

Franchetti	Italy	Euronext Growth Milan	Infrastructure Maintenance
Rating: BUY	Target Price: € 7,00	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE Italia Growth	N/A	N/A	N/A	N/A
to Euronext STAR Milan	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	€ 3,75
Target price	€ 7,00
Upside/(Downside) potential	86,5%
Bloomberg Code	FCH IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 25,25
EV (€m)	€ 25,84
Free Float	19,64%
Share Outstanding	6.733.000
52-week high	N/A
52-week low	N/A
IPO Price (29/09/2022)	€ 3,00

Key Financials (€ m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	4,0	5,2	7,8	9,6
VoP	4,1	5,2	8,0	9,6
EBITDA	1,2	1,7	3,4	4,4
EBIT	1,1	1,6	3,3	4,2
Net Profit	0,7	0,9	2,1	2,7
EBITDA margin	28,2%	33,0%	42,5%	45,6%
EBIT margin	27,4%	31,1%	40,6%	44,0%
Net Profit margin	16,4%	17,5%	26,3%	28,3%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	22,4	15,2	7,6	5,9
EV/EBIT (x)	23,1	16,1	7,9	6,2
P/E (x)	37,7	28,0	12,0	9,3

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo alessandro.colombo@integraesim.it

Stocks performance vs FTSE Italia Growth



Company Overview

Franchetti SpA è una multinazionale di sviluppo software ed engineering design, forte di un solido patrimonio di know how tecnologico, è attiva nella pianificazione, diagnosi e terapia degli interventi volti alla sicurezza e programmazione predittiva delle attività di manutenzione sulle strutture di reti infrastrutturali. Offrendo prodotti e servizi innovativi ad alto valore tecnologico, e attraverso lo sviluppo di modelli matematici a sostegno di software dedicati, Franchetti ha operato su oltre 38.000 ponti equivalenti autostradali e ferroviari in tutto il mondo, affermandosi come uno dei maggiori esperti internazionali di settore. Le attività del core business aziendale si classificano in due unità di business: i) servizi ICT innovativi per la programmazione predittiva della manutenzione e ii) diagnosi e terapia di manutenzione delle strutture e infrastrutture.

Market

Il mercato di riferimento è relativo ai servizi di manutenzione delle infrastrutture; si evidenzia, invece, che il mercato dei relativi servizi di ingegneria, è stimato in più di € 20,00 mld poiché la maggior parte delle infrastrutture nel mondo è stata costruita nel secondo dopoguerra ricevendo un livello di manutenzione assolutamente insufficiente. Il mercato delle infrastrutture comprende ferrovie, porti, autostrade, aeroporti, acqua, servizi igienico-sanitari e rifiuti, con opportunità di business nella progettazione e costruzione. I mercati principali in cui si riscontra la presenza di Franchetti sono il mercato dei ponti e il mercato Oil&gas. Analizzando il settore pubblico, possiamo osservare una tendenza mensile di numero di bandi pubblici e importo di tali bandi rispettivamente pari a 250 e € 120,00 mln.

Valuation Update

Data la mancanza di società comparabili, abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Franchetti sulla base della sola metodologia DCF. 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 € 47,1 mln.

Il target price è di € 7,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Azionariato e Struttura del gruppo	5
1.4	Corporate Governance	6
1.5	Key People.....	7
1.6	PMI Innovativa e Certificazioni.....	8
2.	Business Model overview	9
2.1	Industry Business System	9
2.2	Business Model	10
2.3	Value Chain	12
2.4	Value proposition	13
2.5	Portafoglio prodotti e servizi.....	14
2.5.1	Servizi ICT Innovativi per la programmazione predittiva della manutenzione	14
2.5.2	Diagnosi e terapia di manutenzione delle strutture ed infrastrutture	16
2.6	Ricerca e Sviluppo	17
2.7	Clienti e Fornitori.....	18
2.7.1	Clienti	18
2.7.2	Fornitori	20
3.	Il mercato	22
3.1	Mercato delle infrastrutture	22
3.2	Mercato italiano	23
3.3	Mercato brasiliano	25
4.	Posizionamento competitivo.....	26
4.1	Swot Analysis.....	28
5.	Economics & Financials	29
5.1	FY21A Results	30
5.2	1H22A Results	32
5.3	FY22E-FY25E Estimates	34
5.4	Use of Proceeds.....	38
6.	Valuation	39
6.1	DCF Method	39
7.	Equity Value.....	41

1. Company Overview

1.1 L'attività

Franchetti SpA («Franchetti» o il «Gruppo») è una multinazionale di sviluppo software ed *engineering design*, costituita nel 2013 ad Arzignano (VI) che, forte di un solido patrimonio di *know how* tecnologico, è attiva nella pianificazione, diagnosi e terapia degli interventi volti alla sicurezza e programmazione predittiva delle attività di manutenzione sulle strutture di reti infrastrutturali, in particolare ponti e viadotti strategici. Offrendo prodotti e servizi innovativi ad alto valore tecnologico, e attraverso lo sviluppo di modelli matematici a sostegno di software dedicati, Franchetti ha operato su oltre 38.000 ponti equivalenti autostradali e ferroviari in tutto il mondo, affermandosi come uno dei maggiori esperti internazionali di settore. Il Gruppo fonda le sue origini sull'esperienza professionale e di ricerca universitaria all'estero, negli Stati Uniti. In Italia, opera con una sede in Veneto ad Arzignano (VI) nonché attraverso filiali operative a Milano e Roma. All'estero, avendo una forte vocazione all'internazionalizzazione, è presente con una controllata in Brasile e una in Canada. A livello commerciale, è presente negli Stati Uniti e in India con partner locali. Nello specifico, in India è presente un contratto di collaborazione sottoscritto orientato alla successiva costituzione di una società, mentre negli Stati Uniti, Paolo Franchetti ha il ruolo di consigliere di amministrazione nella International Road Federation, società di *lobbying* operante da anni con il governo degli Stati Uniti sulle politiche infrastrutturali che facilita il mantenimento dei contatti già consolidati con i maggiori *player* statali e federali.

Operando in un settore strategico e in forte crescita, ovvero quello della logistica di persone e beni, il Gruppo supporta *leadplayer* nazionali e internazionali nella gestione e manutenzione predittiva delle reti di trasporto, con l'obiettivo di integrare la sicurezza di persone e merci con l'ottimizzazione dell'impiego delle risorse, nonché di realizzare infrastrutture resilienti e capaci di far fronte anche ai cambiamenti climatici.

Le attività del core business aziendale si possono classificare in due unità di business: i) servizi ICT innovativi per la programmazione predittiva della manutenzione e ii) diagnosi e terapia di manutenzione delle strutture e infrastrutture. La prima Business Unit supporta i clienti nella programmazione tecnica e finanziaria degli investimenti per la sicurezza strutturale, dalla digitalizzazione delle opere alla modellistica dei fenomeni di degrado nel tempo. La seconda Business Unit, invece, ha un focus su ispezioni, *assessment*, progettazione degli interventi nonché direzione dei lavori.

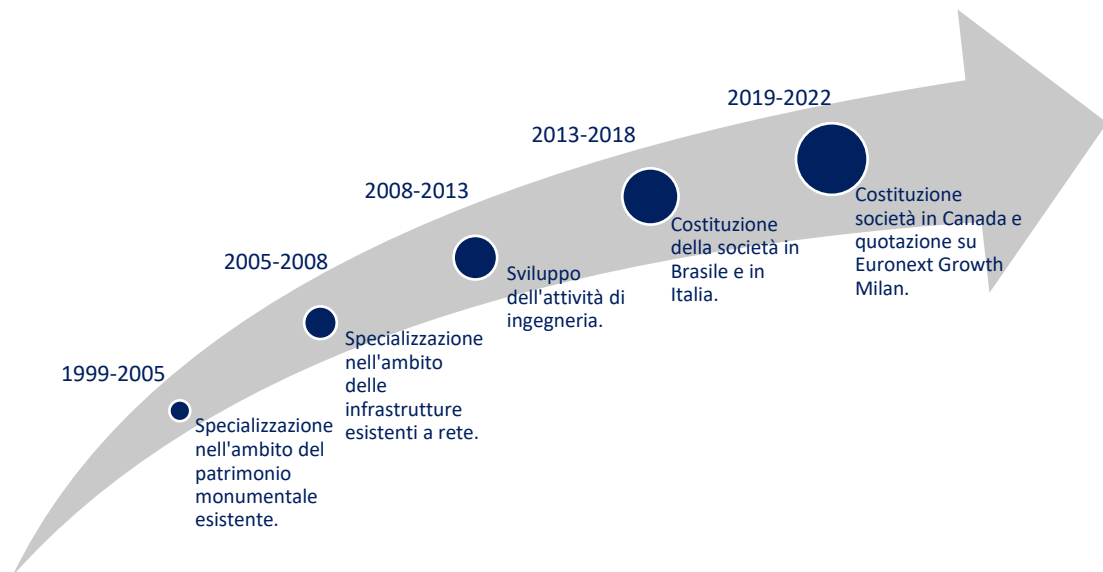
Chart 1 – Structural analysis of Ponte Rio Niterói (BR)



Source: Franchetti

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



Source: Franchetti

- Tra il **1999** ed il **2005**, **Paolo Franchetti** si specializza nell'ambito del patrimonio monumentale esistente attraverso attività tecniche in campo (incarichi di progettazione e consulenza) ed attività scientifiche sulla conservazione e controllo delle strutture. Inoltre, vengono effettuate le prime applicazioni all'impresa di famiglia nel finanziamento e nella gestione delle manutenzioni di edifici residenziali, commerciali ed industriali propri e di terzi nel Nord Italia.
- Tra il **2005** e il **2008**, Paolo Franchetti effettua una specializzazione nell'ambito delle infrastrutture esistenti a rete con esperienze professionali e scientifiche all'estero (USA). Viene designato come team *specialist* per l'allocazione ottimale delle risorse per la mitigazione del rischio sismico della rete autostradale della Orange County in California, attraverso anche un primo sviluppo di algoritmi di manutenzione predittiva e altri software specialistici.
- Tra il **2008** e il **2013**, si sviluppa l'attività di ingegneria in Brasile, Stati Uniti e Italia in forma professionale. Viene, inoltre, portata a termine la prima applicazione in Italia di tecniche di analisi predittiva ad una rete infrastrutturale per Veneto Strade.
- Tra il **2013** e il **2018**, viene costituita la società in Brasile e in Italia a responsabilità limitata. In questi anni viene sviluppata l'attività di ingegneria per diagnostica e terapia nelle complesse reti di trasporto. Nel **2015**, viene vinto il tender per il ponte Rio-Niterói del gruppo Ecorodovias. Nel **2017** il Gruppo riceve la certificazione di Startup innovativa. Nel **2018**, viene depositato il copyright per il software proprietario Argan.
- Tra il **2019** e il **2022**, la Società riceve la certificazione di PMI Innovativa e viene trasformata in Società per Azioni. Successivamente, viene abilitata professionalmente e costituita una nuova società in Canada. Inoltre, viene portato a regime lo sviluppo delle attività di manutenzione predittiva per gli interventi di manutenzione. Nel **2021**, viene depositato il copyright per il software proprietario Pathwork. Nel **2022** il Gruppo intraprende il processo di quotazione sul mercato Euronext Growth Milan.

1.3 Azionariato e Struttura del gruppo

Table 1 – Shareholders

Shareholders	% Ordinary Shares	% Voting Share Capital	% Total Shares
Franchetti Holding Srl	80,36%	94,24%	89,11%
Free Float	19,64%	5,76%	10,89%

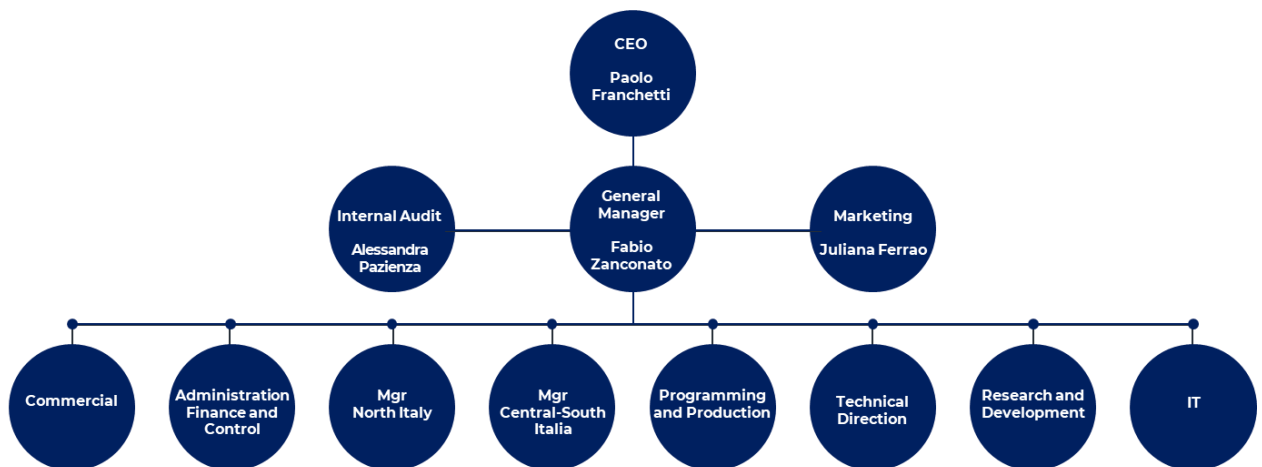
Source: Franchetti

La maggioranza del capitale sociale del Gruppo Franchetti è detenuta dalla holding Franchetti Holding Srl, con una quota dell'80,36%. La parte restante è detenuta dal mercato per il 19,64%.

