimensioni e complessità e quindi più redditizi. A causa delle consistenti barriere all'ingresso (*know-how*, standard qualitativi, dimensioni organizzative, *reputation*), in questo segmento di mercato, compete un numero limitato di player;
- la crescita registrata con riferimento ai clienti che richiedono impianti per la "logistica": mercato ad alta marginalità;
- l'efficace e crescente attività di *cross-selling* sviluppata tramite l'offerta integrata di soluzioni, grazie anche all'acquisizione di SBS nel 2016 (società operante nell'attività di security). A titolo di esempio, nel 2018 il numero di commesse Fire che includevano anche una parte di security sono state il 31% circa, mentre nel 2019 tale dato sale al 46% (confermato anche nei primi mesi del 2020);
- la fidelizzazione dei clienti storici, affiancata ad una significativa spinta commerciale finalizzata all'acquisizione di nuova clientela (grazie anche alla crescente riconoscibilità del marchio e della reputazione di Sebino tra i principali *player* del settore).

È comunque importante sottolineare come il business di alcune società di grande dimensione come Tyco, Panzeri e Meragalli non sia del tutto comparabile a quello di Sebino, poiché comprende anche una gamma di attività non svolte dalla Società.

Di seguito, i dati di competitor di minori dimensioni sul mercato italiano:

Table 2 – Other Competitor

	Revenues				CAGR	EBITDA Margin			
	2015	2016	2017	2018	15-18	2015	2016	2017	2018
Riccardi S.r.l.	7,9	8,3	8,1	8,9	4,05%	1,30%	1,20%	2,50%	2,20%
S.i.m.a.t. S.r.l.	3,5	5,1	6,5	6,9	25,39%	5,70%	5,90%	3,10%	7,20%
Semi S.r.l.	3,9	4,4	5,6	6,4	17,95%	10,30%	6,80%	7,10%	9,40%
AZG Antincendio S.r.l.	4,6	5	5,2	4,6	0,00%	10,90%	18,00%	13,50%	8,70%
Fire Protection S.r.l.	3,4	3,4	5,2	5,7	18,80%	8,80%	8,80%	1,90%	3,50%
Berger Impianti S.r.l.	2,4	3,1	4,5	5,2	29,40%	4,20%	3,20%	4,40%	1,90%
Sarf Antincendio S.r.l.	1,9	4,5	4,4	6,6	51,45%	5,30%	13,30%	13,60%	13,60%
Gruppo Pighi S.r.l.	2,8	4,7	4,2	4,9	20,51%	14,30%	6,40%	7,10%	12,20%
Emmetek S.r.l.	1,7	2,6	3,2	3,6	28,42%	29,40%	23,10%	28,10%	30,60%
Firing S.r.l.	3	3,7	3	4,4	13,62%	10,00%	2,70%	3,30%	9,10%
Esseci S.r.l.	2,1	2,1	1,7	2,5	5,98%	4,80%	4,80%	11,80%	8,00%
MEDIAN	3	4,4	4,5	5,2	18,80%	8,80%	6,40%	7,10%	8,70%
Sebino	16,9	17,7	24,6	30,5	21,90%	5,30%	9,60%	10,20%	11,10%

Source: Integrae SIM

La crescita in termini di fatturato e i valori registrati in termini di marginalità, seppur con un gap minore rispetto ai *main competitor*, risultano più alti anche della mediana dei competitor di più piccola dimensione, caratterizzati quindi da maggiori opportunità di crescita.

Negli anni, la quota di mercato di Sebino nel segmento antincendio, calcolata come numero di Sprinkler installati dalla Società su numero di Sprinkler installati in Italia è passata da 8,5% nel 2012 a 28,4% nel 2019.

