

**RACCOMANDAZIONE
BUY**
**Target Price
€5,74**
**Prezzo di collocamento
€3,60**

Novamarine S.p.A.

**Settore: Nautica
Codice negoziazione Bloomberg: NOVA IM
Mercato: Euronext Growth Milan**

Capitalizzazione di Borsa:	44.998.200 €
Numero di azioni:	12.499.500*
Patrimonio netto al 31.12.2023:	10.458.014 €
Raccolta di capitale in sede IPO:	8.998.200* €

* Nell'ipotesi di integrale esercizio della *greenshoe*

**Data ed ora
di produzione:**
31.07.2024 ore 18:30

**Data ed ora
di prima diffusione:**
01.08.2024 ore 09:30

**Ufficio Ricerca
ed Analisi**

Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)
Tel. +39 0669933.440
Stefania Vergati
Tel. +39 0669933.228
Donatella Dragas
Tel. +39 0669933.292
Michele Cursi
Tel. +39 0669933.413
E-mail: ufficio.studi@finnat.it

- Novamarine S.p.A. è un'azienda specializzata nella progettazione, produzione e commercializzazione di imbarcazioni, *pleasure* e *professional*, ad elevate prestazioni tra 8 e 24 metri.
- I prodotti Novamarine *pleasure* vengono impiegati, principalmente, come barche d'appoggio a *superyacht* e destinati a una clientela ultra-alto spendente.
- Il marchio Novamarine è riconosciuto a livello globale (43% delle vendite a clienti esteri) per gli elevati standard qualitativi dei propri prodotti, frutto di una continua attività di ricerca e sviluppo finalizzata all'utilizzo di materiali innovativi, sistemi di propulsione e tecnologie avanzate, al fine dell'ottimizzazione delle prestazioni delle proprie imbarcazioni.
- A differenza di molti *competitor*: i) opera sia nel settore *pleasure* che in quello *professional*; ii) l'intero processo produttivo si svolge all'interno dei propri stabilimenti, permettendo un ampio controllo sulla qualità della produzione e un elevato livello di personalizzazione delle imbarcazioni.
- In termini di valore della produzione, l'Emittente ha registrato, nel corso dell'ultimo quadriennio, una significativa crescita (CAGR 20-23: 41,7%), con un valore attestatosi a circa €27,2 milioni a consuntivo 2023. Il margine operativo lordo (Ebitda), pari a €4,9 milioni, ha evidenziato, nel medesimo periodo (20-23), un incremento medio annuo del 73,1% per una marginalità (2023) pari al 18%.
- Sul periodo 2023-2028, stimiamo una crescita media annua del valore della produzione dell'11,2%, da €28,2 milioni attesi a consuntivo 2024 a €46,3 milioni stimati a fine 2028. Il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe beneficiare dell'incremento delle vendite di imbarcazioni a maggior marginalità unitaria, attestandosi a €6,0 milioni a fine 2024 per raggiungere i €14,1 milioni nel 2028 per un CAGR (23-28) pari al 23,6%. L'utile netto lo stimiamo attestarsi a €2,4 milioni a consuntivo 2024 per giungere a €7,3 milioni a fine periodo previsionale, per un tasso di crescita media annua del 37,8%.

Anno al 31/12 (k €)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	20.876	24.798	24.226	31.112	35.134	40.108	43.003
Valore della produzione	24.062	27.185	28.206	37.212	38.274	42.607	46.260
Valore aggiunto	4.852	7.790	10.620	15.200	16.163	18.415	19.851
EBITDA	2.218	4.888	6.045	10.094	11.040	12.958	14.100
EBIT	1.081	2.490	4.164	7.989	8.778	10.556	11.597
Utile netto	696	1.468	2.409	4.868	5.418	6.598	7.295
Cash-flow	1.833	3.866	4.290	6.973	7.680	9.000	9.798
PFN*	-7.402	-7.629	4.522	9.930	17.090	25.448	35.196
Patrimonio netto*	9.049	10.458	24.196	29.063	34.481	41.079	48.375

Fonte: Novamarine S.p.A.; Stime: Banca Finnat; (*) nell'ipotesi di integrale esercizio della *greenshoe*

Il Mercato di Riferimento

Novamarine è un'azienda specializzata nella progettazione, produzione e commercializzazione di imbarcazioni, *pleasure* e *professional*, ad elevate prestazioni fino a 24 metri.

Queste particolari imbarcazioni vengono impiegate, di regola, come *chase boat*, ossia barche d'appoggio, di imbarcazioni di lusso superiori ai 30 metri (*superyacht*).

Di conseguenza, la clientela di riferimento è costituita, in prevalenza, da VHNWI (*Very High Net Worth Individuals*) e UHNWI (*Ultra High Net Worth Individuals*), italiani e stranieri.

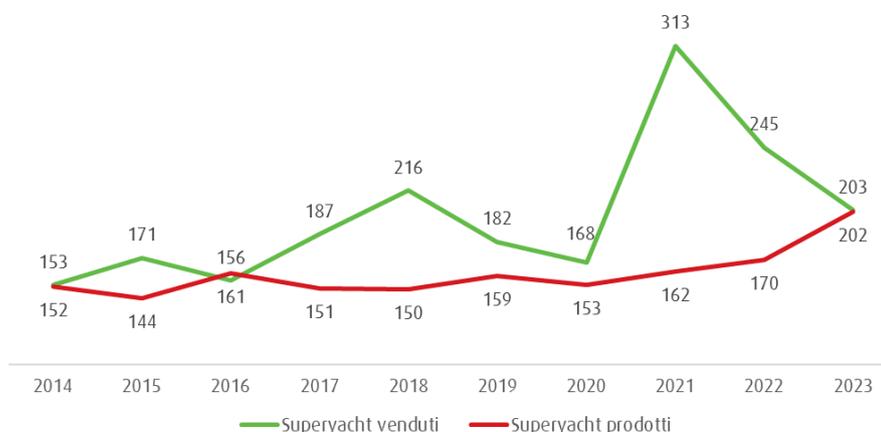
Mercato dei *superyacht*

Il settore dei *superyacht* ha registrato, nell'ultimo decennio, una crescita significativa del fatturato globale che si è attestato, nel 2023, a €10,5 miliardi (+6,1% rispetto al 2022) dei quali €5,9 miliardi relativi alla vendita di imbarcazioni nuove e la restante parte di pertinenza del mercato secondario*.

Dopo un periodo di forte espansione delle vendite, culminato con il picco post pandemico (313 unità vendute nel 2021), i dati relativi al 2022 e 2023 indicano un periodo di normalizzazione del mercato dovuto ad una temporanea saturazione della capacità produttiva. Nel 2023, infatti, il numero di unità vendute si è attestato a 203, in calo rispetto alle 245 imbarcazioni del 2022 ma comunque superiore rispetto ai livelli pre-pandemia.

Al fine di ottimizzare i propri processi produttivi e ridurre i tempi di consegna, i principali *player* del settore hanno investito per espandere ulteriormente la propria capacità produttiva passando da una produzione annua tra le 150 e le 160 unità, tra il 2014 e il 2021, a 170 nel 2022 e 202 nel 2023. Considerando gli *order book* esistenti, nel 2024 è prevista una produzione di 205 *superyacht**.

Produzione e vendite *superyacht* - Global

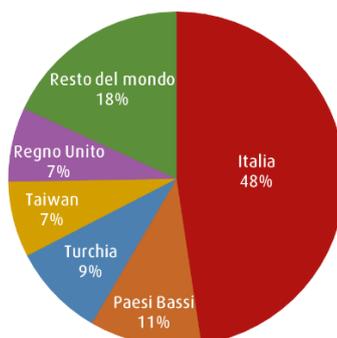


Fonte: SuperYacht Times, "The State Of Yachting 2024"; Elaborazione: Banca Finnat

* Fonte: SuperYacht Times, "The State Of Yachting 2024"

In tale contesto, l'Italia, con una *market share* del 48% nella produzione e vendita di *yacht* superiori ai 24 metri, è riconosciuta a livello globale per la sua leadership nel settore nautico.

Market Share
(Produzione sopra i 24metri)



Fonte: Global Order Book 2023; Elaborazione: Banca Finnat

A contribuire alla leadership italiana nel settore sono soprattutto i grandi cantieri nautici quali Azimut Benetti, Sanlorenzo, The Italian Sea Group, Ferretti Group e Overmarine.

Cantieri Italiani quotati in borsa					
	Ricavi*	Ebitda*	Ebitda margin	Exp. P/E 2024	ROE
The Italian Sea Group	365	62	17,0%	11,8	28,1%
Ferretti Group	1.135	163	14,3%	11,1	10,3%
Sanlorenzo	840	158	18,7%	14,4	25,8%

*Dati in €/mln; al 31.12.2023

Fonte: Bloomberg; Elaborazione: Banca Finnat

È importante sottolineare che, sebbene tali cantieri condividano con Novamarine il medesimo segmento di clientela (**VHNWI e UHNWI**), non possono essere considerati *competitor* in quanto non omogenei in termini dimensionali e di prodotto. Affinché, infatti, una azienda possa essere definita *competitor*, oltre a *targetizzare* la stessa base clienti, deve offrire un prodotto volto alla soddisfazione del medesimo bisogno. I prodotti offerti da Novamarine possono invece essere ritenuti complementari alle vendite dei *superyacht*.

Considerando il panorama competitivo dei Maxi-Rib di lusso (gommoni con scafo rigido di grandi dimensioni), si segnalano i seguenti operatori: G-tender, Magazzù, Pirelli Tecnorib, Sacs Marine, Seawater e Tecnohull. Tuttavia, riteniamo che l'unico vero *competitor* di Novamarine possa essere rappresentato da **Wally tender**, la linea di *chase boat* prodotta dal *brand* Wally del gruppo Ferretti. Analogamente ai prodotti Novamarine, tali imbarcazioni vengono utilizzate quasi esclusivamente quali barche d'appoggio a navi madre e come tali ci sembrano, dunque, le uniche in grado di sottrarre clientela a Novamarine.