Franchetti SpA è controllata al 100% da Franchetti Holding Srl, *holding* controllata all'85% dal socio e CEO Paolo Franchetti, al 10% da Michele Frizzarin e al 5% da Luisa Raisi.

1.4 Corporate Governance

Chart 4 – Franchetti Italia Organization



Source: Franchetti

La struttura organizzativa del Gruppo ad oggi si avvale di 36 risorse *full time equivalent* (FTE) per lo svolgimento delle proprie attività in Italia e di 31 risorse FTE per le attività svolte in Brasile. Si specifica che, su un totale di 67 risorse, 58 sono ingegneri, di cui 13 con più di 10 anni di esperienza.

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 5 membri e rimarrà in carica per 3 anni. In particolare, si è prevista la seguente struttura:

- Paolo Franchetti è il Presidente e CEO;
- Rony Hamau e Michele Frizzarin ricoprono il ruolo di consiglieri;
- Stefano Granati e Remy Cohen ricoprono il ruolo di consiglieri indipendenti.

Il Collegio Sindacale, nominato per il triennio 2019 – 2022, è composto, oltre che dal Presidente, da due sindaci effettivi e due sindaci supplenti, e scadrà con l’approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2022. Nello specifico:

- Federico Caprin è Presidente del Collegio Sindacale;
- Luigi Solinas e Sonia Poletto ricoprono il ruolo di sindaci effettivi;
- Alberto Signorin e Alessandro Prandin sono i due sindaci supplenti.

1.5 Key People

Paolo Franchetti – Socio e CEO

Ingegnere civile, PhD in progettazione, conservazione e controllo delle strutture, esperto in analisi strutturali, monitoraggio ed ispezioni tecniche di strutture esistenti, progettazione di strutture e infrastrutture, interventi di ristrutturazione, adeguamento e miglioramento di opere, anche monumentali. Abilitato alla professione in Italia, Québec, Ontario e Brasile. Già Professore a contratto in Italia e Visiting Scholar presso UCI-USA, ha partecipato con successo alla realizzazione di progetti di ampia portata. È in grado di supportare il cliente durante l'intero processo di analisi, pianificazione, progettazione e realizzazione delle opere dell'ingegneria strutturale e dei trasporti.

Omar Emiliano Salustri – CFO Franchetti Italia

Dottore in Economia e Commercio, iscritto all'albo dei Revisori Legali presso il MEF. Si occupa della direzione amministrativa, contabile e finanziaria e della gestione del personale di società di piccole e medie dimensioni, sino a multinazionali. Ha esperienza in operazioni societarie straordinarie, quali fusioni, scissioni ed incorporazioni, oltre che in M&A. Svolge attività di revisione e controllo come membro di Collegi Sindacali. È, inoltre, laureato in Lettere Moderne ed è stato docente a contratto presso gli Atenei milanesi di lingua e sintassi latina, ove tuttora è assistente nelle sessioni d'esame per la medesima disciplina.

Fabio Zanconato – Direttore Generale Franchetti Italia

Ingegnere gestionale con più di 20 anni di esperienza maturata in società di consulenza in ambito controllo di gestione ed implementazione di sistemi gestionali. Ha acquisito esperienza nella gestione di progetti in aziende di piccole e medie dimensioni in Italia ed Europa. È specializzato in controllo di gestione. È iscritto all'elenco degli *innovation manager* del MISE.

Rony Hamoui – Consigliere

Laureato all'Università Commerciale L. Bocconi e Master of Science alla London School of Economics. È professore a contratto presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, segretario generale de Assbb (Associazione per gli Studi Banca e Borsa), Past Presidente di Assifact (Associazione Italiana per il factoring). Ha ricoperto numerosi incarichi presso il gruppo Intesa Sanpaolo, quali Direttore Generale di Mediocredito Italiano, AD di Mediofactoring, responsabile Financial Institutions e del Servizio studi della Banca Commerciale Italiana. È autore di numerosi articoli scientifici e ha scritto e curato diversi libri riguardanti gli intermediari, i mercati finanziari internazionali, lo sviluppo economico finanziario nei paesi arabi e il populismo.

Michele Frizzarin – Socio e Responsabile Ricerca e Sviluppo

Ingegnere civile, PhD. In scienza dell'ingegneria civile ed ambientale, strutturista specializzato nel campo dell'analisi e della verifica delle strutture esistenti, si occupa di ispezione e analisi strutturale di infrastrutture in calcestruzzo, acciaio e muratura e di edifici storici e monumentali. Ha approfondito la sua formazione nello studio del comportamento dinamico e sismico delle strutture.

1.6 PMI Innovativa e Certificazioni

PMI Innovativa

Nel 2019, nel rispetto dei requisiti di legge, il Gruppo ha modificato formalmente il proprio Statuto, ottenendo lo status di PMI Innovativa, registrata nella sezione speciale del Registro delle Imprese. La Società ha consolidato, in tal modo, il proprio impegno nello sviluppo e nella commercializzazione di servizi e prodotti attraverso piattaforme ad alto valore tecnologico. I principali requisiti per ottenere lo *status* di PMI innovativa, tra cui i limiti dimensionali e i parametri riguardanti l'innovazione tecnologica, sono rispettati da Franchetti nella loro totalità e sono i seguenti:

- Aver sede principale in Italia o in uno stato UE o EEA e sede produttiva o filiale in Italia;
- Raggiungere un fatturato annuo non superiore ai € 50 mln;
- Avere meno di 250 dipendenti e collaboratori;
- Non essere quotata su un mercato regolamentato;
- Aver depositato un bilancio certificato;
- Non essere iscritta al Registro delle imprese come startup innovativa;

Devono sussistere, inoltre, almeno due dei tre seguenti requisiti: i) investimenti in ricerca e sviluppo per una quota superiore o uguale al 3% del maggior valore fra costo e valore totale della produzione; ii) collaborazione con almeno 1/3 dei dipendenti o collaboratori con laurea magistrale oppure 1/5 di dottorati, dottorandi o laureati con almeno tre anni di attività di ricerca certificata; iii) detenere almeno un brevetto o privativa industriale.

Il Gruppo rispetta tutti i requisiti di piccola e media impresa innovativa sopracitati in quanto ha sede legale ad Arzignano, e 67 dipendenti, dislocati nelle sedi in Italia (36) e Brasile (31). Il fatturato, nel 2021, è stato pari a € 3,96 mln, ben al di sotto della soglia dei € 50 mln imposta dalla normativa vigente. Sussistono, inoltre, due dei tre requisiti supplementari, in quanto tutti i collaboratori hanno conseguito almeno la laurea magistrale, in ingegneria o materie tecniche a essa affini, e il Gruppo ha depositato il *copyright* di due software, Argan e Pathwork.

Certificazioni

Franchetti, conscia delle problematiche ambientali connesse all'esercizio delle proprie attività e dell'importanza della sicurezza e benessere di tutti gli *stakeholder*, si impegna alla prevenzione dell'inquinamento ed al rispetto delle prescrizioni di tutte le leggi e regolamenti. Con il conseguimento delle certificazioni ISO 9001, ISO 14001 e ISO 45001, inoltre, il Gruppo si è posto l'obiettivo di favorire in ogni modo i comportamenti aziendali, dei dipendenti, degli appaltatori e dei fornitori che hanno lo scopo di ridurre o eliminare gli aspetti e gli impatti sociali e ambientali associati alle proprie attività.

Chart 5 – Franchetti Certifications



ISO 45001
LL-C (Certification)

Source: Franchetti

2. Business Model overview

2.1 Industry Business System

Chart 6 – Industry Business System



Source: Franchetti

Il modello di business delle aziende attive nell'industria delle infrastrutture, considerati i massicci investimenti necessari alla loro realizzazione, presuppone la stesura di dettagliati piani preliminari di fattibilità tecnica ed economica. Questi ultimi, considerato l'orizzonte di investimento di lungo periodo, pongono una particolare attenzione alla durabilità delle strutture e alla loro manutenibilità nel tempo. Nel pieno rispetto dei parametri di contratto concessorio, si calcola la migliore allocazione delle risorse economiche a supporto dei singoli elementi strutturali di ogni ponte al fine di massimizzarne la vita utile e si quantificano le tempistiche per gli interventi necessari ad assicurarne la sicurezza. Si sottolinea che, negli ultimi 20 anni, per via dell'alta intensità di capitale richiesto, si è spesso fatto ricorso al Partenariato Pubblico-Privato, che permette la collaborazione a lungo termine tra soggetti pubblici e privati.

A seguito della definizione del piano tecnico e finanziario, si procede con i) l'applicazione di standard progettuali per la definizione di parametri di progetto volti alla durabilità in sicurezza delle strutture attraverso software di *Building Information Modeling* (BIM) e ii) la progettazione di un *Bridge Management System* (BMS), un sistema di controllo che monitora le caratteristiche infrastrutturali del progetto, raccogliendo i dati all'interno di un *database*.

Durante la fase di realizzazione del progetto, le decisioni ricoprono un ruolo fondamentale, in quanto successivi cambiamenti comporterebbero costi molto elevati. Di conseguenza, la fase di *building* è caratterizzata, a seguito di una lunga gestazione per la messa a punto del progetto, dall'affidamento dell'appalto e dall'apertura del cantiere. Una volta conclusa la costruzione dell'infrastruttura, fa seguito la fase di *operations* che si identifica, invece, nell'esercizio e nell'uso da parte degli utenti finali delle reti infrastrutturali.

La successiva fase di *maintenance* è caratterizzata dall'aggiornamento dei contenuti tecnici dei piani economico finanziari, dai costanti controlli sull'esecuzione delle operazioni di manutenzione e dalla predisposizione, progettazione e assistenza all'installazione di sistemi di monitoraggio e controllo. Si calcola, nella fase di *life time extension*, il fabbisogno economico per massimizzare la vita utile degli impianti infrastrutturali e si redigono progetti di riabilitazione, miglioramento e adeguamento delle infrastrutture. A conclusione della vita di una rete infrastrutturale, nel rispetto della normativa vigente in materia di sicurezza, si procede con la demolizione e smaltimento dei principali rifiuti, tra cui calcinacci, detriti e macerie originati dalla demolizione delle pareti, mattonelle e cemento.

Franchetti si posiziona in molteplici fasi del modello di business dell'industria delle infrastrutture, tra cui si citano le fasi di stesura dei piani tecnico finanziari e di applicazione di

standard progettuali per la definizione di parametri volti alla durabilità delle strutture, ovvero *finance* e *design*, nonché le fasi di *maintenance* e *life time extension*.

2.2 Business Model

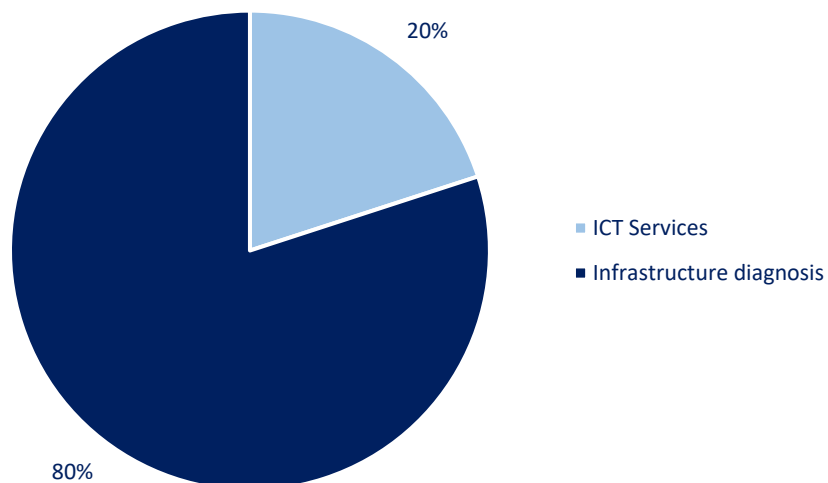
Chart 7 – Business model



Source: Franchetti

Franchetti opera sia con la Pubblica Amministrazione che con clienti privati per l'erogazione dei propri servizi, le cui specifiche tecniche ed economiche vengono concordate tramite trattativa diretta o gara d'appalto. In caso di trattativa privata, la proposta avviene tramite valutazioni di ore/uomo a prezzo industriale e si pone una particolare enfasi nelle specializzazioni tecniche. Nel caso, invece, di gare pubbliche, la cui partecipazione richiede un ampio *range* curriculare al fine di rientrare in stringenti parametri tecnici, la valutazione si fonda sulla base del massimo valore economico, la cui parte tecnica totalizza il 70% del totale, mentre il restante 30% è imputabile alla parte economica. Il prezzo è determinato tramite confronto tra valutazioni di ore/uomo a prezzo industriale e, quando disponibile, tramite l'applicazione di specifici prezziari pubblici o privati. Si specifica che Franchetti partecipa mediamente a 200 gare su base annuale, sia come singolo operatore che in RTI, ovvero tramite Raggruppamenti Temporanei di Imprese o Joint Venture, vincendo mediamente il 15% delle gare.