4.1 Swot

Strenghts:

- Competenze e *know-how* nel settore impiantistica, spegnimento, rilevazione e sicurezza;
- Competenze e *know-how* nella telegestione e vigilanza;
- Capacità di integrare velocemente le società acquisite;
- Fidelizzazione su clienti di grandi dimensioni, grazie anche alla capacità di assistere e seguire il committente anche su mercati esteri, come dimostrano gli impianti realizzati in Slovenia, Svizzera, Belgio e Messico;
- Forza contrattuale con i principali fornitori;
- L'esternalizzazione di buona parte dell'attività produttiva garantisce flessibilità;
- Vantaggi competitivi sulle lavorazioni svolte internamente;
- Possibilità di *cross-selling* tra le diverse *Business Unit*;
- Posizionamento competitivo: la Società è leader di mercato con *track record* significativo;
- Concorrenza limitata di altre aziende attive nel settore Antincendio soprattutto sulle commesse di grandi dimensioni e/o elevata complessità;
- Avanzamento tecnologico e investimenti in R&D grazie all'ufficio di progettazione interno;
- Standardizzazione del processo produttivo;
- Solidità finanziaria.

Weaknesses:

- Necessità di investimenti per lo sviluppo delle Business Unit Security e Service;
- Limitata copertura territoriale, con particolare riferimento al Business Unit Service;
- Settore ciclico: il volume di affari dipende principalmente dall'avvio di nuovi cantieri;
- Forte dipendenza del fatturato sul mercato italiano;
- Difficoltà di sviluppo del business in altri Paesi, poiché ognuno presenta caratteristiche tecniche, autorizzative e normative differenti. Per questo motivo, risulta più facile entrare in nuovi mercati tramite acquisizioni;
- Significativa incidenza dei principali clienti;
- Potere contrattuale ancora limitato, soprattutto verso clienti *main contractor*.

Opportunities:

- Miglioramento delle sinergie tra *Business Unit*;
- Ampliamento ulteriore della gamma di servizi offerti;
- Incremento delle aspettative sugli standard di salute e sicurezza;
- Aumento della complessità degli edifici e degli impianti installati;
- Richieste sempre più stringenti delle assicurazioni, in termini di impianti di sicurezza necessari per le polizze.

Threats:

- Concorrenza diretta con le vigilanze nei segmenti TVCC e Antintrusione;
- Ingresso nel segmento centralizzazione (segmento legato alla *business unit Service*, con particolare riferimento all'attività di controllo in remoto) di altre aziende che si occupano di spegnimento/rilevazione incendi che hanno competenze tecniche specifiche;
- Concorrenza con aziende specialistiche nel settore Sicurezza che offrono servizi di centralizzazione;
- Impianti di sicurezza (TVCC, antintrusione e controllo accessi) sono in generale affidabili e richiedono pochi interventi tecnici specialistici.

5 Economics & Financials

Table 3 – Economics & Financials*

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	28,50	35,89	39,68	40,00	45,00	50,00	55,00
Other Revenues	0,10	-0,27	0,06	0,40	0,10	0,10	0,10
Value of Production	28,61	35,63	39,74	40,40	45,10	50,10	55,10
COGS	23,38	28,17	29,43	29,60	33,20	36,80	40,50
Services	0,65	0,47	0,61	0,80	1,05	1,10	1,15
Use of assets owned by others	0,34	0,52	0,33	0,35	0,50	0,50	0,55
Employees	1,17	2,13	2,52	2,60	2,80	2,90	3,20
Other Operating Expenses	0,20	0,38	0,41	0,45	0,40	0,45	0,45
EBITDA Adj.	2,88	3,95	6,44	6,60	7,15	8,35	9,25
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>10,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,5%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,8%</i>
Adjustments	0,01	(0,02)	(0,73)	(0,60)	0,00	0,00	0,00
EBITDA	2,89	3,92	5,70	6,00	7,15	8,35	9,25
<i>EBITDA Margin</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,9%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,8%</i>
D&A	0,48	0,70	0,75	0,65	0,65	0,66	0,65
EBIT	2,42	3,22	4,95	5,35	6,50	7,69	8,60
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,4%</i>	<i>15,6%</i>
Financial Management	(0,09)	(0,15)	(0,15)	(0,14)	(0,12)	(0,10)	(0,09)
EBT	2,32	3,07	4,80	5,21	6,38	7,59	8,51
Taxes	0,72	0,88	1,54	1,75	2,15	2,55	2,80
Net Income	1,60	2,19	3,26	3,46	4,23	5,04	5,71