Analisi della clientela del settore dei superyacht

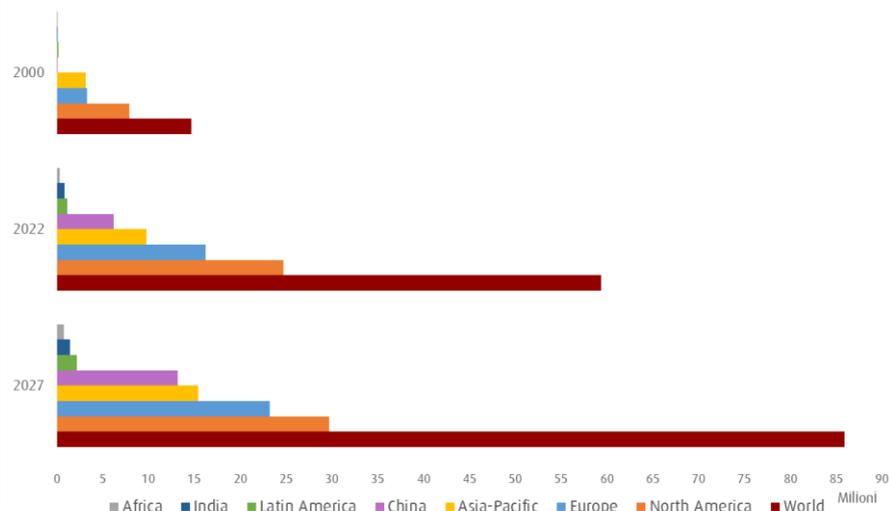
La clientela di riferimento dei *superyacht* è composta da VHNWI e UHNWI ossia la fascia di popolazione più facoltosa dell'intera società.

Considerando l'utilizzo prevalente dei battelli Novamarine quali barche d'appoggio a *yacht* di elevate dimensioni, i clienti target del cantiere sardo appaiono, dunque, i medesimi.

È importante identificare la corretta *customer base* dell'Emittente per due ragioni principali:

- I VHNWI e UHNWI sono *cash-buyer* e, di norma, non utilizzano alcun tipo di finanziamento (leasing, prestiti bancari...) per l'acquisto delle imbarcazioni. Di conseguenza, tale categoria è più resiliente alle fluttuazioni dei tassi di interesse, rendendo il settore meno volatile e la domanda meno elastica a shock macroeconomici.
- Il numero di VHNWI e UHNWI appare in costante aumento, ampliando la potenziale base clienti. Secondo le stime del *Global Wealth Report 2023*, redatto da Credit Suisse, il numero dei milionari, nel 2022, era pari a circa 59 milioni ed è previsto in crescita fino a oltre 85 milioni entro il 2027, con un CAGR, per il periodo considerato, del 7,6% a fronte di un CAGR dell'1% della popolazione mondiale nello stesso periodo. Con riferimento al bacino di individui con un patrimonio superiore ai \$50 milioni, si stima che possa arrivare a 372 migliaia di persone entro il 2027 per un CAGR 22-27 dell'8,9%. Tale crescita demografica dei VHNWI e UHNWI potrebbe avere un effetto positivo sulla domanda di *superyacht*.

Numero di milionari per regione



Fonte: *Global Wealth Report 2023*; Elaborazione: Banca Finnat

Mercato *professionale*

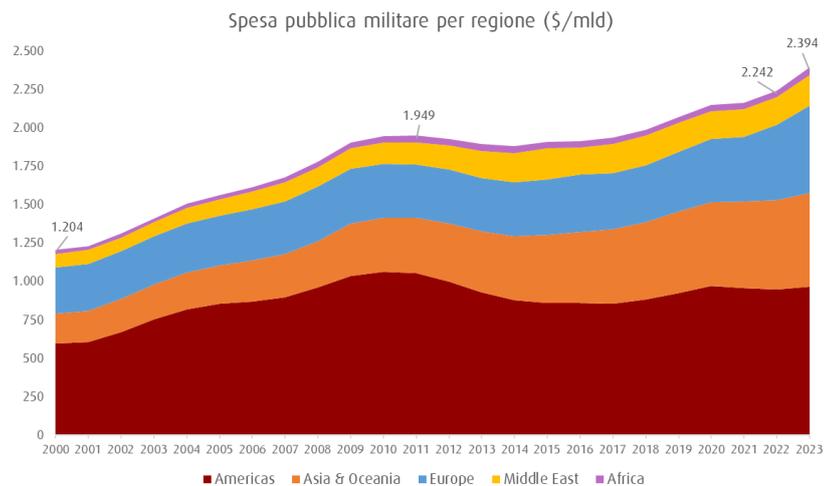
Novamarine è attiva anche nel settore delle imbarcazioni adibite a scopi industriali, militari o governativi, definite *professionale*. Tale segmento si distingue dal più tradizionale segmento *pleasure* per diverse ragioni:

- **Clienti:** sono di tipo istituzionale quali forze armate, corpi di polizia, guardie costiere e agenzie governative;
- **Processo di vendita:** avviene, di norma, attraverso gare d'appalto e prevede la creazione di specifici prototipi sviluppati in linea con le esigenze del cliente e sulla base di diversi contesti normativi;
- **Prezzi:** i prototipi, per loro natura, non hanno un prezzo di listino, consentendo l'ottenimento di una ben più elevata marginalità;
- **Riservatezza:** le transazioni e le particolarità dei singoli prototipi sono altamente riservate. Questi ultimi, infatti, vengono prodotti in impianti totalmente separati rispetto alle imbarcazioni *pleasure*.

Il segmento *professional* richiede, dunque, un elevato livello di competenza tecnica nonché una spiccata capacità di adattamento alle normative locali e internazionali. Le citate peculiarità del settore possono rappresentare una barriera all'ingresso per molti *player* che, per mancanza di *know-how* o di capacità tecniche, non riescono a garantire elevati livelli tecnologici e di personalizzazione. Ad oggi, infatti, sono presenti poche aziende nel panorama competitivo ed il principale *player* di mercato è la società francese *Zodiac Milpro*, leader globale nella fornitura di *rigid inflatable boats* (RIBs) nel settore *professional*.

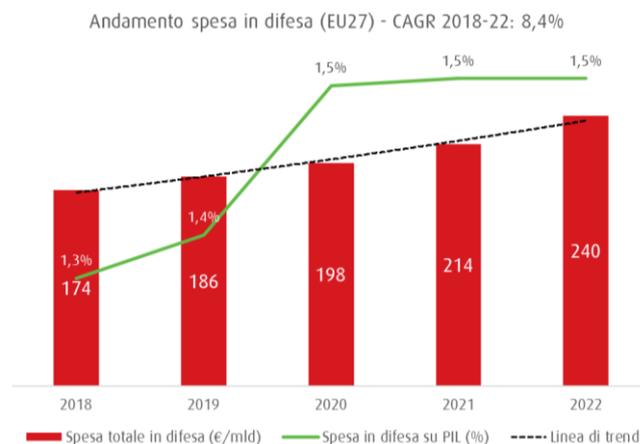
Per via della riservatezza delle transazioni e della variabilità delle commesse, appare difficile l'ottenimento di dati sulla *market size* del settore ma è possibile ragionare su come gli scenari geopolitici globali attuali possano avere un effetto accrescitivo sulla domanda di mezzi militari marittimi. Numerose istituzioni nazionali e sovranazionali stanno investendo per aggiornare e ringiovanire le proprie flotte al fine di mantenere la sicurezza marittima e per il pattugliamento, la sorveglianza e il controllo delle coste, nonché per operazioni di salvataggio e missioni tattiche.

Osservando il campione globale dei dati storici sulla spesa militare, è possibile notare un significativo incremento degli investimenti nell'ultimo biennio per effetto dello spettro di un conflitto allargato a cui hanno contribuito le situazioni russo-ucraina e israelo-palestinese.



Fonte: SIPRI, "Trends in world military expenditure 2023"; Elaborazione: Banca Finnat

Con riferimento ai paesi europei (EU27), la spesa pubblica per la difesa sembra essersi stabilizzata, per il momento, all'1,5% in rapporto al PIL, dall'1,3% del 2018.



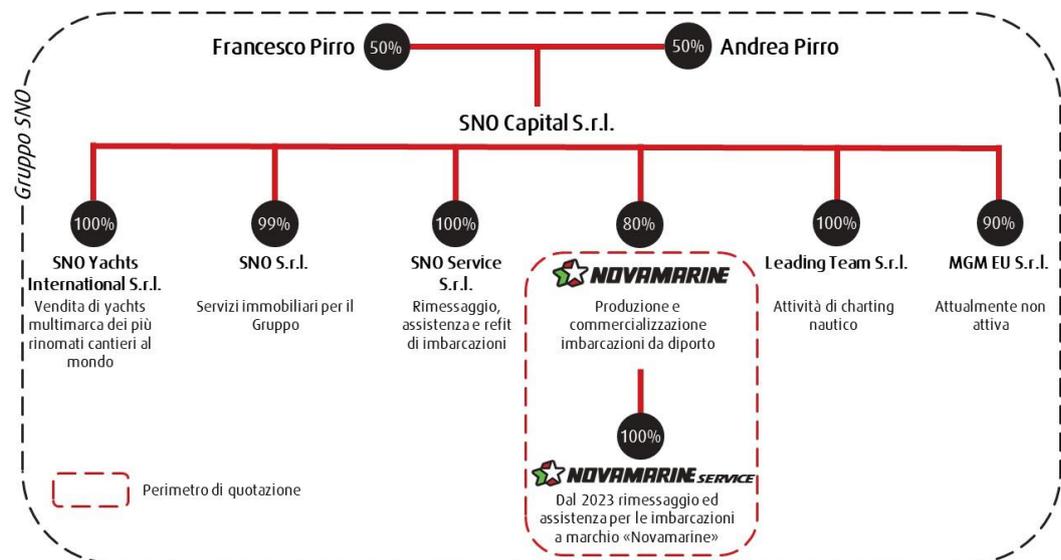
Fonte: European Defence Agency; Elaborazione: Banca Finnat

Attività e Strategie

Il marchio Novamarine

Novamarine S.p.A., costituita nel 2008, è un'azienda specializzata nella progettazione, produzione e commercializzazione di imbarcazioni, *pleasure* e *professional*, ad elevate prestazioni.