Chart 8 – Margin on sales of the two BUs



Source: Franchetti

Scendendo del dettaglio, il *business model* del Gruppo si declina all'interno delle due Business Unit (BU), differenziandosi unicamente per l'erogazione del servizio finale. Nello specifico:

- **BU Servizi ICT innovativi per la programmazione predittiva della manutenzione:** con un'incidenza del 20% sul fatturato, principalmente per il basso potere d'acquisto della moneta brasiliana rispetto all'euro, questa BU si propone sul mercato con l'obiettivo di affiancare, anche attraverso servizi di consulenza, i gestori delle infrastrutture per ottimizzare le risorse economiche da impiegare, sempre mantenendo elevata la sicurezza delle reti infrastrutturali, la sicurezza dei cittadini ed il beneficio per la collettività. Franchetti, perseguendo tali obiettivi, ha sviluppato due software con algoritmi basati su conoscenze specialistiche di ingegneria strutturale, maturate durante la propria pluriennale esperienza: i) Argan, per la manutenzione predittiva delle infrastrutture, raccoglie e analizza i dati sullo stato di salute di un'opera nonché effettua diagnosi per la programmazione anticipata degli interventi di manutenzione, con evidenti vantaggi in termini di sicurezza e salvaguardia del patrimonio esistente; ii) Pathwork rappresenta l'impegno del Gruppo nei confronti della mobilità sostenibile in quanto pianifica la messa in opera degli interventi di riqualificazione della rete trasportistica tenendo in considerazione, e cercando di minimizzare, l'impatto su inquinamento e incidentalità;
- **BU Diagnosi e terapia per la manutenzione:** con un'incidenza dell'80% sul fatturato e proponendosi sul mercato dei servizi di ingegneria civile, questa BU ha un focus specifico sullo stato avanzamento lavori (SAL). Le attività di diagnosi e terapia, tra cui le ispezioni, gli *assessment*, la progettazione degli interventi e la direzione lavori, si rivolgono alle opere esistenti che necessitano di valutazioni tempestive sulla loro condizione di salute, sicurezza e necessità di intervento.

Si specifica, infine, che la proposta di servizi avviene tramite attività di tecnici commerciali nel territorio nazionale e internazionale.

2.3 Value Chain

La *value chain* di Franchetti si differenzia a seconda della tipologia del contratto in essere con le diverse controparti, appartenenti al settore pubblico, nel caso di gare d'appalto, o privato.

Trattativa Privata

Chart 9 – Value chain of private negotiations



Source: Franchetti

Le trattative private hanno una durata breve, generalmente di alcune settimane. In principio, l'area commerciale si occupa di individuare opportunità attraverso mirate attività commerciali e l'analisi delle specifiche esigenze del territorio. Una volta individuate potenziali aree di interesse, prima di inviare la candidatura ufficiale, l'ufficio gare procede con l'analisi della documentazione posta a base di gara e la verifica dei requisiti per la partecipazione. Si identificano, inoltre, eventuali partner con cui instaurare partnership strategiche o con cui operare attraverso Raggruppamenti Temporanei di Impresa (RTI). Una volta verificati i requisiti di partecipazione, l'ufficio tecnico predispone un'offerta economica da proporre al cliente finale. Con la proposta ufficiale delle dinamiche tecniche ed economiche a supporto del progetto, ha inizio la fase di trattativa e interlocuzione tra azienda e cliente al fine di soddisfare le esigenze di entrambe le parti.

Nel rispetto delle modalità previste, una volta definita e concordata la proposta in tutte le sue parti, si procede con la sottoscrizione e firma del contratto. A seguito della stipula del contratto il Gruppo avvia le attività oggetto del contratto. Si specifica che il *pricing* è definito su base negoziale tra committente e il Gruppo sulla base dei costi di *manpower* e delle specifiche esigenze del cliente, e che il *Gross Margin* relativo alle trattative private per le operazioni di reti infrastrutturali è pari all'78%.

Gare di appalto

Chart 10 – Value chain of public sector



Source: Franchetti

Nel settore pubblico, le tempistiche raggiungono lassi temporali superiori ai 6 mesi dalla pubblicazione del bando di gara. In questo caso, l'ufficio gare si occupa anche della direzione commerciale, ovvero ha il compito di individuare le opportunità attraverso ricerche di mercato e analisi delle esigenze del territorio. Inoltre, analizza la documentazione alla base delle gare, verificando tutti i requisiti di partecipazione, e individua, se ritenuto necessario, anche eventuali partner con i quali partecipare attraverso Raggruppamento Temporaneo di Imprese (RTI). Successivamente, l'ufficio gare collabora con l'ufficio tecnico con l'obiettivo di

predisporre l'offerta di gara da proporre alla Pubblica Amministrazione (PA) e, una volta verificate le richieste tecniche, interagiscono con quest'ultima al fine di adeguare il progetto alle esigenze di quest'ultima. La gara viene aggiudicata al migliore offerente, identificato da una apposita commissione attraverso uno specifico sistema di *scoring*, che comprende uno *score* per la parte tecnica e uno per la parte economica, la cui somma determina la valutazione e la classifica finale.

Considerata la complessità tecnica dei progetti, il principale criterio di aggiudicazione si identifica in quello dal valore economicamente più vantaggioso, in cui la parte tecnica incide tipicamente per il 70% e la parte economica per il 30%. Si specifica che il *pricing* viene definito su base competitiva a partire dal prezzario stabilito dalla stazione appaltante, e che il *Gross Margin* è mediamente dell'84%.

2.4 Value proposition

Chart 11 – Value proposition



Source: Franchetti

La *value proposition* su cui si fonda il modello di business del Gruppo integra molteplici aspetti, tra cui, in primis, la volontà di incrementare la sicurezza e migliorare la qualità del servizio offerto al cliente grazie alla specializzazione nel restauro delle persone chiave della Società che, con un'esperienza pluridecennale, garantiscono l'applicazione dell'ingegneria civile.

Il Gruppo si propone, inoltre, di ridurre i costi dei clienti grazie all'integrazione *End-to-End* (E2E) di servizi di manutenzione strutturale, compresi di analisi diagnostiche iniziali, allocazione programmata degli investimenti e, infine, di controllo delle attività manutentive. Inoltre, Franchetti ambisce a massimizzare l'efficienza e l'innovazione dei servizi offerti, attraverso la standardizzazione del *workflow* ingegneristico e manutentivo con software proprietari come Argan e Pathwork.

A conclusione, il Gruppo si prefigge l'obiettivo di assistere a livello globale i propri clienti, tramite una *expertise* internazionale che garantisce un tempestivo supporto tecnico e la redazione dettagliata di Piani Economici nonché la loro ottimizzazione Finanziaria (PEF). Si specifica che, tramite i PEF, viene calcolata la migliore allocazione delle risorse economiche sui singoli elementi di ogni infrastruttura con l'obiettivo di massimizzare la vita utile e si quantificano, infine, le tempistiche necessarie per gli interventi volti ad assicurarne la sicurezza.

2.5 Portafoglio prodotti e servizi

Franchetti offre un'ampia e completa gamma di prodotti e servizi, quali programmazione, monitoraggio e terapia di infrastrutture, fra cui ponti e viadotti. I prodotti e servizi di Franchetti sono classificabili in due distinte categorie:

- **Servizi ICT Innovativi per la programmazione predittiva della manutenzione:** si tratta di due tipologie di servizi, consulenza specialistica e ottimizzazione degli investimenti in manutenzioni di reti infrastrutturali, servizio svolto tramite l'utilizzo del software proprietario Argan, e consulenza specialistica per la mobilità sostenibile, la quale, attraverso il software proprietario Pathwork, pianifica l'ottimale messa in opera degli interventi di riqualificazione della rete infrastrutturale.
- **Diagnosi e terapia di manutenzione delle strutture ed infrastrutture:** consulenza sull'implementazione dei BMS (*Bridge Management System*) ed elaborazione dei dati rilevanti anche mediante sensori installati da terzi. Consulenza specialistica per l'ottimizzazione della stessa dei sistemi di monitoraggio in tempo reale mediante sensori.

2.5.1 Servizi ICT Innovativi per la programmazione predittiva della manutenzione

Argan

Grazie all'esperienza pluridecennale in ispezioni, valutazioni, analisi e progettazioni strutturali è stato creato il software proprietario Argan, basato su algoritmi di intelligenza artificiale e sul concetto di manutenzione predittiva. Tale strumento consente di generare un'analisi delle strutture sia singolarmente che quali componenti di una rete complessa di infrastrutture. Tali analisi consentono di formulare solide stime di tempi e costi associati a differenti approcci e sulla base di differenti budget, garantendo al tempo stesso la sicurezza degli utenti e l'allungamento della vita utile delle strutture. Grazie agli algoritmi di intelligenza artificiale il software è in grado di confrontare scenari alternativi valutando il rapporto costi-benefici dei singoli scenari e programmare la manutenzione pluriennale delle infrastrutture sulla base di tali dati. Tale strumento è di supporto alla pianificazione dei progetti di riabilitazione di infrastrutture come ponti, strade o edifici.

Il software raccoglie i dati disponibili per ogni elemento dell'infrastruttura e li analizza in modo organico, estrapolando le esigenze manutentive sotto vincoli di sicurezza degli utenti, budget e obblighi contrattuali del gestore.

Grazie al software è possibile, inoltre, stimare il ciclo di vita delle infrastrutture in modo scientifico ed ingegneristico, risolvendo il problema delle scarse risorse a disposizione rispetto ai fabbisogni manutentivi effettivamente necessari.

All'interno delle operazioni di successo da Franchetti, è attualmente in corso un piano di manutenzione predittiva su 1087 opere d'arte (tra cui ponti e viadotti) in concessione del gruppo Ecorodovias per un valore totale di € 1,50 mln. Le prestazioni eseguite comprendono l'applicazione di Argan per il calcolo della manutenzione predittiva su 50 opere, estensione della statistica dei risultati alle altre 1037 opere e integrazione dei dati e valutazione della sicurezza strutturale.

Chart 12 – Example of a bridge entrusted to Argan



Source: Franchetti

Pathwork

Utilizzando l'esperienza accumulata nella progettazione, direzione ai lavori e gestione dei progetti di manutenzione su infrastrutture di trasporto, il Gruppo ha creato il software proprietario Pathwork, basato su algoritmi di intelligenza artificiale e dedicato alla mobilità sostenibile. Tale strumento permette una pianificazione dinamica e dettagliata delle opere previste all'interno della rete stradale. Il software provvede ad una pianificazione pluriennale delle opere necessarie sull'infrastruttura massimizzando il rapporto produzione/impatti, garantendo quindi la minimizzazione degli impatti e la funzionalità della rete stradale. Inoltre, grazie al confronto economico-finanziario di scenari alternativi consente di valutare il rapporto costi-benefici dei singoli scenari, ottimizzando gli interventi manutentivi della rete stradale e limitando gli impatti sull'ambiente e i disagi dell'utenza.

Il software raccoglie i dati disponibili per ogni cantiere previsto lungo il tratto stradale e, analizzandoli in modo organico, calcola automaticamente il tempo e il luogo ottimale in cui eseguire i singoli interventi dati dei vincoli di budget, sostenibilità e di produttività del tratto stradale.

2.5.2 Diagnosi e terapia di manutenzione delle strutture ed infrastrutture

La diagnosi delle infrastrutture viene fatta attraverso una mappatura dello stato di salute delle infrastrutture mediante ispezioni visive, seguite da una modellazione matematica dell'opera (*Digital Twin, Finite Element Method*) al fine di valutare il comportamento strutturale. Da tali analisi vengono creati *report di assesment*; un report di ispezione con la rappresentazione strutturale e una classificazione dei difetti riscontrati secondo standard nazionali e internazionali in uso presso il cliente. Inoltre, viene creato un report di analisi e verifica; documento che analizza lo stato delle condizioni ai sensi della normativa vigente al tempo di costruzione e della normativa odierna.

La terapia delle infrastrutture, a cui segue la direzione dei lavori, viene fatta attraverso una progettazione specialistica degli interventi manutentivi, di adeguamento, miglioramento e di recupero dell'opera.

Il Gruppo, inoltre, è in grado di creare valore da situazioni complesse e problematiche di varia natura. Tra gli esempi di successo delle attività di diagnosi e terapia di manutenzione, si cita un intervento localizzato in Toscana, Umbria e Marche; l'inizio dei lavori è avvenuto in data 2018 e ha comportato il censimento, l'ispezione e la compilazione della scheda di ispezione, è stato completato nel 2020 per un totale di € 1,20 mln.