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Assets	2,62	4,97	4,40	4,50	4,55	4,60	4,55
Account receivable	11,81	12,21	18,47	18,50	20,80	23,20	25,40
Inventories	1,39	1,15	1,22	1,40	1,60	1,80	1,90
Account payable	5,94	5,27	8,92	7,50	8,60	9,50	10,50
Operating Working Capital	7,27	8,10	10,76	12,40	13,80	15,50	16,80
Other receivable	1,86	1,47	1,59	2,70	3,00	3,40	3,60
Other payable	1,22	1,22	1,65	2,20	2,60	2,80	3,00
Net Working Capital	7,91	8,35	10,70	12,90	14,20	16,10	17,40
Severance Indemnities & Other Provisions	0,44	0,70	1,46	1,45	1,70	1,85	2,30
NET INVESTED CAPITAL	10,10	12,62	13,64	15,95	17,05	18,85	19,65
Share Capital	0,08	1,15	1,15	1,33	1,33	1,33	1,33
Reserves	3,20	2,66	4,02	9,11	11,36	14,06	17,37
Net Income	1,32	2,19	3,26	3,46	4,23	5,04	5,71
Equity	4,60	6,00	8,43	13,90	16,92	20,43	24,41
Cash & Cash Equivalent	0,42	0,57	2,45	4,75	5,61	6,28	8,56
Short Term Debt to Bank	4,14	3,07	2,52	2,90	3,10	3,15	3,15
M/L Term Debt to Bank	1,78	4,12	5,15	3,90	2,65	1,55	0,65
Net Financial Position	5,50	6,62	5,21	2,05	0,14	(1,58)	(4,76)
SOURCES	10,10	12,62	13,64	15,95	17,05	18,85	19,65

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	3,22	4,95	5,35	6,50	7,69	8,60
Taxes	0,88	1,54	1,75	2,15	2,55	2,80
NOPAT	2,34	3,41	3,60	4,35	5,14	5,80
D&A	0,70	0,75	0,65	0,65	0,66	0,65
Change in receivable	-0,40	(6,26)	(0,03)	(2,30)	(2,40)	(2,20)
Change in payable	-0,67	3,66	-1,42	1,10	0,90	1,00
Change in others	0,39	0,31	-0,56	0,10	-0,20	0,00
<i>Change in NWC</i>	<i>-0,69</i>	<i>-2,28</i>	<i>-2,01</i>	<i>-1,10</i>	<i>-1,70</i>	<i>-1,20</i>
Change in provisions	0,27	0,75	-0,01	0,25	0,15	0,45
OPERATING CASH FLOW	2,63	2,64	2,23	4,15	4,25	5,70
Capex	(3,05)	(0,2)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(0,6)
FREE CASH FLOW	-0,43	2,46	1,47	3,45	3,54	5,10
Financial Management	(0,15)	(0,15)	(0,14)	(0,12)	(0,10)	(0,09)
Change in Debt to Bank	1,28	0,47	(0,86)	(1,06)	(1,04)	(0,90)
Change in Equity	(0,79)	(0,83)	2,01	(1,21)	(1,53)	(1,73)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	-0,10	1,95	2,48	1,06	0,87	2,38

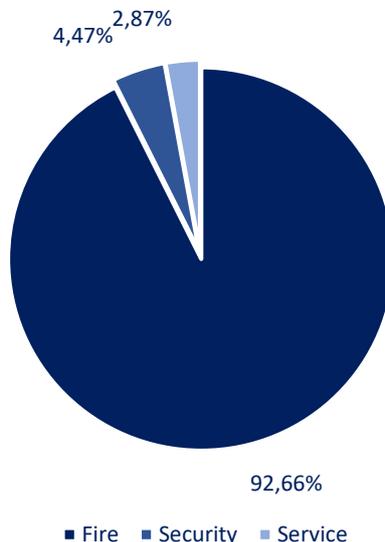
Source: stime Integrae SIM

* Dati Pro Forma 2018/2019

5.1 FY19A Results

Nel 2019, è stato registrato un incremento dei ricavi YoY del 10,5%: il valore della produzione è passato dai € 35,6 mln del 2018 a € 39,74 mln.

