

Data produzione: 29 Settembre 2020 - 21:00 CET

Data pubblicazione: 30 Settembre 2020 - 7:00 CET

Sebino	Italy	FTSE AIM Italia	Fire & Security
Rating: BUY	Target Price: € 4,68 (da €4,22)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	5,36%	-8,17%	-10,61%	n/a
to FTSE AIM Italia	5,84%	-3,84%	-12,74%	n/a
to FTSE STAR Italia	2,95%	-20,49%	-47,41%	n/a
to FTSE All-Share	8,02%	-6,64%	-24,43%	n/a
to FTSE Italia Small Cap	5,30%	-9,60%	-29,57%	n/a

Stock Data	
Price	€ 2,36
Target price	€ 4,68
Upside/(Downside) potential	98,3%
Bloomberg Code	SEB IM Equity
Market Cap (€m)	€ 31,35
EV (€m)	€ 36,56
Free Float	13,42%
Share Outstanding	13.282.000
52-week high	€ 2,66
52-week low	€ 2,39
Average daily volumes (3m)	N/A

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	39,7	44,0	55,0	61,0
EBITDA Adj.	6,4	7,1	8,6	10,3
EBITDA	5,7	6,5	8,6	10,3
EBIT	5,0	5,7	7,6	9,1
Net Profit	3,3	3,8	5,1	6,1
EBITDA Adj. margin	16,2%	16,2%	15,7%	16,8%
EBIT margin	12,5%	12,9%	13,8%	14,9%
Net Profit margin	8,2%	8,5%	9,2%	10,0%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA Adj. (x)	5,7	5,1	4,2	3,6
EV/EBIT (x)	7,4	6,5	4,8	4,0
P/E (x)	9,6	8,3	6,2	5,1

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

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. In data 2 luglio Sebino ha acquistato il ramo d'azienda di manutenzione e impiantistica della Riccardi Srl. Sebino Antincendio opera attraverso 3 Business Unit: Fire, Security e Service.

1H20 Results

I risultati del 1H20 sono positivi, in grado di supportare le nostre stime per il FY20E e in linea con quanto illustrato nelle presentazioni pre-quotazione. Invariate le stime 2020-23E. I ricavi sono cresciuti del 28% YoY a €19,2 mln mentre l'Ebitda è risultato di €3,4 mln con l'Ebitda margin in crescita al 17,7% (dal 14,3% del FY19). La PFN è risultata positiva (cassa) per €2,3 mln circa, era negativa e pari ad €5,2 mln al 31 Dicembre 2019. Le disponibilità liquide al 30 Giugno 2020 ammontavano a €8,9 mln (€2,4 mln al 31 Dicembre 2019).

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;

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Sebino sulla base del DCF e dei multipli. 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 €63,5 mln. L'equity value di Sebino utilizzando i market multiples risulta essere pari €60,8 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 62,2 mln. Il target price è di € 4,68 (da 4,22 della nota del 3/7) per azione. Rating BUY e rischio MEDIUM invariati.