Chart 13 – Bridges inspection in Tuscany



Source: Franchetti

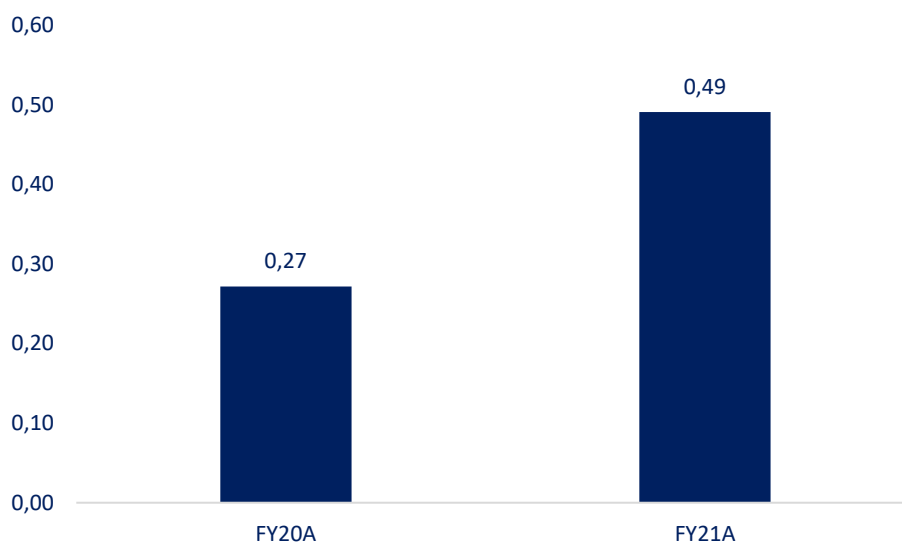
2.6 Ricerca e Sviluppo

Franchetti è iscritta al registro delle PMI innovative dal 2019 e, in linea con la propria natura volta all'innovazione continua, si specifica che l'attività di ricerca e sviluppo ricopre un ruolo fondamentale. Grazie allo sviluppo di algoritmi nei quali convergono competenze di ingegneria civile, ingegneria meccanica ed informatica, è stato possibile depositare due *copyright*. Il primo *copyright* è relativo al software Argan che, a seguito di una ventennale attività di R&D, permette oggi l'allocazione ottimale delle risorse per la gestione della manutenzione programmata di infrastrutture stradali. Il secondo software depositato è Pathwork, ideato e sviluppato da Franchetti dal 2020, con l'obiettivo di pianificare in modo ottimale la messa in opera di interventi di riqualificazione della rete stradale, minimizzando così l'impatto sull'ambiente. Inoltre, oltre ai progetti Argan e Pathwork, sono continuamente in sviluppo nuovi moduli a supporto dei vari aspetti del calcolo e delle verifiche di sicurezza, non ancora registrati. Sono, invece, in fase di seconda *release* altri componenti che saranno soggetti a deposito assieme alla suite di Argan e Pathwork, in special modo per l'affinamento dell'uso di algoritmi di *Artificial Intelligence*.

Oltre a tali software il Gruppo ha lavorato ad ulteriori progetti in collaborazione con società e università, fra cui Smartnet, F2D2 e Protezione catodica galvanica. La collaborazione con l'Università degli studi di Padova per il progetto Smartnet ha consentito la realizzazione di un algoritmo per l'ottimizzazione degli interventi di manutenzione e adeguamento strutturale di elementi o opere d'arte, sempre in collaborazione con l'Università, il progetto F2D2 aveva l'obiettivo di migliorare le tecniche correnti in merito al rilevamento dei danni a elementi di calcestruzzo armato tramite test non distruttivi. Infine, in collaborazione con ANAS SpA, sono state realizzate linee guida per la protezione catodica galvanica di elementi di calcestruzzo armato soggetti alla corrosione.

Negli ultimi 5 anni, l'incidenza sul valore della produzione consolidato delle attività di R&D si è attestata al 12% e, qui di seguito, si mostra il valore degli investimenti nel periodo 2020-21. Per il futuro, tale incidenza aumenterà al fine di continuare a sviluppare nuovi moduli a supporto dei vari aspetti di calcolo e delle verifiche di sicurezza.

Chart 14 – R&D investment (€/mln)

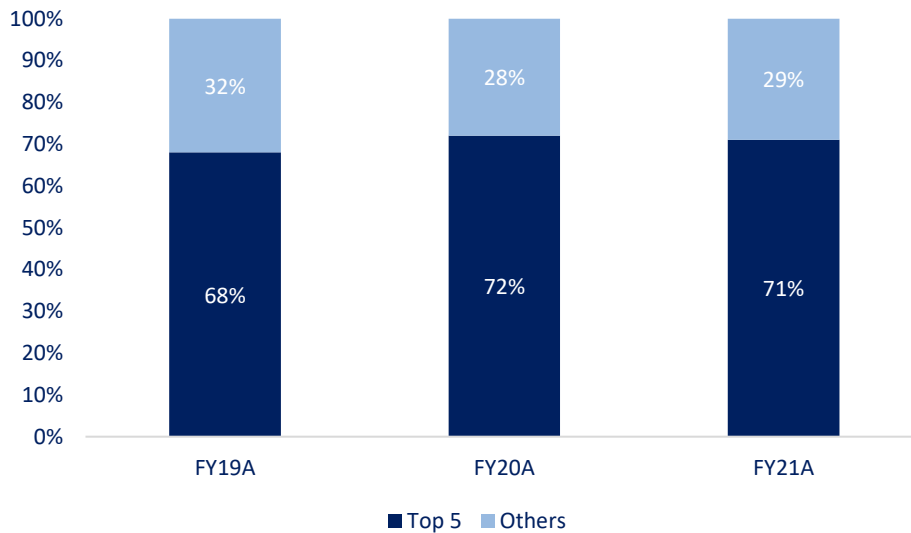


Source: Franchetti, elaborazione Integrae SIM

2.7 Clienti e Fornitori

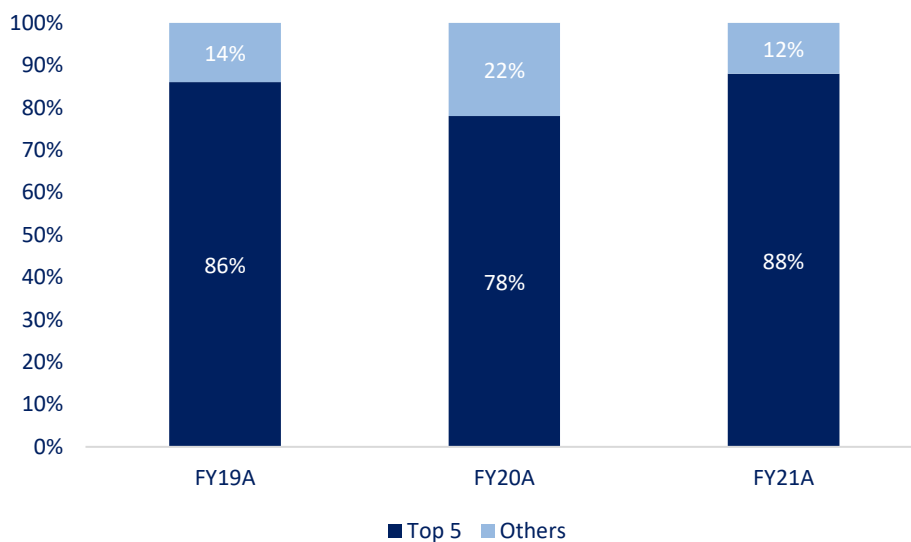
2.7.1 Clienti

Chart 15 – Top 5 Italian Clients



Source: Franchetti

Chart 16 – Top 5 Brazilian Clients



Source: Franchetti

I Clienti del Gruppo, privati e pubblici, sono gestori di infrastrutture su scala nazionale e presentano spesso una gerarchia che replica le suddivisioni amministrative di livello inferiore (regioni, province, municipi). Pertanto, un Cliente è tipicamente organizzato sul territorio attraverso più comparti e l'affidamento di un contratto avviene da parte dell'amministrazione centrale. I clienti sono concessionari di lunga durata (tipicamente oltre i 20 anni) di intere porzioni di rete infrastrutturale, ciò determina la continuità del rapporto che si viene ad instaurare fra il Gruppo e il Cliente. Fra i clienti troviamo concessionari ferroviari, municipi,

ospedali, musei, concessionari e gestori stradali e autostradali, compagnie minerarie e *system integrator* richiedenti consulenza nell'integrazione fra ingegneria civile, meccanica, informatica e delle telecomunicazioni. I grafici sopra riportati rappresentano l'incidenza dei 5 principali clienti del gruppo e la loro evoluzione nel corso del periodo 2019-21, nelle due sedi, italiana e brasiliana.

Per quanto concerne la rete di vendita, la struttura della rete commerciale di Franchetti si compone di tre aree che operano in sincronia; ufficio bandi, area manager e branches e agenti. L'ufficio bandi ha il compito di analizzare le gare pubbliche selezionando quelle i cui requisiti vengono soddisfatti dal Gruppo, sulla base dell'oggetto di gara e degli importi a base d'asta. Infine, l'ufficio gare redige la documentazione necessaria per la partecipazione alla gara individuata. L'area manager effettua attività commerciali per gli affidamenti diretti e gestisce il rapporto con i clienti sul territorio, instaurando rapporti tecnico-commerciali così da promuovere le competenze della società. L'ultima catena della rete di vendita è rappresentata da branches e agenti registrati.

A livello di marketing, invece, Franchetti svolge due attività, una di marketing diretto sul top management dei clienti attraverso incontri tecnico-specialistici, presentazioni tematiche, attività di studio e ricerca condivisi; e una di marketing indiretto attraverso i social media con pubblicazioni su temi divulgabili di interesse della comunità di settore.

2.7.2 Fornitori

Per quanto riguarda la composizione dei fornitori del Gruppo, si evidenzia che sia la loro dimensione che il loro potere contrattuale sono bassi e, di conseguenza, non emerge alcuna dipendenza rilevante verso le singole controparti. Poiché non vi sono fornitori con i quali sono attivi rapporti esclusivi, Franchetti seleziona, di volta in volta, i fornitori ritenuti più adeguati al lavoro da implementare, tenendo in considerazione anche la zona in cui l'attività verrà svolta. Per il ruolo ancillare da essi ricoperto, e per l'ampio numero e tipologia di fornitori che gravitano nell'ecosistema del Gruppo, i fornitori si possono considerare facilmente sostituibili.

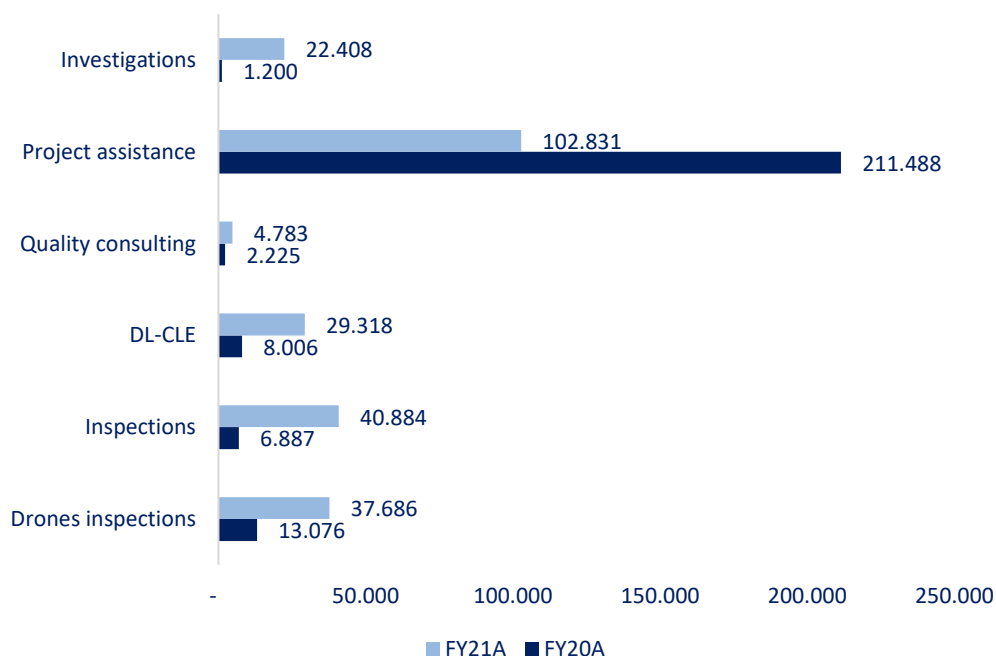
I *supplier* di Franchetti si possono classificare in:

- Studi professionali e liberi professionisti nell'ambito dell'ingegneria;
- Società di servizi specialistici a corredo del servizio offerto, tra cui la fornitura di droni e segnaletica nonché la consulenza su rilievi, accessibilità, noli di mezzi, indagini e, infine, prestazioni specialistiche.

Nel rispetto degli articoli 105 e 31 c.8 del codice degli appalti 50/2016, ai fornitori vengono affidate parti della commessa.