Il marchio Novamarine, fondato ad Olbia nel 1983, ha ottenuto grande notorietà negli anni '90 per la produzione di battelli pneumatici che si caratterizzavano per le innovative tecniche di fabbricazione tra cui l'utilizzo di tubolari pieni, in sostituzione dei tradizionali tubolari gonfiati ad aria. Nel 2013 il marchio Novamarine viene acquisito dal Gruppo SNO attivo nella assistenza e vendita nel settore nautico nonché *dealer* di marchi di primario *standing* tra i quali: Magnum Marine, Viking Yacht, Valhalla, Ferretti, Pershing, Itama e Custom Line.



Fonte: Novamarine S.p.A.

Azionariato

Il capitale sociale di Novamarine S.p.A., post aumento di capitale a servizio dell'IPO, è ora pari a €1.297.950* suddiviso in n. azioni 12.499.500* ed è detenuto all'80% da SNO Capital S.r.l., società riconducibile ai fratelli Andrea e Francesco Pirro mentre il restante 20% è costituito da flottante sul mercato.

Modello di business

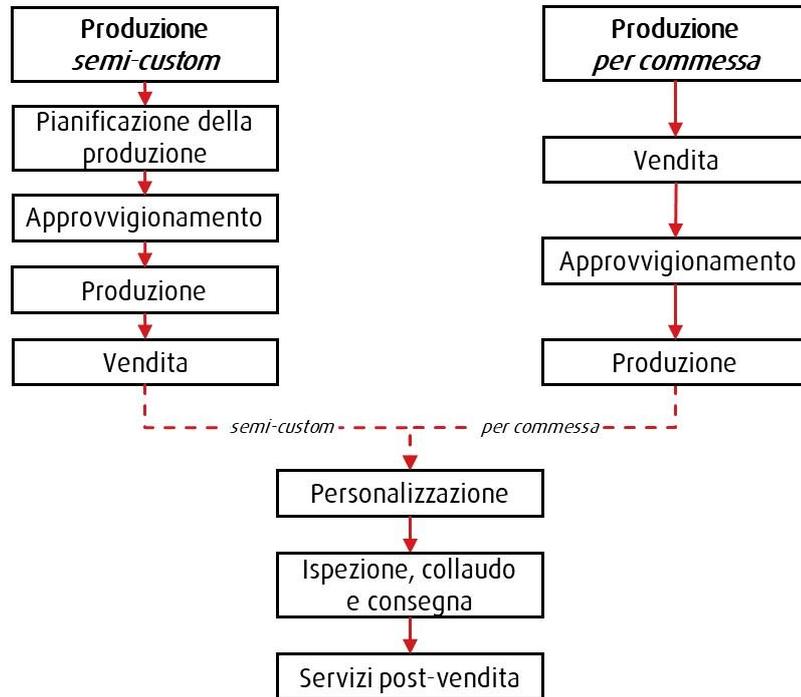
Ad oggi l'Emittente è un *player* globale di primaria importanza nel segmento dei *custom luxury tender*, delle imbarcazioni *walk-around* fino a 24 metri e delle imbarcazioni professionali. Inoltre, Novamarine è uno dei pochi *player* in grado di operare sia nel settore *pleasure* che in quello *professional*.

A differenza della maggior parte dei *competitor*, Novamarine è in grado di adottare un modello di business integrato che copre l'intero processo produttivo, dall'analisi di mercato ai servizi post-vendita.

In particolare, le attività *core* sono costituite da:

* Nell'ipotesi di integrale esercizio della *greenshoe*

- **Analisi di mercato e definizione gamma:** analisi del panorama competitivo, dei trend di mercato e delle esigenze della clientela ai fini dell'ottimizzazione e della definizione del portafoglio prodotti. Nell'eseguire queste attività, la Società interagisce con i clienti attuali e potenziali, la rete di vendita e il *team* di assistenza post-vendita, confrontando il posizionamento dei modelli esistenti con le richieste emergenti da parte dei clienti al fine di individuare eventuali lacune nel proprio portafoglio prodotti.
- **Progettazione e sviluppo di prodotto:** identificazione di nuovi modelli tramite l'analisi delle tendenze stilistiche e dei requisiti funzionali al fine di sviluppare imbarcazioni all'avanguardia. Una volta completata la progettazione concettuale, l'Emittente procede con la realizzazione di modelli in legno per la coperta e la creazione di uno stampo preliminare della carena.
- **Vendita:** le vendite delle imbarcazioni Novamarine avvengono prevalentemente attraverso canali diretti e, in via residuale, tramite concessionari che si assumono il rischio di invenduto. Inoltre, l'Emittente commercializza le proprie imbarcazioni anche attraverso la vendita con parziale permuta di imbarcazioni usate (solitamente imbarcazioni a marchio Novamarine in precedenza vendute dalla Società stessa), le quali, prima di essere destinate alla vendita a nuovi clienti, sono sottoposte ad un processo interno di *refitting*.
- **Approvvigionamento:** acquisizione di materiali, impianti e componentistica tramite vasta rete di fornitori.
- **Produzione:** può essere *semi-custom* (modalità principale) o *per commessa*, nel caso d'imbarcazioni appartenenti al segmento *professional* e *pleasure* di grandi dimensioni. Nella produzione *semi-custom*, Novamarine avvia la programmazione della produzione sulla base di una pianificazione annuale effettuata analizzando i *feedback* provenienti dal mercato e dalle fiere di settore al fine di valutare le preferenze e le tendenze emergenti. In questo caso è prevista la costruzione di un determinato numero di battelli successivamente posti in vendita e, dunque, la spesa per l'approvvigionamento della componentistica viene sostenuta ex-ante. Nel secondo caso, considerata l'unicità delle imbarcazioni del segmento *professional* e di alcune imbarcazioni medio-grandi del segmento *pleasure*, l'approvvigionamento e la produzione avvengono solo a seguito della sottoscrizione del relativo contratto di vendita. L'azienda ha strutturato un profilo di incassi a *milestone*, adeguato a generare flussi di cassa in grado di spendere le varie fasi di produzione. Per il segmento *pleasure*: caparra confirmatoria all'ordine (25%), applicazione vetroresina (25%), consegna motori (25%) e saldo a fine produzione (25%).
- **Personalizzazione:** personalizzazione dell'imbarcazione in linea con le richieste del cliente. Ovviamente la produzione per commessa ha un grado di personalizzazione più elevato rispetto alla produzione *semi-custom* ove ci si limita ad adattare il prodotto precedentemente costruito ai gusti del cliente.
- **Ispezione, collaudo e consegna:** prevede sia la verifica dei requisiti definiti in fase di acquisto e normativi che le prove a mare per la valutazione della *performance*. Una volta che le verifiche si siano concluse con successo, l'imbarcazione viene consegnata al cliente.
- **Servizi post-vendita:** comprendono le garanzie fornite in sede di vendita, l'attività di assistenza e quella di rimessaggio. La manutenzione e il rimessaggio sono affidati alla controllata Novamarine Service S.r.l., attiva da fine 2023.



Fonte: Novamarine S.p.A.; Elaborazione: Banca Finnat

Le suddette attività primarie sono affiancate da una serie di attività di supporto quali *marketing*, R&D e controllo qualità, imprescindibili per assicurare elevati standard qualitativi del prodotto e aumentare la *brand awareness*.

Fattori critici di successo



Fonte: Novamarine S.p.A.

Il marchio Novamarine è riconosciuto a livello globale quale eccellenza di settore grazie agli elevati standard qualitativi dei propri prodotti, frutto di una continua attività di ricerca e sviluppo finalizzata all'utilizzo di materiali innovativi, sistemi di propulsione e

tecnologie avanzate, al fine dell'ottimizzazione delle prestazioni delle proprie imbarcazioni. Tale vocazione per la ricerca e sviluppo ha permesso a Novamarine di creare prodotti unici, nel suo genere, sul mercato.

Le imbarcazioni Novamarine si distinguono per una serie di elementi tecnici tra i quali:

- **Carene:** la particolare forma delle carene permette alle imbarcazioni di navigare in ogni momento come un trimarano. In altre parole, i tubolari non perdono mai il contatto con l'acqua, nemmeno in fase di planata. Questo aspetto permette una ben maggiore stabilità e minori sbandamenti;
- **Utilizzo di materiali di pregio:** i battelli utilizzano materiali di elevata qualità che garantiscono ottime prestazioni come la fibra di carbonio, il kevlar e la resina vinilestere. Il vinilestere è un materiale di qualità superiore rispetto al più comune poliestere e si caratterizza per una maggior resistenza agli agenti chimici e per una maggiore durabilità. Il binomio con il kevlar, oltre a evitare fenomeni di osmosi, dona alla carena maggior resistenza, leggerezza e migliori prestazioni;
- **Tubolari innovativi:** le imbarcazioni sono caratterizzate da tubolari che, a differenza dei tradizionali tubolari gonfiati ad aria, vengono riempiti in espanso elastico e modellati in forma tagliata. Questa particolare tecnologia, difficilmente replicabile, permette il raggiungimento di alte prestazioni, una maggiore gestione dello spazio e rende le imbarcazioni inaffondabili.