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics & Financials *

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	35,89	39,68	44,00	55,00	61,00	67,00
Other Revenues	-0,27	0,06	0,40	0,10	0,10	0,10
Value of Production	35,63	39,74	44,40	55,10	61,10	67,10
COGS	28,17	29,43	32,88	40,89	44,66	48,80
Services	0,47	0,61	0,69	0,87	0,98	1,08
Use of assets owned by others	0,52	0,33	0,37	0,47	0,53	0,59
Employees	2,13	2,52	2,90	3,67	4,01	4,36
Other Operating Expenses	0,38	0,41	0,45	0,57	0,65	0,73
EBITDA Adj.	3,95	6,44	7,11	8,63	10,27	11,54
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>11,0%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,2%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,2%</i>
Adjustments	(0,02)	(0,73)	(0,60)	0,00	0,00	0,00
EBITDA	3,92	5,70	6,51	8,63	10,27	11,54
<i>EBITDA Margin</i>	<i>10,9%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,2%</i>
D&A	0,70	0,75	0,85	1,05	1,17	1,28
EBIT	3,22	4,95	5,66	7,57	9,10	10,25
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,9%</i>	<i>15,3%</i>
Financial Management	(0,15)	(0,15)	(0,13)	(0,12)	(0,10)	(0,09)
EBT	3,07	4,80	5,53	7,46	8,99	10,17
Taxes	0,88	1,54	1,77	2,39	2,88	3,26
Net Income	2,19	3,26	3,76	5,07	6,11	6,91
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Assets	4,97	4,40	6,52	6,40	6,55	6,60
Account receivable	12,21	18,47	23,40	25,60	28,00	30,40
Inventories	1,15	1,22	2,40	2,65	2,85	3,05
Account payable	5,27	8,92	11,40	13,00	14,60	15,80
Operating Working Capital	8,10	10,76	14,40	15,25	16,25	17,65
Other receivable	1,47	1,59	3,30	3,70	3,90	4,10
Other payable	1,22	1,65	3,30	3,80	4,00	4,20
Net Working Capital	8,35	10,70	14,40	15,15	16,15	17,55
Severance Indemnities & Other Provisions	0,70	1,46	2,00	1,20	2,20	2,50
NET INVESTED CAPITAL	12,62	13,64	18,92	20,35	20,50	21,65
Share Capital	1,15	1,15	1,33	1,33	1,33	1,33
Reserves	2,66	4,02	10,21	12,09	14,62	17,67
Net Income	2,19	3,26	3,76	5,07	6,11	6,91
Equity	6,00	8,43	15,29	18,48	22,06	25,91
Cash & Cash Equivalent	0,57	2,45	3,17	4,30	7,11	8,06
Short Term Debt to Bank	3,07	2,52	1,90	2,52	3,15	3,15
M/L Term Debt to Bank	4,12	5,15	4,90	3,65	2,40	0,65
Net Financial Position	6,62	5,21	3,63	1,87	(1,56)	(4,26)
SOURCES	12,62	13,64	18,92	20,35	20,50	21,65
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	3,22	4,95	5,66	7,57	9,10	10,25
Taxes	0,88	1,54	1,77	2,39	2,88	3,26
NOPAT	2,34	3,41	3,89	5,19	6,22	7,00
D&A	0,70	0,75	0,85	1,05	1,17	1,28
Change in receivable	-0,40	(6,26)	(4,93)	(2,20)	(2,40)	(2,40)
Change in payable	-0,67	3,66	2,48	1,60	1,60	1,20
Change in others	0,39	0,31	-0,06	0,10	0,00	0,00
<i>Change in NWC</i>	<i>-0,69</i>	<i>-2,28</i>	<i>-2,51</i>	<i>-0,50</i>	<i>-0,80</i>	<i>-1,20</i>
Change in provisions	0,27	0,75	0,54	-0,80	1,00	0,30
OPERATING CASH FLOW	2,63	2,64	2,76	4,94	7,59	7,38
Capex	(3,05)	(0,2)	(3,0)	(0,9)	(1,3)	(1,3)
FREE CASH FLOW	-0,43	2,46	(0,21)	4,01	6,27	6,05
Financial Management	(0,15)	(0,15)	(0,13)	(0,12)	(0,10)	(0,09)
Change in Debt to Bank	1,28	0,47	(0,86)	(0,64)	(0,61)	(1,75)
Change in Equity	(0,79)	(0,83)	3,11	(1,88)	(2,53)	(3,06)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	-0,10	1,95	1,91	1,37	3,02	1,15

Source: stime Integrae SIM . * Dati Pro Forma 2018/2019. Nel 2020E l'attività di Riccardi S.r.l. confluita nella Newco è consolidata per sei mesi.

1.1 1H20 Results

I risultati del 1H20 sono positivi, in grado di supportare le nostre stime per il FY20E e in linea con quanto illustrato nelle presentazioni pre-quotazione. I ricavi sono cresciuti del 28% YoY a €19,2 mln, mentre l'Ebitda è risultato di €3,4 mln con l'Ebitda margin in crescita al 17,7% (dal 14,3% del FY19).

A livello geografico la crescita ha riguardato sia l'Italia (+19,8%) che ha raggiunto un fatturato del €15,1 mln (da €12,6 mln del 1H19), sia la Romania (+70,8%), che ha raggiunto un fatturato del €4,1 mln (da €2,4 mln del 1H19).

La PFN è risultata positiva (cassa) per €2,3 mln circa, era negativa e pari ad €5,2 mln al 31 Dicembre 2019. Le disponibilità liquide al 30 Giugno 2020 ammontavano a €8,9 mln (€2,4 mln al 31 Dicembre 2019).

Nonostante la pandemia, il cui maggiore impatto sulla Società è stata la chiusura dei cantieri interessati dai lavori in corso per l'installazione degli impianti antincendio per tutto il mese di aprile, le attività di manutenzione sono continuate regolarmente. Le attività commerciali e amministrative sono continuate invece in smart working.