Chart 19 –Revenues Breakdown by Business Line



Source: Integrae SIM

In termini di ricavi generati, la principale linea di business è la linea Fire, con una quota pari al 92,66% del totale. Le *business line* Security e Service, invece, hanno generato una quota rispettivamente pari al 4,47% e al 2,87% (la *business line* Service produce ricavi ricorrenti).

Anche il valore dell'EBITDA, depurato da poste di natura straordinaria e non ricorrente, è in aumento da €3,95 mln a € 6,45 mln. Questo segna un miglioramento della marginalità che, in termini di EBITDA Adjusted, passa da 11,0% a 16,2%, grazie:

- alla minor incidenza dei costi fissi, primario effetto dell'aumento del fatturato tramite lo sviluppo di economie di scala;
- alla minor incidenza dei costi di acquisto di produzione, dovuta alla crescente forza contrattuale, che ha permesso alla Società di acquisire materiale ad un prezzo inferiore;
- ad accordi quadro siglati con i principali fornitori.

Gli *adjustment* sono imputabili a componenti non ricorrenti.

In aumento anche l'Ebit da € 3,22 mln del 2018 a € 4,95 mln del 2019, con conseguente incremento della marginalità che passa da 9,0% a 12,5%. Infine, anche il Net Income registra un incremento significativo, passando da € 2,19 mln a € 3,26 mln.

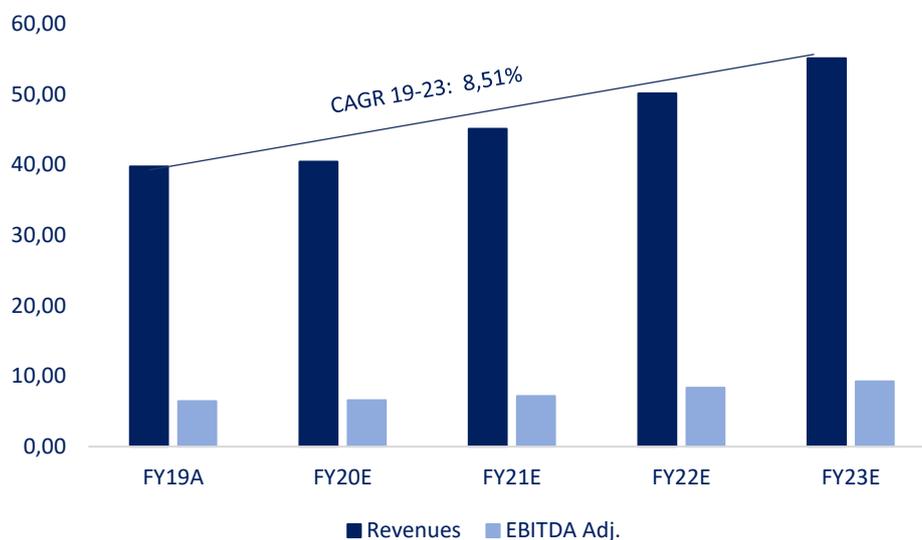
La variazione del circolante, rispetto all'anno precedente, è imputabile soprattutto all'incremento delle commesse e dei volumi lavorati negli ultimi mesi dell'anno di riferimento.

A livello di Capex, non risultano particolari investimenti durante l'anno 2019, a differenza di quanto accaduto nell'anno 2018 in cui, tra gli investimenti, erano inclusi circa € 2,3 mln relativi all'acquisto della nuova sede di Madone (BG).