Osservando, invece, la composizione dei fornitori del Gruppo, non si evidenzia una concentrazione rilevante verso le principali controparti né una elevata dipendenza da singoli fornitori, tecnici o non tecnici, dove per non tecnici si intende i fornitori, tra gli altri, di servizi generali, legali assicurativi e di marketing. Analogamente, non si rileva una dipendenza da servizi, deducibile dal grafico sottostante che mostra il peso dei servizi di cui il Gruppo ha usufruito nel periodo 2020-21. I fornitori del gruppo sono classificabili in: studi professionali e liberi professionisti, servizi specialistici (droni, noli di mezzi, indagini e altro). A tali fornitori vengono affidate parti della commessa.

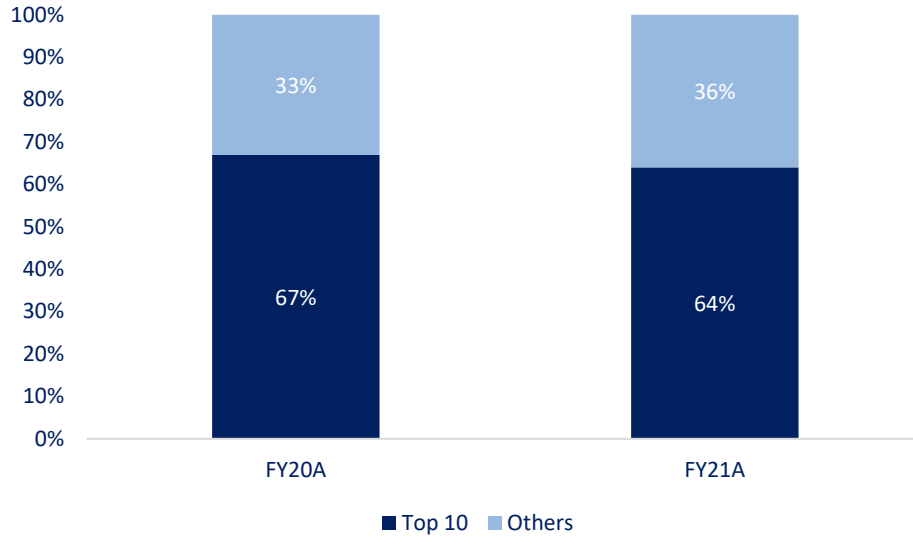
Chart 17 – Technical services used by the Group (€)



Source: Franchetti

La dimensione dei fornitori è irrilevante e il loro potere contrattuale basso in quanto facilmente sostituibili, grazie anche alla presenza storica di Franchetti sul mercato. Il grafico sottostante mostra il peso dei principali 10 fornitori nel periodo 2020-21.

Chart 18 – Top 10 providers



Source: Franchetti

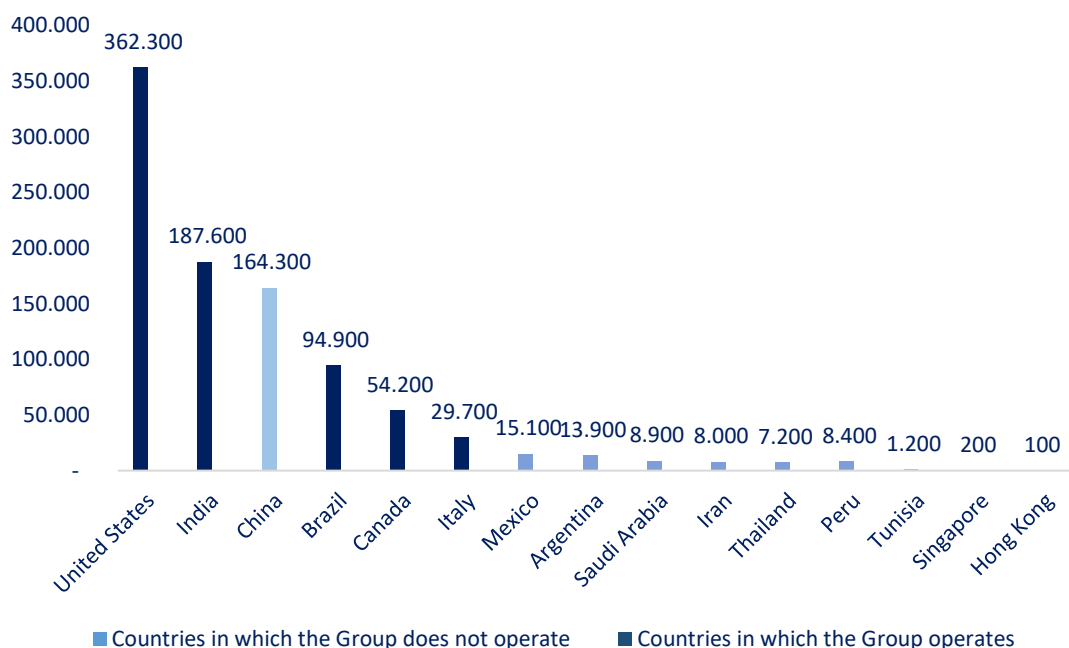
3. Il mercato

Franchetti è un Gruppo specializzato nella pianificazione, diagnosi, terapia degli interventi volti alla sicurezza e programmazione predittiva delle attività di manutenzione sulle reti infrastrutturali, in particolare ponti e viadotti. Operando in un settore strategico, ovvero quello della logistica di persone e beni, critico e in fortissima crescita, risulta fondamentale l’operatività di Franchetti dal punto di vista della sostenibilità economica e ambientale, cruciale per lo sviluppo economico e la sicurezza civile e militare. Il mercato di riferimento è relativo ai servizi di manutenzione delle infrastrutture; si evidenzia, invece, che il mercato dei relativi servizi di ingegneria, è stimato in più di € 20,00 mld poiché la maggior parte delle infrastrutture nel mondo è stata costruita nel secondo dopoguerra ricevendo un livello di manutenzione assolutamente insufficiente.

3.1 Mercato delle infrastrutture

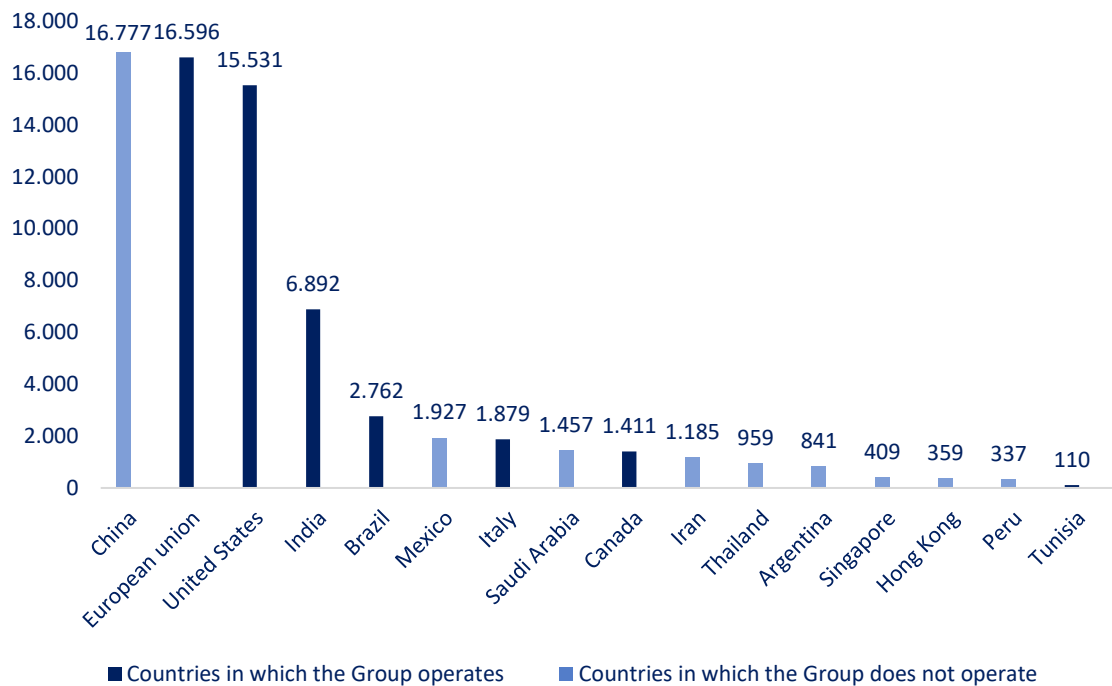
Il mercato delle infrastrutture comprende ferrovie, porti, autostrade, aeroporti, acqua, servizi igienico-sanitari e rifiuti, con opportunità di business nella progettazione e costruzione. I mercati principali in cui si riscontra la presenza di Franchetti sono il mercato dei ponti e il mercato Oil&gas. In entrambi il Gruppo opera all’interno dei principali paesi per numero di infrastrutture e per costi relativi a interventi di manutenzione e monitoraggio.

Chart 19 – Bridges market (n. of Bridges)



Source: International Trade Administration – Brazil - Country Commercial Guide, Global Infrastructure Hub

Chart 20 – Maintenance services Oil&gas (€/mln)



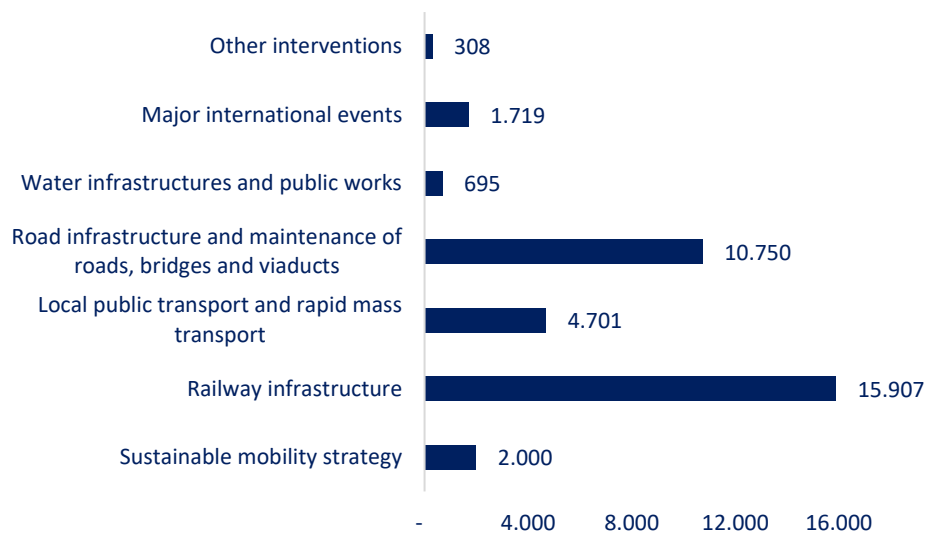
Source: International Trade Administration – Brazil - Country Commercial Guide, Global Infrastructure Hub

3.2 Mercato italiano

Entrando nello specifico, il patrimonio stradale italiano è stato in larga parte costruito nel secondo dopoguerra e nel corso degli ultimi decenni è stato oggetto di manutenzioni insufficienti, come testimoniato dai numerosi episodi di cedimenti delle parti più fragili, come ponti e viadotti. La legge di bilancio 2022-24 ha stanziato € 10,8 mld per il potenziamento e la manutenzione delle infrastrutture. I concessionari autostradali devono provvedere alla manutenzione ordinaria e straordinaria delle strutture da loro gestite, ma per tutti gli altri ponti e viadotti le risorse appaiono insufficienti. Recentemente il ministro delle infrastrutture e dei trasporti ha quantificato in € 5,00 mld all’anno i costi di ripristino delle infrastrutture fino al 2050, a cui va aggiunto il deterioramento dovuto al semplice scorrere del tempo, alle sollecitazioni sismiche e al clima. È stata riconosciuta nell’allegato infrastrutture al Def 2022 l’urgenza di avviare un massiccio piano di manutenzioni a ponti e viadotti.

Il PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza) punta a rendere il sistema infrastrutturale italiano più moderno e sostenibile, in linea con la sfida alla decarbonizzazione indicata dall’UE con le strategie legate al Green Deal europeo e per raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile individuata dall’agenda 2030 dell’ONU. La terza missione del ministero delle infrastrutture e dei trasporti utilizzando le risorse del RRF (fondo europeo che offre sostegno finanziario su larga scala per riforme e investimenti degli stati membri), prevede una spesa totale di € 25,40 mld, oltre a tali risorse, sono previste risorse aggiuntive destinate a infrastrutture ferroviarie, infrastrutture stradali e manutenzione di strade, ponti e viadotti, infrastrutture idriche e opere pubbliche e altri interventi.