Fonte: Novamarine S.p.A.; Elaborazione: Banca Finnat

Un'ulteriore caratteristica dei prodotti Novamarine è rappresentata dall'**elevato grado di personalizzazione** del prodotto che permette di adattare le imbarcazioni alle esigenze specifiche di ogni cliente. Ogni prodotto, infatti, è personalizzabile per rispondere alle richieste particolari in termini di dimensioni, *layout*, equipaggiamento e funzionalità, consentendo di ottenere un'imbarcazione su misura in grado di adattarsi ad ogni esigenza operativa.

L'elevato grado di personalizzazione dei prodotti è dovuto a un **processo produttivo** quasi interamente *in-house*. Nel dettaglio, vengono eseguiti internamente la carpenteria metallica, la falegnameria, il riempimento tubolari e l'assemblaggio della componentistica (impianti elettrici-idraulici, motori, sedili, ecc...); la tappezzeria viene acquistata esternamente mentre solo la resinatura dello scafo e la verniciatura vengono affidate a terzi. Si precisa, però, che anche quest'ultime due fasi vengono effettuate presso lo stabilimento Novamarine, sotto il controllo di una figura interna

deputata a certificarne la qualità. Inoltre, i suddetti terzisti utilizzano materie prime acquistate direttamente dalla stessa Novamarine.



Tale processo produttivo integrato è difficilmente riscontrabile presso gli altri *player* di settore (essenzialmente assemblatori) che, di regola, esternalizzano gran parte del processo produttivo, permettendo, quindi, un maggior controllo di tutte le fasi della lavorazione. Inoltre, Novamarine è in grado di intervenire, tempestivamente, in ogni stadio della produzione, garantendo elevati standard qualitativi ed innumerevoli opportunità di personalizzazione.

Grazie a queste peculiarità e alla sua storia quarantennale, il marchio Novamarine è riuscito ad affermarsi tra i simboli dell'eccellenza del *Made in Italy* in campo nautico, attirando una crescente domanda da parte degli utenti più esigenti.

Modelli

In termini di prodotto, Novamarine è attiva in due segmenti differenti, *pleasure* e *professional*. Con riferimento al primo, la gamma si compone di tre linee:

- **BS:** rappresenta la linea più esclusiva della gamma ed è composta da 8 modelli di imbarcazioni *luxury* ad elevate prestazioni tra 8 e 24 metri di lunghezza. Può montare motorizzazioni fuoribordo, entro-fuoribordo, entrobordo con trasmissione di superficie Arneson fino a 2600 cavalli. Le imbarcazioni della Linea BS si contraddistinguono per la presenza di spazio extra, comfort, elevati standard di sicurezza e prestazioni, una vasta selezione di accessori e un design unico. La carena, di deriva militare, utilizza materiali di pregio tra i quali il kevlar e il vinilestere. Si tratta di imbarcazioni utilizzate principalmente come *chase boat* (barche d'appoggio) di *superyacht* e destinate a una clientela ultra-alto spendente.
- **HD:** si tratta di una linea più sportiva, di estrazione militare ed è composta da 3 modelli. Le dimensioni sono più contenute rispetto alla linea BS; la lunghezza massima è di 12 metri per una potenza massima di oltre 1350 cavalli. Viene prodotta con gli stessi metodi e materiali delle imbarcazioni militari, assicurando prestazioni difficilmente riscontrabili nelle imbarcazioni comuni.
- **RH:** linea destinata a competere con gli altri operatori di mercato. La linea RH spazia tra gli 8 e i 12 metri di lunghezza, con motorizzazioni comprese tra 300 e 1200 cavalli. Pur mantenendo elevate prestazioni che distinguono il marchio, la linea RH utilizza materiali meno pregiati rispetto alle precedenti e presenta tradizionali tubolari gonfiati ad aria. La linea RH si compone di 3 modelli.

Segmento Pleasure



Fonte: Novamarine S.p.A.; Elaborazione: Banca Finnat

Il segmento **professional**, a differenza del *pleasure*, è destinato, principalmente, a una clientela governativa e istituzionale. Si tratta, infatti, di mezzi speciali, prodotti per operazioni di pattugliamento e salvataggio, che vengono ideati, progettati e realizzati sulla base di specifiche richieste avanzate dai committenti. Pur basandosi su piattaforme navali collaudate di 10, 11, 12, 14 e 22 metri, ogni progetto del segmento **professional** è, infatti, realizzato in stretta collaborazione con il personale militare o civile destinato all'utilizzo di tali mezzi, con particolare attenzione ad ogni dettaglio per garantire la massima adattabilità e funzionalità nelle condizioni operative più critiche. Queste imbarcazioni, tecnologicamente molto avanzate, sono prodotte con strutture all'avanguardia studiate per rispondere ai requisiti della certificazione RINA *Fast Patrol Vessels* (regolamentazione per le imbarcazioni in acciaio, alluminio o materiale composito ad elevate prestazioni). A tal riguardo, il modello Novamarine Defence 12m, destinato ai pattugliatori costieri militari, è ad oggi l'unico progetto di tali dimensioni ad essere stato valutato e riconosciuto dal Registro Italiano Navale come *Fast Patrol Vessel* (solitamente riservata a imbarcazioni di maggiori dimensioni). L'Emittente possiede anche la certificazione DUNS (Abilitazione fornitore NATO) e la licenza TULPS (Costruzione, manutenzione e rimessaggio di mezzi destinati alle forze armate e di polizia) necessarie per operare nel settore.



I siti produttivi

L'azienda attualmente dispone di due stabilimenti, ubicati in Sardegna nei pressi di Olbia, con una estensione complessiva di circa 40.000 m²:

- **Su Arrasolu** (di proprietà), predisposto alla produzione delle imbarcazioni a marchio Novamarine con annessa banchina in concessione demaniale;
- **Cala Saccaia** (in locazione dal Gruppo SNO), in cui Novamarine Service S.r.l. svolge le attività di rimessaggio e assistenza d'imbarcazioni prevalentemente a marchio Novamarine.

Novamarine beneficia, altresì, dell'ubicazione strategica dei propri siti nel polo nautico di Olbia nel quale sono presenti numerosi cantieri e infrastrutture di altre società del settore nautico. Tale posizione favorisce un modello basato sulle relazioni di vicinato nel quale la concentrazione di competenze e risorse del settore marittimo promuove un ambiente dinamico e collaborativo favorendo l'innovazione, lo scambio di conoscenze, di *best practice* e lo sviluppo di economie di prossimità, con un migliore accesso a servizi, materiali e una maggiore flessibilità nell'affrontare le sfide del mercato.



Cantiere Su Arrasolu

Cantiere di Su Arrasolu è predisposto alla produzione delle imbarcazioni a marchio «Novamarine» con annessa banchina in concessione demaniale

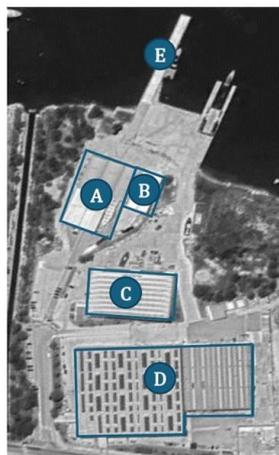
Cantiere Cala Saccaia

Cantiere di Cala Saccaia in cui Novamarine Service S.r.l. svolge le attività di service e rimessaggio imbarcazioni prevalentemente a marchio «Novamarine»

Fonte: Novamarine S.p.A.

Anche in considerazione delle risorse derivanti dal collocamento, tra il 2024 e il 2025 sono previsti lavori di ammodernamento del cantiere di Su Arrasolu con l'ampliamento dell'attuale stabilimento produttivo *pleasure* e la costruzione di un nuovo sito produttivo, in sostituzione di una tensostruttura amovibile ora adibita a magazzino, ove verrà localizzata la produzione *professional*.

Cala Su Arrasolu - As is



A) Tensostruttura amovibile adibita a magazzino

A₁) Stabilimento produttivo *professional*

B) Cabina di verniciatura per imbarcazioni fino a 38 mt

C) Area di rimessaggio

C₁) Stabilimento produttivo *pleasure* >18 mt (previsto nel piano *pre-money*)

D) Stabilimento produttivo

D₁) Ampliamento stabilimento produttivo *pleasure* (previsto nel piano *pre-money*)

E) Banchina in concessione demaniale

Cala Su Arrasolu - To be



Fonte: Novamarine S.p.A.