La PFN risulta in miglioramento rispetto all'anno precedente, passando da € 6,62 mln a € 5,21 mln. Il miglioramento della PFN testimonia la capacità della Società di generare flussi di cassa positivi.

5.2 FY20E – FY23E Estimates

Chart 20 – VoP, EBITDA Adj.19A-23E



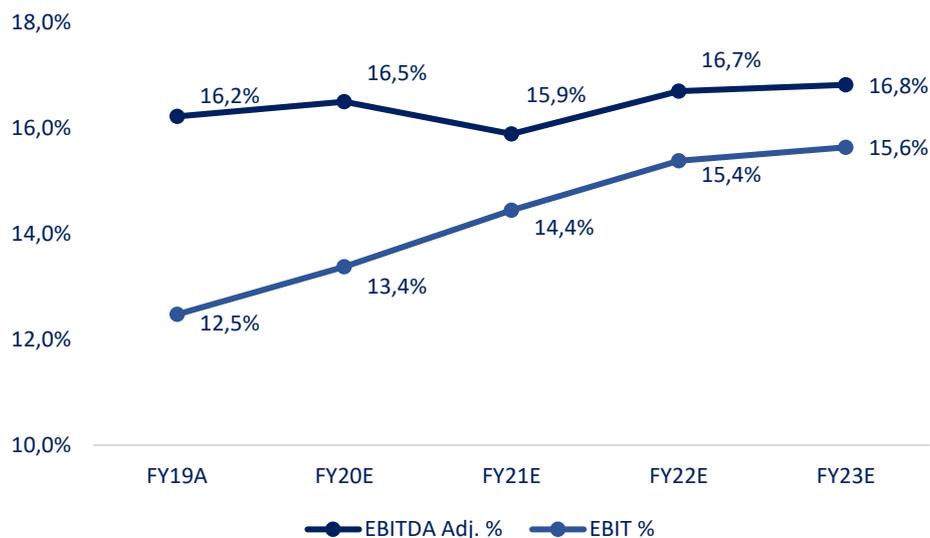
Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 39,74 mln del 2019 a € 55,10 mln del 2023E (CAGR19A-23E: 8,51%), grazie ai seguenti principali driver di crescita:

- La crescita attesa del mercato fire e security nel suo complesso;
- Il consolidamento della *Business Unit* Fire che si posiziona su commesse di dimensioni maggiori e a margini più elevati, questo sarà possibile grazie al limitato numero di concorrenti in grado di eseguire commesse di grandi dimensioni;
- La crescita della *Business Unit* Service, in grado di incrementare la quota di fatturato ricorrente del Gruppo;
- L'incremento della quota di mercato relativa alla *Business Unit* Security;
- L'offerta di prodotti sempre più innovativi dal punto di vista tecnologico grazie ad investimenti nel segmento R&D, in un mercato piuttosto statico;
- L'attività di *cross-selling*: vendita di servizi integrati e sinergici tra tutte e tre le *Business Unit*;
- La crescita delle *Business Unit* Security e Service permetterà anche di incrementare il *win rate* sulle commesse grazie all'integrazione di tali servizi.

Nella stima del valore della produzione dell'anno 2020E, la voce altri ricavi comprende il credito di imposta relativo ai costi di IPO, pari al 50% dei costi sostenuti.

Per l'anno 2020, nonostante i driver di crescita rimangano inalterati, abbiamo preferito mantenere un approccio piuttosto conservativo, in ragione dei possibili effetti dell'epidemia Covid 19.