Chart 21 – Resources scheduled by 2036 (€/mln)

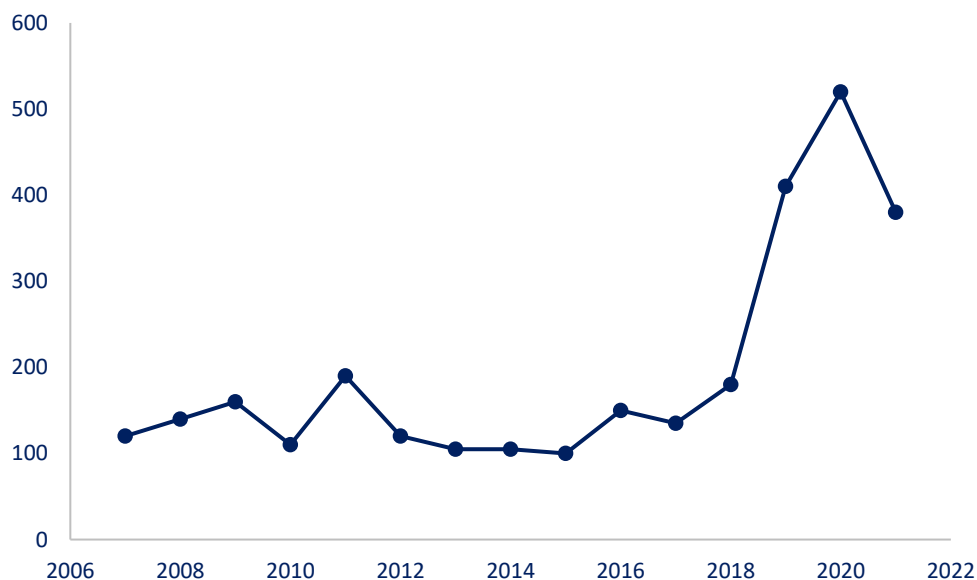


Source: Ministero dell'Economia e delle Finanza – Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)

3.2.1 Bandi pubblici

Analizzando il settore pubblico, possiamo osservare una tendenza mensile di numero di bandi pubblici e importo di tali bandi rispettivamente pari a 250 e € 120,00 mln. Il primo trimestre 2022 chiude con 1.011 bandi con un valore di € 520,40 mln, e rispetto ai primi tre trimestri del 2021 il numero scende del 47,7% e il valore dell'8,0% a causa di complicazioni burocratiche per l'accesso e l'utilizzo dei fondi del PNRR.

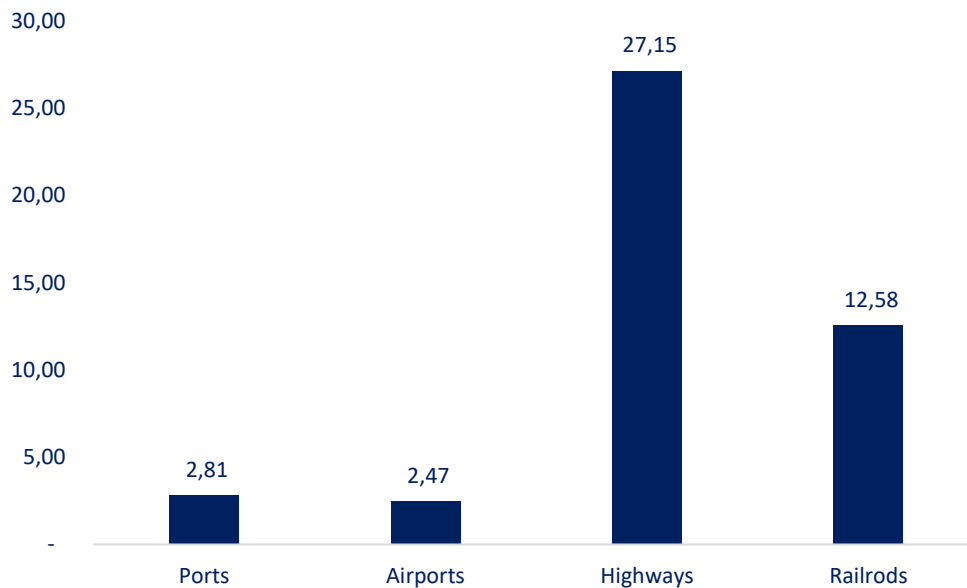
Chart 22 – Cumulative values of public contracts, bridges market (€/mln)



Source: Portale dei dati aperti dell'Autorità Nazionale Anticorruzione

3.3 Mercato brasiliano

Chart 23 – Investments by segments 2022-24 (€/mld)



Source: International Trade Administration – Brazil - Country Commercial Guide, Global Infrastructure Hub

Il governo brasiliano ha l'obiettivo di trasferire il maggior numero possibile di risorse infrastrutturali al settore privato. A tal fine viene sviluppato il programma di concessione più grande e sofisticato al mondo. Sono previsti oltre € 31,00 mld di investimento entro il 2022 in porti, ferrovie, autostrade e aeroporti e ulteriori € 45,00 mld entro il 2024. Si tratta di progetti che hanno stabilità normativa e prevedibilità economica. Il governo brasiliano ha favorito una privatizzazione attraverso aste di concessioni e riforme normative volte ad attrarre finanziamenti per aiutare e ridurre il più grande divario di finanziamenti delle infrastrutture in America Latina.

4. Posizionamento competitivo

Table 1 – Main Competitor (2020 data)

€/mln	Revenues	Ebitda	Ebitda %	Net Income	Net Income %	NFP
	2020	2020	2020	2020	2020	2020
Company						
Proger SpA	51,7	11,1	22%	5,8	11%	25,1
Technital SpA	23,4	2,9	12%	0,5	2%	-1,9
SWS Engineering SpA	20,1	2,7	13%	1,4	7%	2,6
RPA Srl	5,4	0,3	5%	0,1	1%	4,1
E-Farm Engineering & Consulting Srl	3,4	1,0	30%	0,5	13%	-2,2
Italconsult SpA	112,0	20,7	18%	4,4	4%	30,7
F&M Ingegneria SpA	31,4	2,4	8%	1,4	4%	-7,6
3TI Italia SpA	9,8	-2,8	-29%	-2,8	-29%	5,5
Maffei Engineering SpA	9,4	2,1	22%	1,4	14%	-0,1
Steam Srl	7,1	0,4	6%	0,2	2%	1,2
Median	15,0	2,3	13%	0,9	4%	1,9
Franchetti SpA	2,3	0,3	14%	0,2	8%	0,8

Source: Orbis, elaborazione Integrae SIM

Nello svolgimento della propria attività, il Gruppo compete con alcuni importanti *player* del settore della manutenzione e dei servizi di ingegneria. Nello specifico, i principali punti di forza che consentono al Gruppo di distinguersi dai suoi *competitor* più rilevanti sono rappresentati dall'alta specializzazione verticale contrapposta ad un approccio generalista orizzontale. Inoltre, Franchetti detiene forti competenze tecniche nella progettazione di infrastrutture, progettazione di strutture ed ospedali, nel monitoraggio strumentale strutturale, nello sviluppo software e dell'intelligenza artificiale in ambito asset management e nel supporto con la Stazione Appaltante per la pianificazione delle manutenzioni.

I principali *competitor* nel settore della gestione documentale di Franchetti sono rappresentati da *player* operativi nel mercato nazionale che, nel corso dell'ultimo decennio, hanno consolidato il proprio business, apportando innovazione nel settore. Tra essi troviamo:

- **Proger SpA:** realtà internazionale che offre il proprio *expertise* da settant'anni nell'ambito del management dell'ingegneria attraverso un approccio multidisciplinare e alla variabilità della domanda. L'obiettivo della società è quello di trasformarsi in un soggetto sempre più capace non solo di rispondere alle richieste del mercato, ma anche di generare domanda costruendo nuove iniziative, partendo dall'ideazione fino alla realizzazione;
- **Technital SpA:** società fondata nel 1964 specializzata in servizi di ingegneria per grandi opere fornendo servizi di consulenza per pubbliche amministrazioni e per enti privati. Technital SpA è una delle principali società di consulenza ingegneristiche in Italia, attiva nei settori del trasporto, idraulica, ingegneria marittima e costiera, ingegneria ambientale e sanitaria, edilizia e architettura;
- **SWS Engineering SpA:** la società fornisce, dal 1982, servizi specializzati di ingegneria, *project management* e *risk management* nel mondo delle infrastrutture. Da quasi quarant'anni supporta i propri Clienti nell'ideazione di opere civili che costituiscono la spina dorsale infrastrutturale delle comunità locali;

- **RPA Srl:** nata nel 1969, opera in tutti i settori dell'ingegneria civile, dalla pianificazione urbanistica alla progettazione di complesse opere civili, dalle infrastrutture all'ingegneria ambientale, dall'idraulica all'ingegneria dei trasporti. RPA, inoltre, opera anche nella formazione professionale di alto livello, nella tutela dei Beni Culturali, nella consulenza tecnica alle imprese, con particolare attenzione alle tecnologie costruttive e alla gestione del cantiere di grandi opere;
- **E-Farm Engineering & Consulting Srl:** società con base a Padova, costituita nel 2012, specializzata negli ambiti dell'ingegneria infrastrutturale, idraulica, trasportistica e ambientale;
- **Italconsult SpA:** costituita a Roma nel 1957, la società agisce come attore globale nel campo dei progetti di infrastrutture civili, in particolare nell'Area del Golfo, dove l'azienda è insediata da 65 anni. Italconsult, inoltre, vanta una lunga storia di creazione di valore in tutto il mondo con un focus sui paesi in via di sviluppo, espandendo incessantemente i fondamenti iniziali del *know how* italiano e la capacità di fare ingegneria in tutto il mondo;
- **F&M Ingegneria SpA:** società attiva da quasi quarant'anni in soluzioni progettuali all'avanguardia nei campi dell'ingegneria civile, delle infrastrutture, del *project management* e della sostenibilità. L'azienda è operativa negli ambiti più ampi, dalla riqualificazione di grandi aree al restauro di importanti edifici storici, dalle opere infrastrutturali alla realizzazione di edifici prestigiosi e grandi poli commerciali;
- **3TI Italia SpA:** società operante in tutto il mondo da più di vent'anni, completando più di 2.500 progetti di ingegneria, in oltre 30 paesi, in aeroporti, stazioni ferroviarie, ponti, strade;
- **Maffeis Engineering SpA:** società di ingegneria multidisciplinare e di consulenza per il settore delle costruzioni nel campo dell'edilizia sportiva, con sede a Solagna, in provincia di Vicenza. Maffeis Engineering, inoltre, è una società specializzata nella progettazione e nell'ingegneria di impianti sportivi e edilizia, principalmente stadi e arene e rappresenta un'eccellenza nel settore dei complessi sportivi a livello mondiale;
- **Steam Srl:** società di Ingegneria e Architettura nata dall'evoluzione dello Studio Strada e Associati, fondato nel 1980. Inizialmente la società si dedica alla progettazione impiantistica di grandi edifici, quali ospedali, aeroporti, teatri nonché alla consulenza in campo acustico, energetico ed ambientale. Negli anni seguenti, invece, espande la propria capacità operativa nel settore della gestione e manutenzione, della Cogenerazione di energia elettrica e calore e della progettazione architettonica. Attualmente è in grado di gestire un intero processo di progettazione, direzione lavori e *project management*.

4.1 Swot Analysis

Strengths:

- Tecnologia proprietaria;
- Riconoscimento da parte dei clienti dell'ottimizzazione del rendimento degli investimenti;
- Competenze tecnologiche differenziali;
- Conoscenza dei mercati internazionali;
- Esperienza del team.

Weaknesses:

- Dipendenza da figure chiave;
- Esigenza di miglioramento della managerializzazione dell'organizzazione.

Opportunities:

- Manutenzione di strutture e infrastrutture (autostrade, ferrovie, porti, aeroporti, ospedali);
- Benefici del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), del Jobs Plan in USA, del Canada Plan e del National Infrastructure Pipeline (NIP) in India;
- Possibile espansione in mercati internazionali rilevanti.

Threats:

- Contrazioni nelle politiche di investimento governative.