SWOT Analysis

S*Strengths**Weaknesses***W**

- Brand riconosciuto in tutto il mondo
- Imbarcazioni ad elevate prestazioni
- Elevato grado di personalizzazione
- Processo produttivo svolto interamente *in-house*
- Clientela alto spendente resiliente alle crisi economiche

- Stagionalità della domanda
- Difficoltà nel reperimento di personale qualificato
- Dipendenza da figure manageriali chiave
- Pochi fornitori di kevlar e vinilestere sul mercato con elevato potere contrattuale

O*Opportunities**Threats***T**

- Possibilità di rafforzare la propria posizione nel mercato *professional* in considerazione delle attuali tensioni geopolitiche
- Mercato dei *superyacht* atteso in crescita
- Clientela alto spendente prevista in crescita

- Settore militare governato da un unico monopolista (*Zodiac Milpro*)
- Concorrenza di Wally nel settore delle *chase boat*

Elaborazione: Banca Finnat

Strategie future

Le strategie future di Novamarine sono finalizzate al conseguimento dei seguenti obiettivi:

- **Aumento della capacità produttiva:** L'Emittente, attraverso gli investimenti dedicati all'ampliamento dello stabilimento di Su Arrasolu, punta a rafforzare e ad incrementare la propria capacità produttiva soprattutto nel settore *professional*. Novamarine prevede, infatti, di: i) ampliare il cantiere dedicato al segmento *pleasure*, ii) costruire un nuovo sito produttivo per la produzione di imbarcazioni *professional* e iii) riorganizzare l'attuale area di rimessaggio in sito produttivo per imbarcazioni superiori a 18 metri. Il progetto è finalizzato, tra le altre cose, a garantire la separazione dei siti produttivi *pleasure* e *professional* al fine di soddisfare le normative sottostanti le gare d'appalto che prevedono una produzione separata per i battelli ad uso militare. La maggior attenzione dedicata al segmento *professional* è riconducibile ai fattori: i) crescente domanda a seguito delle tensioni geopolitiche attuali e ii) moderato livello di competizione. In tale scenario risulta fondamentale avere un sistema di produzione adeguato a soddisfare una potenziale crescita nella domanda di imbarcazioni in ambito *professional*.
- **Diversificazione sbocchi commerciali (geografica):** il cantiere sardo intende aumentare la propria penetrazione in mercati internazionali ad alta concentrazione di UHNWIs (es. USA). Al fine di perseguire tale strategia, Novamarine ha in programma la creazione di una società statunitense (o di una succursale) per la personalizzazione e la vendita delle proprie imbarcazioni, nonché la stipula di accordi con concessionari internazionali situati in aree strategiche. Tale strategia mira, altresì, a sfruttare geografie con una diversa stagionalità della domanda.
- **Lancio di nuove linee di prodotto:** L'emittente intende iniziare a produrre imbarcazioni con scafo in alluminio (100% riciclabile) sia per il segmento *professional* che per le imbarcazioni *pleasure* principalmente di grandi dimensioni. Il cantiere prevede, altresì, di lanciare una nuova linea di *tender* di dimensioni inferiori a 8 metri prodotti esternamente e venduti a marchio Navy (by Novamarine). Nel contempo, la Società intende studiare e sviluppare un'imbarcazione elettrica dedicata principalmente al pattugliamento della costa e dei parchi marittimi. Tale iniziativa rappresenterebbe un significativo passo verso la sostenibilità ambientale e l'innovazione tecnologica.

**Aumento della capacità produttiva**

- Ampliamento stabilimento produttivo segmento *pleasure*
- Riorganizzazione dell'attuale area rimessaggio in sito produttivo per imbarcazioni >18 mt
- Nuovo sito produttivo dedicato al segmento *professional*

**Diversificazione geografica**

- Penetrazione nel mercato USA tramite la costituzione di una società in loco o una succursale
- Accordi con *dealer* internazionali ubicati in aree strategiche

**Lancio di nuove linee di prodotto**

- Utilizzo dello scafo in alluminio per il segmento *professional*, adattabile anche ad alcune imbarcazioni *pleasure*
- Commercializzazione di *tender* di dimensioni ridotte (<8 mt)
- Studio e sviluppo di una imbarcazione elettrica

Fonte: Novamarine S.p.A.; Elaborazione: Banca Finnat

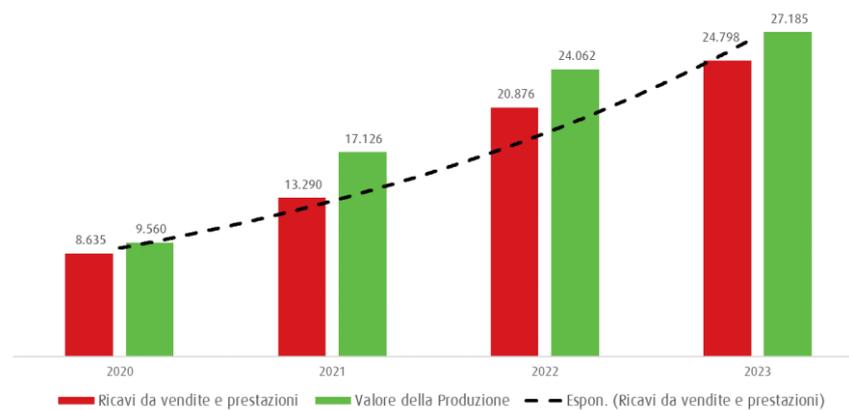
Risultati al 31.12.2023

EUR (K)	FY2022	FY2023	Var %
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	20.876	24.798	18,78
Var.ne rimanenze prodotti in corso, semilavorati e finiti	1.772	1.754	-0,97
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	646	34	-94,81
Altri ricavi e proventi	768	600	-21,90
VALORE DELLA PRODUZIONE	24.062	27.185	12,98
Materie prime	7.731	9.066	17,27
%	32,13	33,35	
Servizi	7.001	9.103	30,02
%	29,10	33,48	
Godimento beni di terzi	875	898	2,59
%	3,64	3,30	
Variazione di materie prime, sussidiarie e di consumo	3.603	329	-90,88
%	14,97	1,21	
VALORE AGGIUNTO	4.852	7.790	60,56
%	20,16	28,65	
Costo del lavoro	2.544	2.813	10,54
%	10,57	10,35	
Oneri diversi di gestione	89	89	-0,17
%	0,37	0,33	
EBITDA	2.218	4.888	120,38
%	9,22	17,98	
D&A	1.137	2.398	110,93
EBIT	1.081	2.490	130,32
%	4,49	9,16	
Proventi/(Oneri) finanziari	-243	-553	127,33
UTILE ANTE IMPOSTE	838	1.937	131,19
%	3,48	7,12	
Imposte	142	469	
Tax rate (%)	16,91	24,22	
RISULTATO NETTO	696	1.468	110,86
%	2,89	5,40	
Minorities	-	-	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	696	1.468	110,86
%	2,89	5,40	
Cash Flow	1.833	3.866	110,90
PFN	-7.402	-7.629	
Patrimonio netto	9.049	10.458	

Fonte: Novamarine S.p.A.

I risultati 2023 hanno evidenziato il perdurare di un trend espansionistico iniziato post-pandemia. Il valore della produzione ha registrato un saggio di incremento a doppia cifra (+13%) per il quarto anno consecutivo (CAGR 20-23: 41,7%) attestandosi a €27,2 milioni. Tale dato ha beneficiato dell'aumento dei ricavi netti da €8,6 milioni nel 2020 a €13,3 milioni nel 2021 a €20,9 milioni nel 2022 e a €24,8 milioni nel 2023, per un tasso medio annuo di crescita del 42,1% nell'ultimo quadriennio e un incremento del 18,8% rispetto al 2022.

Andamento Ricavi e VdP 2020-23 (€/k)



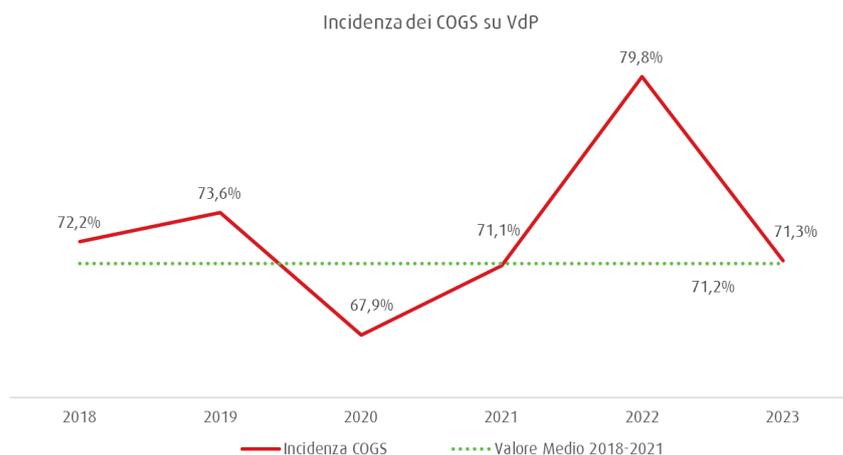
Fonte: Novamarine S.p.A.; Elaborazione: Banca Finnat

Nel dettaglio, i maggiori ricavi registrati a consuntivo 2023 non sono stati generati da un aumento numerico delle vendite di imbarcazioni (39 imbarcazioni di cui 3 usate nel 2023; 40 imbarcazioni di cui 8 usate nel 2022) bensì da un diverso mix produttivo in favore di imbarcazioni di metratura maggiore. Tale aspetto risulta ampiamente rilevante per i suoi riflessi sul margine operativo, fortemente dipendente dalla correlazione tra marginalità unitaria e dimensione dei battelli venduti.

Considerando il *breakdown* geografico dei ricavi, circa il 57% proviene da clienti italiani, il 38% da clienti europei e il 5% da clienti extra UE. Inoltre, ad oggi, in virtù delle scelte strategiche aziendali, solo l'1% dei ricavi è riconducibile al segmento *professional*. Infatti, in considerazione degli attuali spazi produttivi, dal 2015 ad oggi l'Emittente ha operato sul mercato *professional* unicamente in modo opportunistico e non continuativo (es. fornitura di n.20 imbarcazioni per la guardia costiera del Qatar nel 2015-16).

Sebbene il costo del venduto sia risultato in linea con il 2022, l'incidenza dei COGS, rispetto al valore della produzione, è diminuita dal 79,8% nel 2022 al 71,3% nel 2023, in linea con gli esercizi passati. Tale diminuzione si è concretizzata a seguito di: i) normalizzazione dei prezzi delle materie prime e dell'energia che avevano raggiunto il proprio picco nel 2022; ii) aggiornamento listino prezzi di vendita del 2023. Infatti, nel 2022, Novamarine aveva deciso di non modificare i prezzi degli ordini già ricevuti, assorbendo internamente l'incremento dei costi. Tale scelta, che ha impattato significativamente la marginalità dell'anno, è stata presa a

beneficio di una clientela altamente fidelizzata al fine di confermare ulteriormente la solidità del *brand* e della società.