Grazie alla sua strutturale flessibilità relativa ai costi di installazione, effettuati in grande parte da installatori esterni, la Sebino non ha fatto ricorso alla Cassa Integrazione Guadagni In Deroga.

Flessibilità operativa che ha permesso la generazione di un cash flow complessivo di €4,7 mln, dopo la distribuzione €1,5 mln di dividendi e al netto della cassa relativa all'operazione di IPO.

Il portafoglio ordini complessivo alla fine 1H20, pari ad €20 mln circa, risulta sostanzialmente simile a quello alla fine dello scorso anno ed stato trainato in particolare dalla rilevanza delle iniziative riguardanti nuovi siti di logistica, destinati a supportare il rilevante incremento dell'e-commerce nel nostro paese, stimolato anche dagli effetti indotti dal lockdown post emergenza sanitaria.

1.2 New estimates FY20E – FY23E

Non modifichiamo le nostre stime per il periodo 2020-23E.

Secondo il management: "grazie alla consistenza del Portafoglio Ordini alla fine del semestre, la Società affronta con determinazione e ottimismo la seconda parte dell'esercizio. Gli impatti dell'emergenza sanitaria, non ancora del tutto risolta, si mantengono a tutt'oggi limitati. Segnali positivi, come confermato anche da recenti comunicati della Società, provengono in particolare dalla logistica destinata a servire i grandi attori dell'e-commerce internazionale e dei trasporti".

Ricordiamo che in data 2 luglio 2020, Sebino SpA ha perfezionato l'acquisizione della totalità del business gestito dalla Società Riccardi srl di Casale Monferrato (AL), azienda storica operante sul mercato nel settore della manutenzione di impianti e attrezzature antincendio, con sedi anche in Veneto, Sardegna e Lazio.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Fig. 2 – WACC

WACC		9,45%
Risk Free Rate	1,05% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	33,33% Beta Relevered	1,3
Ke	12,12% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC del 9,45%. Rispetto al report del 3 luglio u.s. segnaliamo una flessione del premio per il rischio all'8,46% dal 10,04% calcolato dal prof. A. Damodaran.

Fig. 3 – DCF Valuation

DCF Equity Value		63,5
FCFO actualized	13,6	20%
TV actualized DCF	55,2	80%
Enterprise Value	68,7	100%
NFP (FY19A)	5,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €63,5 mln.**

Fig. 4 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
Growth Rate (g)	2,5%	98,7	89,6	82,0	75,4	69,8	64,8	60,4
	2,0%	91,2	83,4	76,7	70,9	65,9	61,4	57,5
	1,5%	84,8	78,0	72,1	67,0	62,5	58,5	54,9
	1,0%	79,3	73,4	68,1	63,5	59,4	55,8	52,5
	0,5%	74,6	69,3	64,6	60,4	56,7	53,4	50,4
	0,0%	70,5	65,7	61,5	57,7	54,3	51,2	48,4
	-0,5%	66,8	62,5	58,7	55,2	52,1	49,3	46,7

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Sebino ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

In linea con i precedenti report, per la valutazione con il metodo dei multipli riteniamo che l'indicatore EV/EBITDA risulti il più significativo.

Fig. 5 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Marlowe Plc	10,0	9,0	n.a.
Johnson Controls International	11,6	10,6	9,6
Taiwan Secom Co. Ltd.	N/A	N/A	n.m.
ADT INC	6,8	6,5	N/A
Peer median	10,0	9,0	9,6

Source: Infinitals

Fig. 6 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	71,0	77,8	98,4
Equity Value			
EV/EBITDA	67,4	76,0	99,9
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	50,5	57,0	74,9
Average	50,5	57,0	74,9

Source: Infinitals

L'equity value di Sebino utilizzando il market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a €81,0 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità rispetto ai comparables: ne risulta un equity value di € 60,8 mln.

2.3 Equity Value

Table 6 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	62,2
Equity Value DCF (€/mln)	63,5
Equity Value multiples (€/mln)	60,8
Target Price (€)	4,68

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa €62,2 mln (56,1 mln nella nostra nota del 3 luglio u.s.). Il target price è quindi di €4,68 (da € 4,22) per azione. rating BUY e rischio MEDIUM invariati

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

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
24/06/2020	Buy	3,70	Medium	Initiation Of Coverage
03/07/2020	Buy	4,22	Medium	Riccardi Srl Operation

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

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.