5. Economics & Financials

Table 2 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	2,28	3,96	5,15	7,80	9,55	10,35
Work in Progress	-0,15	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Other Revenues	0,13	0,10	0,00	0,20	0,00	0,00
Value of Production	2,26	4,09	5,15	8,00	9,55	10,35
COGS	0,06	0,08	0,10	0,10	0,10	0,10
Services	1,38	2,20	2,25	2,90	3,25	3,45
Use of Asset	0,12	0,06	0,20	0,30	0,35	0,40
Employees	0,30	0,45	0,85	1,25	1,45	1,65
Other Operating Expenses	0,07	0,15	0,05	0,05	0,05	0,05
EBITDA	0,32	1,15	1,70	3,40	4,35	4,70
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,3%</i>	<i>28,2%</i>	<i>33,0%</i>	<i>42,5%</i>	<i>45,6%</i>	<i>45,4%</i>
D&A	0,04	0,03	0,10	0,15	0,15	0,15
EBIT	0,29	1,12	1,60	3,25	4,20	4,55
<i>EBIT Margin</i>	<i>12,6%</i>	<i>27,4%</i>	<i>31,1%</i>	<i>40,6%</i>	<i>44,0%</i>	<i>44,0%</i>
Financial Management	(0,05)	(0,12)	(0,20)	(0,20)	(0,25)	(0,25)
EBT	0,23	1,00	1,40	3,05	3,95	4,30
Taxes	0,05	0,33	0,50	0,95	1,25	1,35
Net Income	0,18	0,67	0,90	2,10	2,70	2,95

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	0,51	0,61	1,00	0,90	0,75	0,65
Account receivable	1,32	1,80	3,10	4,95	5,45	6,05
Inventories	0,16	0,18	0,20	0,20	0,20	0,20
Account payable	0,61	0,62	1,10	1,55	1,45	1,55
Operating Working Capital	0,87	1,36	2,20	3,60	4,20	4,70
Other receivable	0,43	0,42	0,25	0,05	0,05	0,05
Other payable	0,55	0,79	0,95	1,55	1,65	1,75
Net Working Capital	0,75	0,99	1,50	2,10	2,60	3,00
Severance Indemnities & Other Provisions	0,02	0,03	0,05	0,10	0,15	0,25
NET INVESTED CAPITAL	1,24	1,57	2,45	2,90	3,20	3,40
Share Capital	0,30	0,30	0,34	0,34	0,34	0,34
Reserves	-0,02	0,00	2,86	3,76	5,86	8,57
Net Income	0,18	0,67	0,90	2,10	2,70	2,95
Equity	0,46	0,98	4,11	6,21	8,91	11,86
Cash & Cash Equivalent	0,62	0,97	3,41	4,91	7,01	9,66
Short Term Financial Debt	0,71	0,98	1,35	1,35	1,20	1,15
M/L Term Financial Debt	0,68	0,58	0,40	0,25	0,10	0,05
Net Financial Position	0,78	0,59	(1,66)	(3,31)	(5,71)	(8,46)
SOURCES	1,24	1,57	2,45	2,90	3,20	3,40

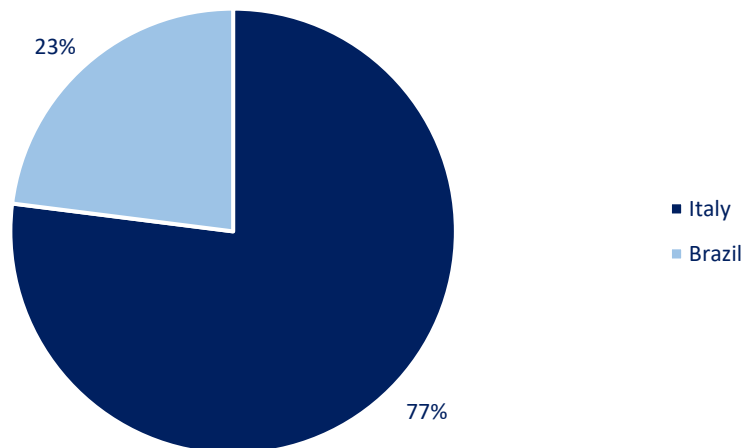
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,12	1,60	3,25	4,20	4,55
Taxes	0,33	0,50	0,95	1,25	1,35
NOPAT	0,79	1,10	2,30	2,95	3,20
D&A	0,03	0,10	0,15	0,15	0,15
Change in receivable	(0,48)	(1,30)	(1,85)	(0,50)	(0,60)
Change in inventories	(0,02)	(0,02)	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,00	0,48	0,45	(0,10)	0,10
Change in others	0,25	0,33	0,80	0,10	0,10
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,24)</i>	<i>(0,51)</i>	<i>(0,60)</i>	<i>(0,50)</i>	<i>(0,40)</i>
Change in provisions	0,01	0,02	0,05	0,05	0,10
OPERATING CASH FLOW	0,59	0,71	1,90	2,65	3,05
Capex	(0,1)	(0,5)	(0,1)	0,0	(0,1)
FREE CASH FLOW	0,46	0,22	1,85	2,65	3,00
Financial Management	(0,12)	(0,20)	(0,20)	(0,25)	(0,25)
Change in Debt to Bank	0,17	0,19	(0,15)	(0,30)	(0,10)
Change in Equity	(0,15)	2,23	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,35	2,44	1,50	2,10	2,65

Source: Integrae SIM

5.1 FY21A Results

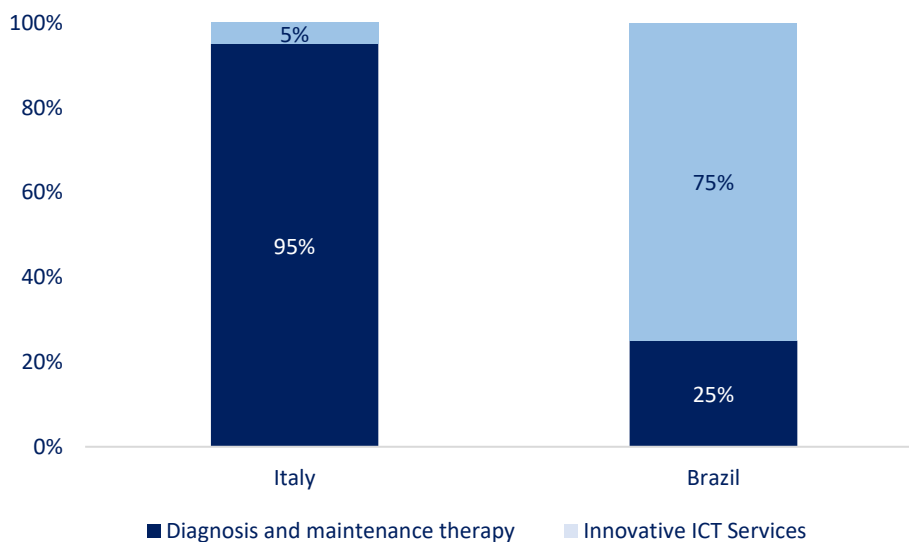
Nel bilancio al 31 dicembre 2021, il Gruppo ha generato un valore della produzioni pari a € 4,09 mln, in crescita del 80,8% rispetto al dato dell’esercizio precedente, pari a € 2,26 mln, guidati principalmente dal crescente interesse a livello nazionale e internazionale a monitorare ed analizzare lo stato di salute delle strutture e delle infrastrutture.

Chart 24 – Revenues Breakdown by geographic area FY21A (€/mln)



Source: Integrae SIM

Chart 25 – Revenues Breakdown by Business Unit FY21A (€/mln)



Source: Integrae SIM

Durante il FY21A la business unit di diagnosi e terapia di manutenzione delle strutture e infrastrutture ha contribuito al 95% dei ricavi complessivi in Italia e per il 25% in Brasile. Dall’altro lato, la business unit di servizi ICT innovativi per la programmazione predittiva della manutenzione ha generato rispettivamente il 5% e il 75% dei ricavi delle rispettive società. In

tale BU, il mercato brasiliano, con l'incidenza maggiore, è più evoluto e gestito da privati che investono in programmazione. Al contrario, il mercato italiano non riscontra il medesimo interesse per tali servizi, rimanendo marginale.

A livello geografico, infine, l'Italia pesa per il 77,0% del fatturato del Gruppo, mentre il Brasile contribuisce per il restante 23%, principalmente per il basso potere d'acquisto della moneta brasiliana rispetto all'euro.

L'EBITDA si attesta pari a € 1,15 mln, in miglioramento del 257,1% rispetto al dato del FY20A pari a € 0,32 mln. La crescita dell'EBITDA si riflette positivamente anche sulla marginalità, che passa dal 14,3% al 28,2%, grazie sia alle sempre maggiori richieste di prestazioni ingegneristiche, specifiche e peculiari del settore a livello nazionale e internazionale, sia ad una riduzione dei costi di produzione sul fatturato, che testimonia la maggior efficienza nella gestione aziendale, nonché una componente di struttura avente minor impatto con l'incremento di volumi.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,03 mln, è pari a € 1,12 mln rispetto al valore del FY20A pari a € 0,29 mln, registrando pertanto una crescita del 291,3%. Analogamente, anche l'EBIT margin è in miglioramento, passando dal 12,6% del FY20A al 27,4% del dicembre 2021. Il Net Income raggiunge quota € 0,67 mln alla fine del 2021 (+271,0% vs FY20A).

A livello patrimoniale, la NFP passa da € 0,78 mln nel FY20A a € 0,59 mln di debito nel FY21A, principalmente grazie alla crescita del volume d'affari.

5.2 1H22A Results

Table 3 – 1H22A vs 1H21A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	1,74	0,19	10,6%	0,17	0,15	1,12
1H21A	1,07	0,00	-0,3%	-0,02	-0,05	0,59*
<i>Change</i>	<i>62,3%</i>	<i>N.A.</i>	<i>11,0%</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>

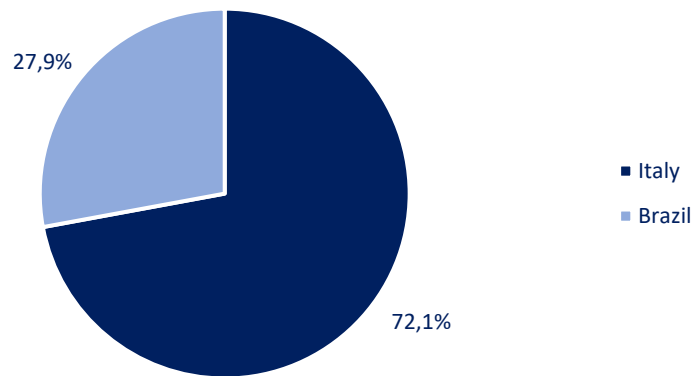
*NFP al 31/12/2022

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Paolo Franchetti, CEO e Presidente del CdA del Gruppo, commentando i risultati semestrali, ha dichiarato: *“Siamo molto soddisfatti dell’ottimo risultato conseguito nel primo semestre 2022. Abbiamo registrato una crescita esponenziale in un periodo dell’anno che è strutturalmente caratterizzato da dinamica evolutiva più lenta: i nostri clienti, infatti, tendono ad autorizzare la fatturazione negli ultimi mesi dell’anno che quindi registra di solito la maggiore concentrazione dei ricavi. I risultati riflettono la sempre maggiore fiducia che i nostri clienti ripongono in noi e la crescente attenzione da parte dei Paesi evoluti verso i temi della sostenibilità, della sicurezza e della manutenzione delle grandi infrastrutture viarie. Con i proventi della quotazione in borsa potremo intercettare sempre più e meglio l’enorme e crescente bisogno di cura delle grandi infrastrutture nel mondo. L’obiettivo è di creare, replicando il modello italiano, tante filiali estere nei principali Paesi europei ed extra europei al fine di intervenire sul maggior numero possibile di grandi infrastrutture.”*.

Il valore della produzione al 1H22A è pari a € 1,74 mln, in crescita del 62,3% rispetto a € 1,07 mln al 1H21A. Tale crescita riflette il costante e progressivo incremento della domanda di manutenzione delle grandi infrastrutture in Italia e all’estero, la crescente penetrazione nel mercato canadese e il consolidamento all’interno del mercato brasiliano. Si specifica che l’attività del Gruppo è soggetta a dinamiche di stagionalità. Infatti, nel corso del primo semestre il Gruppo fornisce per molti clienti pubblici i servizi nell’ambito delle commesse ottenute, ricevendo nel secondo semestre i decreti autorizzativi di consegna di stato avanzamento lavori e le conseguenti autorizzazioni all’emissione delle fatture di vendita. Inoltre, gli enti pubblici clienti del Gruppo, per soddisfare le allocazioni delle risorse finanziarie a disposizione per i piani di manutenzione infrastrutturali, tendono ad assegnare negli ultimi mesi dell’esercizio diverse commesse con consegna entro il 31 dicembre. Si informa, inoltre, che al 30 giugno 2022 il portafoglio ordini (*hard backlog*) del Gruppo fino al 31 dicembre 2024 risulta essere pari a € 15,70 mln, a conferma del trend positivo di acquisizioni di nuovi contratti nell’ambito delle ispezioni e progettazioni manutentive di ponti stradali e ferroviari.

Chart 26 – Revenues Breakdown by geographic area 1H22A (€/mln)



Source: Integrae SIM

A livello geografico, l'Italia pesa per il 72,1% del fatturato del Gruppo, mentre il Brasile contribuisce per il restante 27,9%, principalmente per il basso potere d'acquisto della moneta brasiliana rispetto all'euro.

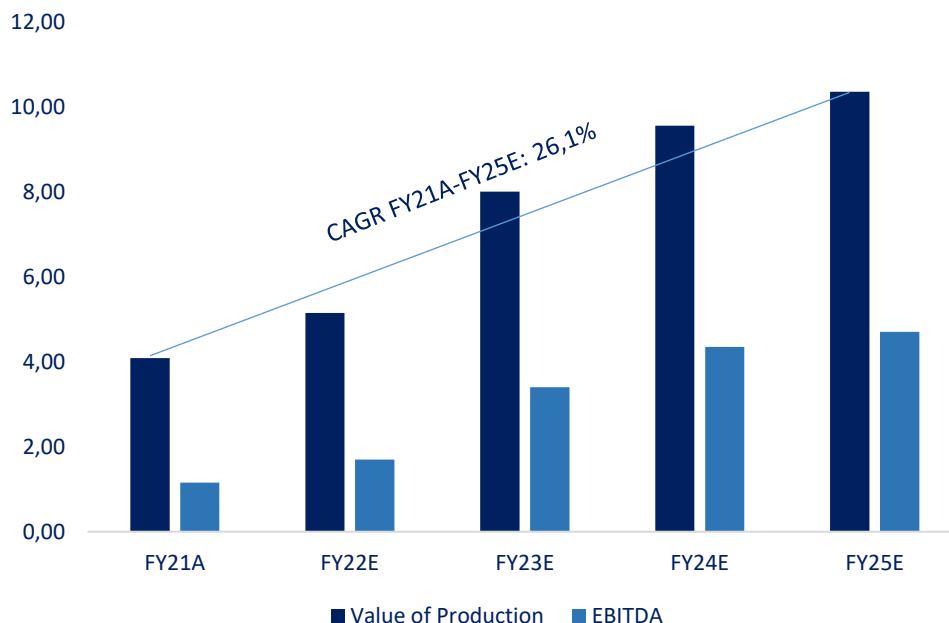
L'EBITDA si attesta a € 0,19 mln rispetto al risultato negativo al 30 giugno 2021, con una marginalità pari al 10,6% (-0,3% al 1H22A).