Chart 21 – EBITDA Adj.% and EBIT% 19A-23E


Source: elaborazione Integræe SIM

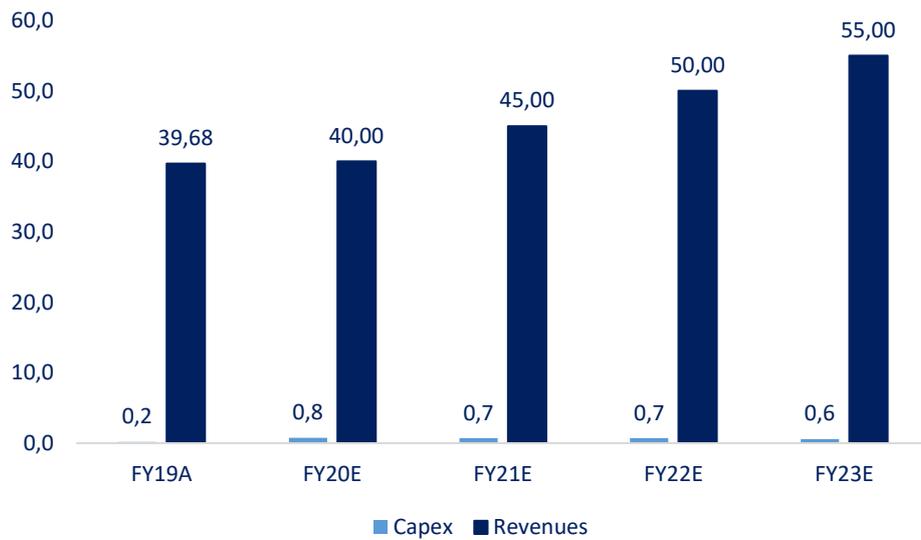
Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA Adjusted che, secondo le nostre stime, passerà da € 6,44 mln del 2019A a € 9,25 mln del 2023E, grazie a 3 principali driver di crescita:

- Aumento della forza contrattuale nei confronti dei fornitori;
- Effetto leva operativa sui costi fissi, grazie ad economie di scala;
- Maggior incidenza delle *Business Unit Security e Service*, in grado di garantire livelli di marginalità elevati.

Nell'anno 2020E, la marginalità è positivamente influenzata dalla presenza del credito di imposta relativo ai costi per IPO (inserito nella voce altri ricavi), mentre i costi *ongoing* della quotazione impattano solamente per sei mesi, per questo motivo, l'incidenza dei costi per servizi risulta inferiore a quella osservabile negli anni successivi del piano.

Per il calcolo dell'EBIT Margin, è importante sottolineare che la Società ha avviato negli ultimi anni un sistema di incentivazione del personale tramite un fondo per il welfare, con un accantonamento annuo proporzionato all'utile netto dell'esercizio. Tale fondo rappresenta il sistema di incentivazione del personale dipendente tramite erogazione di un bonus annuo che prevede alcuni servizi di welfare a favore dei dipendenti (pagamento rete scolastiche, viaggi, e altro) forniti tramite una piattaforma tecnologica gestita da un *provider* specializzato.