Fonte: Novamarine S.p.A.; Elaborazione: Banca Finnat

La diminuita incidenza dei COGS e la produzione di imbarcazioni a più elevata marginalità hanno, quindi, permesso a Novamarine di conseguire, a consuntivo 2023, non solo una crescita del 120,4% del margine operativo lordo (Ebitda), attestatosi a €4,9 milioni (da €2,2 milioni al 31.12.22) ma soprattutto un incremento non indifferente di redditività dal 9,2% del 2022 al 18,0%. La redditività dell'esercizio 2022 aveva risentito, altresì, dell'alienazione, con marginalità ridotta, di un'imbarcazione usata (non a marchio Novamarine) precedentemente utilizzata per attività di *charting*. Tale vendita straordinaria ha inciso per circa il 10% sul fatturato 2022.

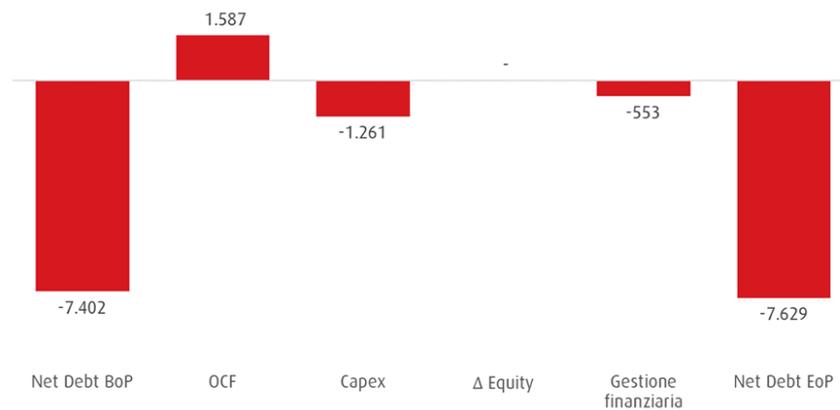
Maggiori accantonamenti per €1,1 milioni a fronte di un contenzioso tributario relativo agli esercizi 2014-15 (Novamarine ha provveduto, in via prudenziale, allo stanziamento dell'intero importo richiesto pari a €902 migliaia), non hanno impedito al risultato operativo netto (Ebit) di portarsi a €2,5 milioni da €1,1 milioni al 31.12.22, per un tasso di crescita annua del 130,3% ed un ROS al 9,2% dal precedente 4,5%.

Nonostante l'applicazione di un *tax rate* al 24,2%, dal precedente 16,9%, Novamarine ha chiuso l'esercizio 2023 con un utile netto pari a €1,5 milioni (€696 migliaia al 31.12.22), per una crescita annua del 110,9% ed un *net margin* del 5,4% dal precedente 2,9%.

Con riferimento alla generazione di cassa, l'*operating cash flow* (OCF) ha risentito di un maggior assorbimento del *working capital* (- €2,8 milioni) attestandosi a €1,6 milioni. I flussi di cassa operativi sono rimasti comunque sufficienti a spendere le CAPEX di periodo (€1,3 milioni). L'incremento degli interessi passivi (+155%), dovuti all'aumento generalizzato del costo del credito bancario, ha contribuito però a

determinare un *free cash flow* (FCF) negativo per €228 migliaia e, di conseguenza, un incremento dell'indebitamento netto a €7,6 milioni dal precedente €7,4 milioni al 31.12.22.

Variazione Net Debt



Fonte: Novamarine S.p.A.; Elaborazione: Banca Finnat

Il patrimonio netto al 31.12.23 è pari a €10,5 milioni (€9,0 milioni a consuntivo 2022), evidenziando una adeguata struttura patrimoniale con un rapporto *debt/equity* in miglioramento da 0,82 a 0,73.

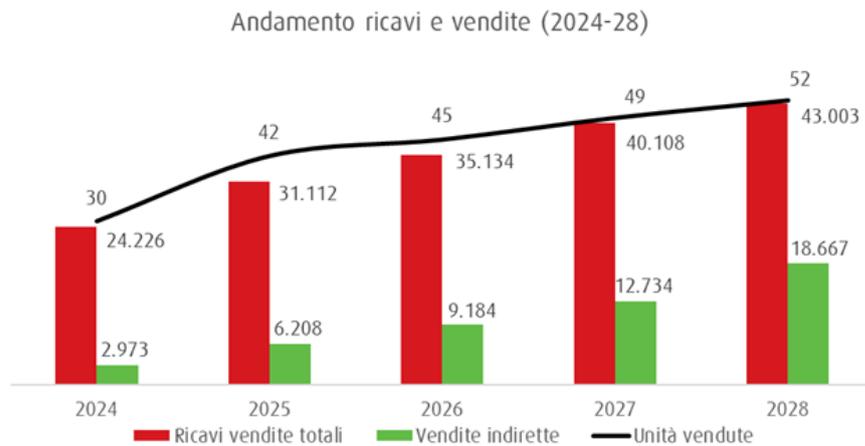
Outlook 2024-2028

EUR (K)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR 23/28
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	24.798	24.226	31.112	35.134	40.108	43.003	11,64
Var.ne rimanenze prodotti in corso, semilavorati e finiti	1.754	1.980	3.859	877	44	617	-18,86
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	34	-	-	-	-	-	-100,00
Altri ricavi e proventi	600	2.000	2.241	2.263	2.455	2.641	34,51
VALORE DELLA PRODUZIONE	27.185	28.206	37.212	38.274	42.607	46.260	11,22
Materie prime	9.066	9.142	11.640	11.829	13.142	14.424	9,73
%	33,35	32,41	31,28	30,91	30,85	31,18	
Servizi	9.103	7.468	9.185	9.707	10.732	11.734	5,21
%	33,48	26,48	24,68	25,36	25,19	25,37	
Godimento beni di terzi	898	945	908	756	659	640	-6,55
%	3,30	3,35	2,44	1,97	1,55	1,38	
Variazione materie prime, sussidiarie e di consumo	329	31	279	-180	-341	-389	
VALORE AGGIUNTO	7.790	10.620	15.200	16.163	18.415	19.851	20,57
%	28,65	37,65	40,85	42,23	43,22	42,91	
Costo del lavoro	2.813	3.976	4.491	4.493	4.811	5.089	12,59
%	10,35	14,10	12,07	11,74	11,29	11,00	
Oneri diversi di gestione	89	600	615	630	646	662	49,31
%	0,33	2,13	1,65	1,65	1,52	1,43	
EBITDA	4.888	6.045	10.094	11.040	12.958	14.100	23,60
%	17,98	21,43	27,13	28,84	30,41	30,48	
D&A	2.398	1.881	2.105	2.262	2.402	2.503	0,86
EBIT	2.490	4.164	7.989	8.778	10.556	11.597	36,03
%	9,16	14,76	21,47	22,93	24,78	25,07	
Proventi/(Oneri) finanziari	-553	-568	-500	-442	-405	-373	
UTILE ANTE IMPOSTE	1.937	3.596	7.489	8.335	10.151	11.224	42,10
%	7,12	12,75	20,12	21,78	23,82	24,26	
Imposte	469	1.187	2.621	2.917	3.553	3.928	
Tax rate (%)	24,22	33,00	35,00	35,00	35,00	35,00	
RISULTATO NETTO	1.468	2.409	4.868	5.418	6.598	7.295	37,81
%	5,40	8,54	13,08	14,16	15,49	15,77	
Minorities	-	-	-	-	-	-	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	1.468	2.409	4.868	5.418	6.598	7.295	37,81
%	5,40	8,54	13,08	14,16	15,49	15,77	
Cash Flow	3.866	4.290	6.973	7.680	9.000	9.798	
%	14,22	15,21	18,74	20,07	21,12	21,18	
PFN*	-7.629	4.522	9.930	17.090	25.448	35.196	
Patrimonio netto*	10.458	24.196	29.063	34.481	41.079	48.375	
CIN	18.087	19.674	19.133	17.391	15.631	13.178	
NWC	3.317	3.463	1.950	1.491	738	621	
CAPEX	1.261	3.493	3.285	1.185	1.615	400	
ROI	13,77	21,16	41,75	50,47	67,53	88,00	
ROE	14,04	9,96	16,75	15,71	16,06	15,08	

Fonte: Novamarine S.p.A.; Stime: Banca Finnat, (*) nell'ipotesi di integrale esercizio della greenshoe

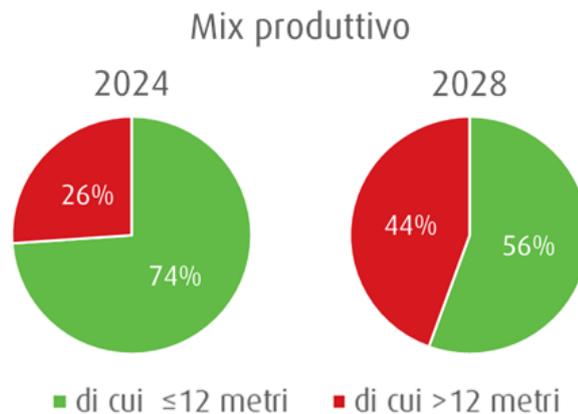
In merito al periodo previsionale 2024-2028, stimiamo una crescita media annua dei ricavi di vendita (CAGR 23-28) dell'11,6% da €24,2 milioni previsti a consuntivo 2024 fino a €43,0 milioni attesi a fine 2028. Si evidenzia come, in via prudenziale, le nostre stime dei ricavi non considerino i volumi di business aggiuntivi attesi dal segmento *professional* ad eccezione di una commessa già aggiudicata per n.14 HD120 da consegnare tra il 2024 e il 2025. Inoltre, i ricavi sono calcolati utilizzando il prezzo base di listino delle imbarcazioni, escludendo dal computo ogni elemento di eventuale personalizzazione ad elevata marginalità la cui quantificazione risulta di difficile stima. Pertanto, la crescita attesa dei ricavi nel periodo previsionale sarà trainata da:

- **Aumento delle unità vendute:** stimiamo un incremento da 30 unità vendute nel 2024, a 42 nel 2025, per raggiungere le 52 unità nel 2028. La media delle vendite annue per il periodo considerato è di 44, sostanzialmente in linea con quanto registrato nel biennio 2022-23. Le vendite dovrebbero beneficiare, altresì, dello sviluppo dei canali indiretti (*dealer*), in linea con la strategia di diversificazione geografica.