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,02 mln, è pari a € 0,17 mln, rispetto al risultato dello stesso semestre dell'esercizio precedente (€ - 0,02 mln). Il Net Income nel 1H22A si attesta a € 0,15 mln rispetto a € - 0,05 mln al 30/06/2021.

A livello patrimoniale, la NFP passa da € 0,59 mln di debito nel FY21A a € 1,12 mln nel 1H22A. Si specifica che il dato all'1H22A non tiene in considerazione i proventi derivanti dalla quotazione su Euronext Growth Milan avvenuta in data 29 settembre 2022.

5.3 FY22E-FY25E Estimates

Chart 27 – VoP and EBITDA FY21A – FY25E



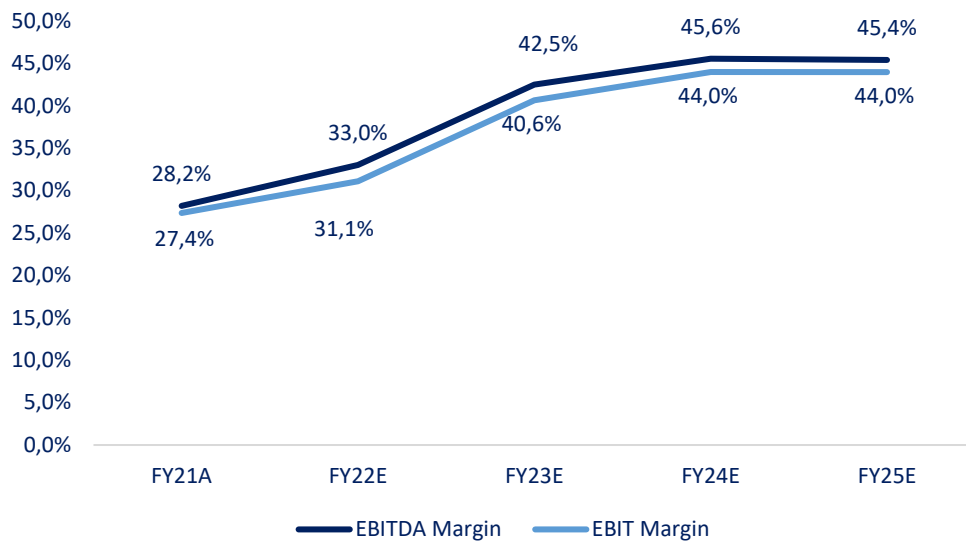
Source: Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 4,09 mln del FY21A a € 10,35 mln del FY25E (CAGR 21A-25E: 26,1%).

Crediamo che negli anni di piano la crescita verrà trainata principalmente dai seguenti *driver*:

- Rafforzamento della rete di vendita e dei legami con le strutture locali delle società clienti, attraverso:
 - L'ampliamento dei punti di presidio commerciale a ridosso delle strutture organizzative dei clienti mediante reclutamento di profili o di risorse già esperte;
 - Il potenziamento dei centri di produzione mediante l'ingresso di ingegneri qualificati per i quali finalizzare la formazione sulle aree di competenza *core* della società;
 - L'incremento delle risorse manageriali idonee a gestire il processo di crescita.
- Politica di acquisizioni societarie, al fine di innalzare la potenzialità competitiva del Gruppo a parità di marginalità attesa, in quanto il settore di riferimento presenta barriere all'ingresso costituite dai valori di fatturato rapportati all'importanza dei contratti da acquisire;
- Ampliamento dell'offerta di servizi ICT finalizzati alla manutenzione predittiva con applicazione in tutti i segmenti di gestione operativa delle infrastrutture, riducendo di conseguenza anche i rischi di responsabilità grazie allo spostamento dai servizi tradizionali a quelli ICT innovativi.

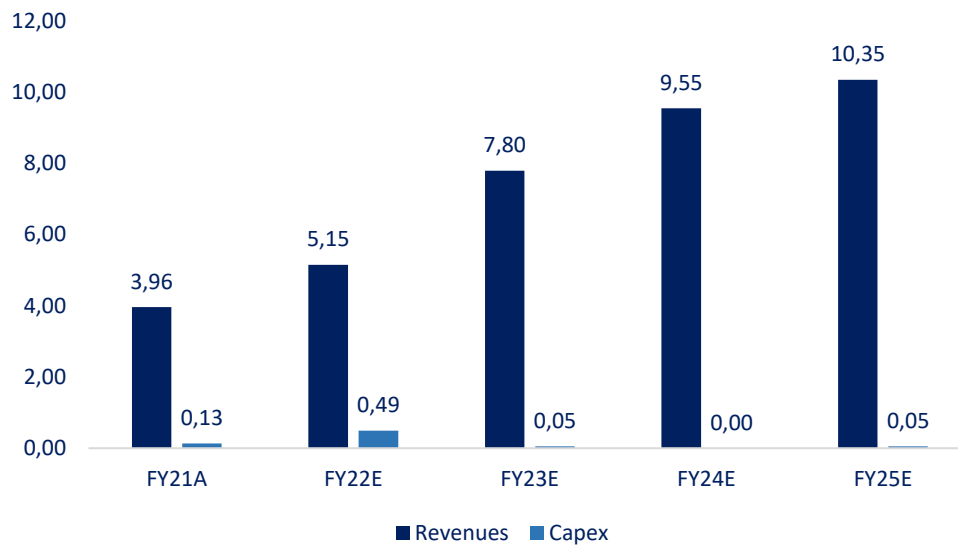
Chart 28 – EBITDA and EBIT margin FY21A – FY25E



Source: Integrae SIM

Ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da € 1,15 mln del FY21A a € 4,70 mln del FY25E, per un EBITDA *margin* che crescerà sensibilmente dal 28,2% al 45,4%. Prevediamo che la crescita della marginalità sarà trainata, oltre che dai motivi citati in precedenza, anche dalla possibilità di estendere il business a nuovi settori. Il modello adottato dal Gruppo, infatti, è altamente scalabile e questo comporta l'implementazione del modello in nuovi settori contigui per esigenza di competenza tecnica o addirittura in nuovi mercati sia in Italia ma soprattutto all'estero.

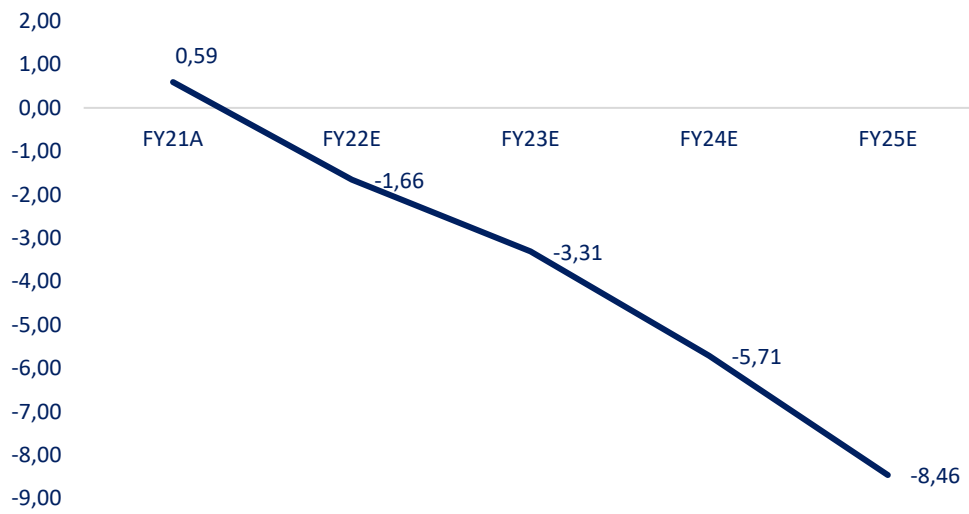
Chart 29 – Revenues and Capex FY21A – FY25E



Source: Integrae SIM

A livello di Capex, stimiamo che il Gruppo non effettuerà nuovi investimenti durante i prossimi anni in quanto elevati investimenti per lo sviluppo dei *software* proprietari sono già stati sostenuti negli anni precedenti.

Chart 30 – Net Financial Position FY21A – FY25E



Source: Integrae SIM

Crediamo che il Gruppo possa migliorare la propria NFP negli anni successivi al FY21A, grazie ai flussi di cassa positivi generati dal progressivo aumento del volume d'affari e dal continuo efficientamento operativo. In particolare, stimiamo che la NFP possa raggiungere un valore *cash positive* nel FY25E pari a € 8,46 mln.

5.4 Use of Proceeds

La Società ha concluso la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del proprio percorso di crescita. In particolare, Franchetti ha pianificato come obiettivi post raccolta sia strategie mirate all'assunzione di nuovo personale e allo sviluppo della piattaforma ICT, sia all'idea di intraprendere una crescita per linee esterne attraverso operazioni di finanza straordinaria volte a creare sinergie strategiche a livello commerciale e operativo.

Nello specifico, si evince che il Gruppo ha intenzione di aumentare le proprie risorse interne, attraverso l'assunzione di personale tecnico altamente qualificato e manageriale, ottimizzando di conseguenza i cicli gestionali interni.

A livello di operazioni straordinarie, si specifica che il Gruppo allocherà la maggior parte dei proventi derivanti dalla quotazione, al fine di sostenere la propria espansione. Crediamo, infatti, che Franchetti sarà in grado di perseguire una crescita per linee esterne sia in Italia che in Brasile, attraverso l'acquisizione di società coerenti con il *core business*, al fine di sviluppare presidi commerciali e operativi. In particolare, l'investimento in Brasile consentirebbe di generare una leva competitiva dovuta al basso costo (in euro) delle acquisizioni, a fronte dell'elevato valore in termini di qualificazioni tecniche per accedere alle gare sui mercati dei paesi più ricchi.

Infine, prevediamo che il Gruppo intenda continuare lo sviluppo della propria piattaforma ICT, attraverso l'integrazione di algoritmi per sviluppare servizi innovativi.

6. Valuation

Data la mancanza di società comparabili con Franchetti, abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* del Gruppo sulla base della sola metodologia DCF.

6.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		8,06%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	81,82% Beta Relevered	1,6
Ke	13,76% Kd	1,50%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di agosto 2022 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 caratterizzate 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 stato fissato uguale a quello 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 8,06%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		47,1
FCFO actualized	11,7	25%
TV actualized DCF	36,0	75%
Enterprise Value	47,7	100%
NFP (FY21A)	0,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, ne risulta un **equity value di € 47,1 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
Growth Rate (g)	2,5%	78,9	69,9	62,7	56,8	51,9	47,7	44,1
	2,0%	71,6	64,2	58,1	53,0	48,8	45,1	41,9
	1,5%	65,6	59,4	54,2	49,8	46,1	42,8	40,0
	1,0%	60,8	55,5	51,0	47,1	43,8	40,8	38,2
	0,5%	56,7	52,1	48,2	44,7	41,7	39,1	36,7
	0,0%	53,3	49,2	45,7	42,6	39,9	37,5	35,4
	-0,5%	50,3	46,7	43,6	40,8	38,3	36,1	34,1

Source: Integrae SIM

7. Equity Value

Table 7 – Equity Value

Equity Value (€/mln)	
Equity Value DCF (€/mln)	47,1
Target Price (€)	7,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value pari a circa € 47,1 mln. **Il target price è quindi di € 7,00, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 8 – Implied Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
44,1	26,3x	13,1x	10,3x	27,9x	13,7x	10,6x	48,9x	21,0x	16,3x
45,1	26,9x	13,4x	10,5x	28,5x	14,1x	10,9x	50,1x	21,5x	16,7x
46,1	27,5x	13,7x	10,7x	29,2x	14,4x	11,1x	51,2x	21,9x	17,1x
47,1	28,0x	14,0x	11,0x	29,8x	14,7x	11,4x	52,3x	22,4x	17,4x
48,1	28,6x	14,3x	11,2x	30,4x	15,0x	11,6x	53,4x	22,9x	17,8x
49,1	29,2x	14,6x	11,4x	31,0x	15,3x	11,8x	54,5x	23,4x	18,2x
50,1	29,8x	14,9x	11,7x	31,7x	15,6x	12,1x	55,6x	23,8x	18,5x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo and Edoardo Luigi Pezzella are the current financial analysts.

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	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
------	-------	----------------	--------------	------	---------

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 formalized 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. 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 \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 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:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Franchetti S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Franchetti S.p.A.;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.