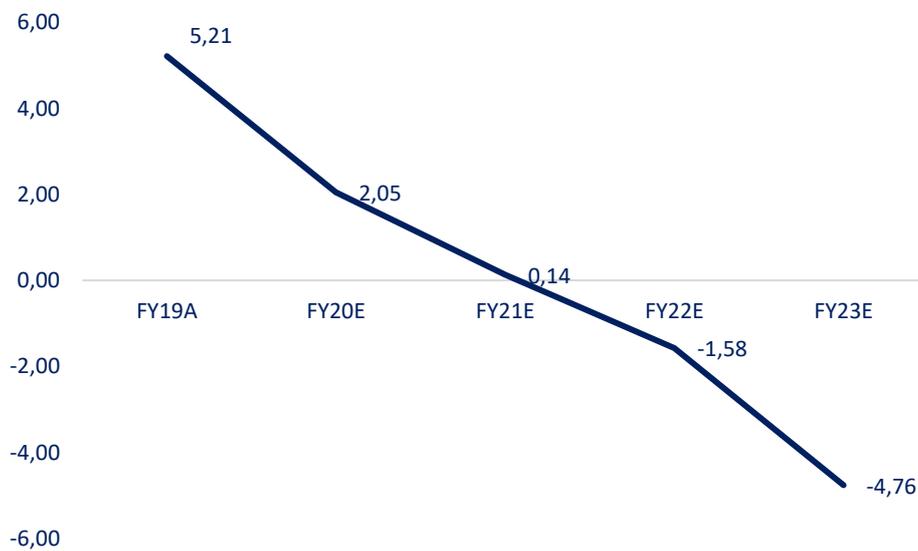
Chart 22 – Revenues, Capex 19A-23E



Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di Capex, ci aspettiamo investimenti principalmente collegati ad equipaggiamenti e attrezzature, R&D per la *Business Unit Security* e relativo software e certificazione ISO di livello superiore.

Chart 23 - NFP 19A-23E



Source: elaborazione Integrae SIM

Crediamo che la Società possa continuare a perseguire un *dividend payout* del 50% dell'utile generato anche per i prossimi anni. La NFP mostra un sensibile miglioramento nel 2020E, grazie alla raccolta derivante dall'operazione di IPO.

5.3 Use of Proceeds

Sebino ha portato a termine la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del processo di crescita. In particolare, la Società ha pianificato di continuare la propria crescita per linee interne e per linee esterne.

- Per quanto riguarda le linee interne, l'idea è quella di consolidare la propria presenza sul mercato Service e Security grazie a sinergie commerciali tra le diverse *Business Unit* e di investire in R&D per migliorare la sala controllo;
- Per quanto riguarda le linee esterne, l'idea è quella di completare acquisizioni per incrementare la presenza sul mercato Service e Security e di acquisire società che permettano di inserirsi su nuovi mercati geografici regolamentati ad alto potenziale di crescita.

6 Valuation

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

6.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		10,65%
Risk Free Rate	1,05% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	10,04% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	33,33% Beta Relevered	1,3
Ke	13,72% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di maggio 2020 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 2.5%, 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 uguale al Beta di mercato poiché il Beta calcolato in base ai competitor non risultava statisticamente significativo;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 10,65%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		46,1
FCFO actualized	11,7	23%
TV actualized DCF	39,6	77%
Enterprise Value	51,4	100%
NFP (FY19A)	5,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di €46,1 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
Growth Rate (g)	2,5%	67,3	62,0	57,5	53,4	49,9	46,7	43,9
	2,0%	63,1	58,4	54,3	50,7	47,5	44,6	42,1
	1,5%	59,4	55,2	51,6	48,3	45,4	42,8	40,4
	1,0%	56,2	52,4	49,1	46,1	43,5	41,0	38,8
	0,5%	53,3	50,0	46,9	44,2	41,7	39,5	37,4
	0,0%	50,8	47,7	44,9	42,4	40,1	38,1	36,1
	-0,5%	48,5	45,7	43,1	40,8	38,7	36,8	35,0

Source: Integrae SIM

6.2 Market Multiples

Il nostro panel è formato da Società appartenenti allo stesso settore di Sebino, ma molte hanno capitalizzazione maggiore.

6.2.1 Composizione del Panel

Marlowe PLC (UK) è leader nel Regno Unito nei servizi specializzati che garantiscono la sicurezza e la conformità normativa, la società gestisce al contempo i rischi specifici per le aziende. Si concentra su: salute e sicurezza, conformità alle leggi sul personale e sul lavoro, sicurezza antincendio, sicurezza delle acque, trattamento delle acque, qualità dell'aria e servizi ambientali. Marlowe fornisce attualmente servizi a oltre il 15% dei locali commerciali della Gran Bretagna.

Johnson Controls International Plc (USA) è attiva nella fornitura di una vasta categoria di prodotti. I servizi della Società includono: sistemi antincendio, sicurezza, HVAC, soluzioni energetiche. Si occupano di: grandi edifici commerciali, vendite al dettaglio, edifici industriali, piccole imprese e residenze. La società è stata fondata nel 1885 e ha sede a Cork, Irlanda.