Stime: Banca Finnat

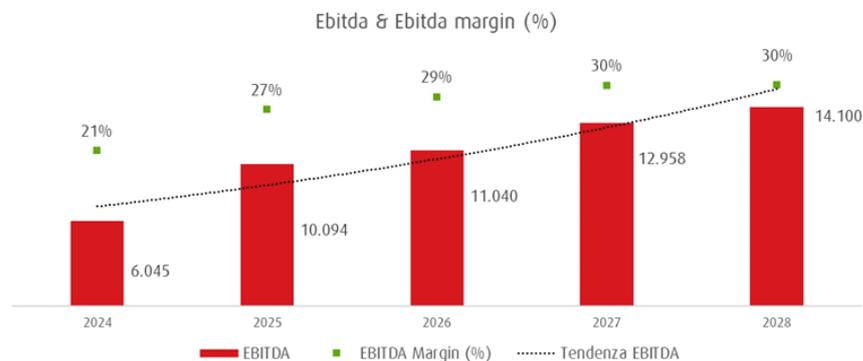
- **Diverso mix produttivo:** si prevede un maggior focus sulle imbarcazioni di maggiore metratura a più elevata marginalità. Stimiamo che le imbarcazioni superiori ai 12 metri possano rappresentare il 44% delle vendite nel 2028 dal 26% atteso a consuntivo 2024 (esclusi gli HD 120 relativi alla commessa militare di cui sopra, inclusi nei ricavi 2024-25).



Stime: Banca Finnat

Il valore della produzione lo stimiamo, dunque, pari a €28,2 milioni a fine 2024 per giungere a €46,3 milioni a fine periodo previsionale, per un CAGR 23-28 pari all' 11,2%.

Nonostante un significativo aumento atteso del costo del lavoro tra il 2023 e il 2024 (+41,4%), dovuto all'inserimento di nuovo personale, il margine operativo lordo (Ebitda) è destinato a beneficiare dell'incremento del fatturato atteso, dell'ottimizzazione dei costi operativi (OPEX/VdP in calo dal 78,6% nel 2024 al 69,5% nel 2028), nonché di un mix produttivo maggiormente incentrato su imbarcazioni di dimensioni più elevate a maggior marginalità unitaria (marginalità media: imbarcazioni ≤12 mt: 51%, imbarcazioni >12 mt: 58%). Stimiamo, quindi, un Ebitda in grado di attestarsi, a fine 2024, a €6,0 milioni (da €4,9 milioni al 31.12.23), per giungere a €14,1 milioni nel 2028 per un CAGR 23-28 del 23,6% ed una redditività (sul VdP) in crescita dal 21,4% atteso a fine 2024 (18,0% a consuntivo 2023) al 30,5% nel 2028.



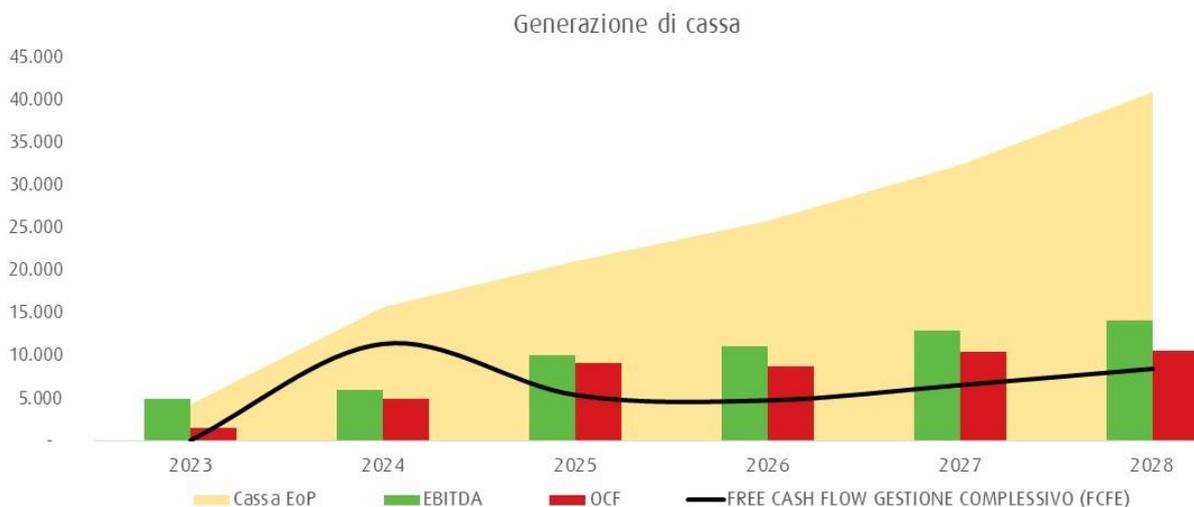
Stime: Banca Finnat

In termini di risultato operativo netto (Ebit), prevediamo che questo possa registrare una crescita media annua (CAGR 23-28) del 36,0%, passando da €2,5 milioni a consuntivo 2023, a €4,2 milioni a fine 2024, per giungere a €11,6 milioni a fine periodo previsionale, con un ROS previsto in crescita dal 9,2% di fine 2023 al 14,8% a fine 2024, al 25,1% a fine 2028.

Con un *tax rate* previsto al 33% nel 2024 e al 35% durante il restante arco di piano, l'utile netto lo stimiamo pari a €2,4 milioni a consuntivo 2024 (da €1,5 milioni al 31.12.23) e raggiungere €7,3 milioni nel 2028 per un CAGR 23-28 del 37,8% ed un *net margin* dal 5,4% al 31.12.23, all'8,5% previsto a consuntivo 2024, al 15,8 % atteso a fine 2028.

In merito alla posizione finanziaria netta, Novamarine dovrebbe registrare, nel 2024, una posizione di cassa pari a €4,5 milioni (da un *net debt* di €7,6 milioni al 31.12.2023), prevista in ulteriore miglioramento fino a €35,2 milioni a fine periodo previsionale.

Il patrimonio netto beneficia dell'aumento di capitale in sede di IPO per €9,0 milioni e lo stimiamo attestarsi a €24,2 milioni a fine 2024 (da €10,5 milioni al 31.12.23) e giungere a €48,4 milioni nel 2028.



Stime: Banca Finnat

Valuation

A fini valutativi abbiamo utilizzato le seguenti metodologie:

1. Discounted Cash Flow

Abbiamo proceduto con una previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2024/2028.

Il tasso di crescita perpetua è fissato allo 0,50% ed il WACC è stato determinato al 10,81% in funzione di un *Risk Free Rate* al 3,90%, un Coefficiente Beta unlevered pari a 0,71 (fonte: Damodaran; settore *Shipbuilding & Marine* globale, *sample* di 348 società) e un *Market Risk Premium* al 9,75%.

Otteniamo un *Enterprise Value* pari a €85,9 milioni ed un valore ad *equity* pari a €6,98 per azione tenuto conto di una raccolta netta di capitale in sede di IPO per €8.998.200*.

Cash Flow Model (k €)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	4.164	7.989	8.778	10.556	11.597
Tax rate	33%	35%	35%	35%	35%
Imposte	1.374	2.796	3.072	3.695	4.059
NOPAT	2.790	5.193	5.705	6.861	7.538
D&A	1.881	2.105	2.262	2.402	2.503
Capex	1.458	3.285	1.185	1.615	400
CNWC	146	-1.513	-460	-753	-117
FOCF	3.066	5.526	7.242	8.401	9.758

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,50
WACC (%)	10,81
Discounted Terminal Value	60.428
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	25.483
Enterprise Value	85.912
Net financial position as of 31/12/2023	-7.629
IPO proceeds*	8.998
Equity Value	87.281
Numeri di azioni (x)*	12.499.500
Value per share	6,98

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	3,90
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,71
Cost of Equity	10,81
WACC	10,81

Stime: Banca Finnat

* Nell'ipotesi di integrale esercizio della *greenshoe*

2. Multipli di mercato del settore

Abbiamo quindi eseguito una valutazione sulla base dei multipli prospettici medi di mercato P/E, EV/Ebitda e EV/Ebit relativi ai due principali *player*, maggiormente omogenei per marginalità, quotati sul mercato italiano (Euronext Milan) del settore nautico (Sanlorenzo e The Italian Sea Group).

Questi multipli li abbiamo, quindi, applicati ai corrispondenti valori di bilancio di Novamarine stimati per gli esercizi 2024 e 2025. Utilizzando tale metodologia otteniamo un Equity Value medio pari a €4,5 per azione.

Market multiples

Industry	2024E			2025E		
	P/E	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E	EV/Ebitda	EV/Ebit
Nautica	12,95	7,60	9,29	11,39	6,87	8,20

Fonte: Factset (19/06/2024)

Novamarine Multiples valuation	2024E			2025E			Media
	P/E*	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E	EV/Ebitda	EV/Ebit	
Equity Value per share (€)	2,70	4,04	3,46	4,44	6,34	6,03	4,50

Stime: Banca Finnat

Valuation Summary

Metodi di Valorizzazione	Equity value per share (€)
Discounted Cash Flow	6,98
Multipli di mercato	4,50
Media	5,74

Stime: Banca Finnat

Dall'utilizzo congiunto delle metodologie applicate otteniamo una valorizzazione media del capitale economico di Novamarine pari a **€5,74 per azione**.