Taiwan Secom Co. Ltd. (Taiwan) è attiva nella vendita di sistemi di sicurezza. I suoi prodotti includono: la sorveglianza digitale, la protezione antincendio, il controllo degli accessi, la gestione intelligente degli edifici e i sistemi di gestione dei punti vendita. La società è stata fondata da Hsiao Hsin Lin l'8 novembre 1977 e ha sede a Taipei, Taiwan.

ADT Inc. (USA) fornisce servizi di sicurezza, automazione domestica interattiva e aziendale e relativi servizi di monitoraggio. Offre una serie di soluzioni antifurto, video, controllo accessi, allarme antincendio e antifumo e soluzioni di allarme medico per clienti residenziali e commerciali e multi-sito. L'azienda è stata fondata nel maggio 2015 e ha sede a Boca Raton, Florida.

6.2.2 Comparables Financial Highlights

Table 7 – Comparables

FY2019A (data in € mln)	Marlowe Plc	Johnson Controls Int.	Taiwan Secom Co. Ltd.	ADT INC	Peer Median	Sebino
Country	UK	USA	Taiwan	USA		Italy
Mkt Cap	163,6	30.533,4	1.171,1	5.346,4	3.258,7	
EV	184,0	33.157,3	1.144,5	14.089,3	7.616,9	
Financials Highlights						
Revenues	142,0	21.442,1	388,4	4.584,9	2.486,6	39,7
EBITDA	11,3	2.793,9	115,0	2.135,8	1.125,4	6,4
Net Profit	5,5	1.508,3	62,3	-164,6	33,9	3,3
EBITDA Margin	7,9%	13,0%	29,6%	46,6%	21,3%	16,2%
Net Profit Margin	3,9%	7,0%	16,0%	-3,6%	5,5%	8,2%
NFP	20,4	2.623,9	-26,6	8.742,9	1.322,2	5,2
NFP/EBITDA	1,8x	0,9x	N/A	4,1x	1,8x	0,8x

Source: Bloomberg. Cambio Euro Dollaro 1,1178 del 19/06/20, Cambio Euro GBP 0,90519 del 19/06/20

6.2.3 Multiples Method

Per la valutazione, con il metodo dei multipli, riteniamo che l'indicatore EV/EBITDA risulti il più significativo.

Table 8 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Marlowe Plc	12,9	12,9	12,3
Johnson Controls International	11,0	10,3	9,4
Taiwan Secom Co. Ltd.	8,6	8,4	N/A
ADT INC	7,4	7,2	6,9
Peer median	9,8	9,3	9,4

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

Table 9 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	64,5	66,8	78,3
Equity Value			
EV/EBITDA	62,5	66,7	79,9
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	46,8	50,0	59,9
Average	46,8	50,0	59,9

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

L'equity value di Sebino utilizzando il market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a circa €69,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità del titolo Sebino rispetto ai comparables: ne risulta un equity value di € 52,3 mln.

7. Equity Value

Table 10 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	49,2
Equity Value DCF (€/mln)	46,1
Equity Value multiples (€/mln)	52,3
Target Price (€)	3,70

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 49,2 mln. Il target price è quindi di € 3,70, rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 11 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2020E	2021E	2020E	2021E
46,0	7,8x	7,2x	9,6x	7,9x
47,0	7,9x	7,3x	9,8x	8,0x
48,0	8,1x	7,4x	9,9x	8,2x
49,0	8,2x	7,6x	10,1x	8,3x
50,0	8,4x	7,7x	10,3x	8,5x
51,0	8,5x	7,9x	10,5x	8,6x
52,0	8,7x	8,0x	10,7x	8,8x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999**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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE 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 Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE 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. INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE 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. INTEGRAE 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 information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE 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). INTEGRAE 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. INTEGRAE 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. INTEGRAE 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). 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. INTEGRAE 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 INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE 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. 16190 of 29.10.2007, 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ 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 Sebino;
- Integræ 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 Sebino;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Sebino.

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