La nostra **raccomandazione** è di acquisto.

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E*	27,58	14,74	13,25	10,88	9,84
P/CF	16,73	10,29	9,34	7,97	7,32
P/BV	2,97	2,47	2,08	1,75	1,48
EV/SALES	2,78	1,99	1,56	1,15	0,85
EV/EBITDA	11,12	6,13	4,95	3,57	2,59
EV/EBIT	16,15	7,74	6,23	4,39	3,15

Stime: Banca Finnat

* L'utile netto utilizzato nel P/E 2024 è stato calcolato escludendo dalla tassazione applicata una sopravvenienza passiva fiscale straordinaria pari a €192,5 migliaia.

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

BUY (comprare): se il target price è superiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

HOLD (mantenere): se il target price è compreso nel range +/- 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

SELL (vendere): se il target price è inferiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

NO RATING: mancanza di basi fondamentali sufficienti per giungere ad una raccomandazione e/o un target price

Banca Finnat Research Rating Distribution	30/06/2024			
	BUY	HOLD	SELL	N.R.
N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 29				
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	79%	4%	10%	7%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	100%	100%

INCOME STATEMENT (EUR K)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	27.185	28.206	37.212	38.274	42.607	46.260
Materie prime	9.066	9.142	11.640	11.829	13.142	14.424
Servizi	9.103	7.468	9.185	9.707	10.732	11.734
Godimento beni di terzi	898	945	908	756	659	640
Var.ne materie prime, sussidiarie e di consumo	329	31	279	-180	-341	-389
Valore Aggiunto	7.790	10.620	15.200	16.163	18.415	19.851
Costo del lavoro	2.813	3.976	4.491	4.493	4.811	5.089
Oneri diversi di gestione	89	600	615	630	646	662
EBITDA	4.888	6.045	10.094	11.040	12.958	14.100
D&A	2.398	1.881	2.105	2.262	2.402	2.503
EBIT	2.490	4.164	7.989	8.778	10.556	11.597
Proventi/(Oneri) finanziari	-553	-568	-500	-442	-405	-373
Utile Ante Imposte	1.937	3.596	7.489	8.335	10.151	11.224
Imposte	469	1.187	2.621	2.917	3.553	3.928
Tax-rate (%)	24,22	33,00	35,00	35,00	35,00	35,00
Risultato Netto	1.468	2.409	4.868	5.418	6.598	7.295
Minorities	-	-	-	-	-	-
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	1.468	2.409	4.868	5.418	6.598	7.295
Cash Flow	3.866	4.290	6.973	7.680	9.000	9.798
BALANCE SHEET (EUR k)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Totale Patrimonio Netto*	10.458	24.196	29.063	34.481	41.079	48.375
PFN*	-7.629	4.522	9.930	17.090	25.448	35.196
CIN	18.087	19.674	19.133	17.391	15.631	13.178
FINANCIAL RATIOS (%)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA margin	17,98	21,43	27,13	28,84	30,41	30,48
EBIT margin	9,16	14,76	21,47	22,93	24,78	25,07
Net margin	5,40	8,54	13,08	14,16	15,49	15,77
ROI	13,77	21,16	41,75	50,47	67,53	88,00
ROE	14,04	9,96	16,75	15,71	16,06	15,08
GROWTH (%)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	12,98	3,76	31,93	2,85	11,32	8,57
EBITDA	120,38	23,66	67,00	9,37	17,38	8,81
EBIT	130,32	67,19	91,87	9,87	20,26	9,86
Net Profit	110,86	64,13	102,04	11,31	21,78	10,57
Cash Flow	110,90	10,98	62,53	10,14	17,19	8,87
VALUATION METRICS	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EPS	n.a.	0,19	0,39	0,43	0,53	0,58
CFPS	n.a.	0,34	0,56	0,61	0,72	0,78
BVPS	n.a.	1,94	2,33	2,76	3,29	3,87
P/E**	n.a.	17,30	9,24	8,31	6,82	6,17
P/CF	n.a.	10,49	6,45	5,86	5,00	4,59
P/BV	n.a.	1,86	1,55	1,31	1,10	0,93
EV/SALES	n.a.	1,67	1,13	0,79	0,49	0,23
EV/EBITDA	n.a.	6,70	3,47	2,53	1,51	0,70
EV/EBIT	n.a.	9,72	4,39	3,18	1,85	0,85

Fonte: Novamarine S.p.A.; Stime: Banca Finnat; (*) nell'ipotesi di esercizio integrale della greenshoe; (**) l'utile netto utilizzato nel P/E 2024 è stato calcolato escludendo dalla tassazione applicata una sopravvenienza passiva fiscale straordinaria pari a €192,5 migliaia.

DISCLAIMER

Informazioni generali

La ricerca è stata preparata da **Michele Cursi**, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. ("Banca Finnat" o la "Banca"), autorizzata dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell'ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

Essa non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari sensi dell'articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

Fonti e modelli di valutazione

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell'emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat, tuttavia, non fornisce alcuna garanzia circa l'accuratezza o la completezza delle fonti informative utilizzate.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

Copertura e aggiornamento

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate flash company note) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e a qualsiasi evento (di carattere ordinario od eccezionale) inerente l'Emittente.

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)¹.

¹ Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che: (1) Banca Finnat svolge il ruolo di Euronext growth advisor nonché (2) intermediario incaricato della gestione del collocamento e (3) presta o ha prestato servizi di investimento in favore dell'emittente o di suoi soggetti controllanti o controllati negli ultimi 12 mesi.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente disclaimer.

Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di information barriers; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa sino a quando non sia stata resa pubblica, tranne in occasione di ammissione a quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (<https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Distribuzione

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. Essa non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella Regulation S dello United States Securities Act del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.

ESG-Report

*Nell'ambito dei servizi offerti agli Emittenti, Banca Finnat propone anche la redazione di un **Report ESG** finalizzato ad evidenziare caratteristiche e policy adottate dalle imprese che appaiono rilevanti in tema di sostenibilità.*

Alle società che si avvalgono del nostro Coverage, la redazione del Report ESG di Banca Finnat viene offerta ed il documento - che è di regola a sé stante - viene anche pubblicato all'interno delle ricerche del nostro Ufficio Studi, come in questo caso.

Tale prassi è in continuità con quella adottata sin dal 2019: è allora, infatti, che le ricerche di Banca Finnat includono una specifica sezione: prima "ESG Highlight" ed ora - appunto - "ESG-Report".

- La società si è resa disponibile ad una approfondita indagine da parte dei nostri analisti da cui sono emersi i presidi adottati dalla stessa negli ambiti *environmental, social e governance*.
- L'Emittente adotta, in parte, politiche, comportamenti e attività responsabili, sia al suo interno che all'esterno. Tuttavia, anche a causa delle necessità del settore in cui opera, tali azioni presentano ancora ampi margini di miglioramento.
- Recentemente Novamarine ha redatto un codice etico. È prevista, nei prossimi anni, l'adozione di quest'ultimo anche da parte della rete dei suoi fornitori.

INFORMAZIONI GENERALI

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese, ed in particolare quelle relative alle tematiche ESG (Environmental, Social e Governance), formano oggetto di crescente attenzione, anche da parte degli investitori nell'ambito dei loro processi di investimento o finanziamento.

Per le società di grandi dimensioni, sovente oggetto di valutazioni e/o certificazioni da parte di provider specializzati, tali informazioni sono sempre più accessibili. Lo stesso non avviene per le PMI le quali hanno oggettive difficoltà a far apprezzare le loro iniziative sulla sostenibilità.

Banca Finnat, da sempre focalizzata su quel segmento di imprese, si adopera per colmare, per quanto possibile, questo gap informativo e per rappresentare per gli Emittenti un concreto supporto alla individuazione e valorizzazione dei fattori ESG che ne caratterizzano l'organizzazione o il modello di business.

L'incontro ESG con gli analisti di Banca Finnat

Novamarine S.p.A. ha accolto la proposta di sottoporsi ad un incontro mirato con i nostri analisti ed alla somministrazione di un questionario appositamente predisposto, volti ad approfondire direttamente con il management caratteristiche e policy ESG adottate dalla impresa.

Banca Finnat, nell'ambito delle proprie attività di Corporate Broking e di Analyst Coverage, da tempo si adopera affinché emergano le politiche e le azioni sulle tematiche ESG che le Società dichiarano di aver adottato.

In questo contesto, ormai da diversi anni, nelle proprie ricerche ne dà conto e, a tal fine, gli analisti della Banca hanno elaborato un "questionario ESG" che guida poi il loro incontro di approfondimento con i manager delle aziende oggetto delle loro ricerche.

Peraltro, nell'ambito della collaborazione con l'Università della Tuscia, si è provveduto a rivisitare il questionario oggi composto da circa 60 domande ed a ispirare il processo di analisi delle risposte ai migliori standard che emergono dalle esperienze accademiche su queste materie.

In questa sezione sono sintetizzati quegli aspetti emersi dall'intervista che, a parere dei nostri analisti, sono maggiormente meritevoli di essere portati all'attenzione.

Essi sono aggregati in funzione della maggior rilevanza in termini Ambientali (E), Sociali (S) o di Governance (G).

Gli approfondimenti emersi con gli analisti di Banca Finnat

ESG

- L'Azienda ha installato un impianto fotovoltaico da 400 KW all'interno del proprio sito produttivo.
- La società ha promosso campagne di sensibilizzazione per i propri dipendenti per un utilizzo più responsabile dell'energia.
- Nello svolgimento delle proprie attività, Novamarine esegue la raccolta differenziata applicando le direttive nazionali e comunali per la differenziazione ed il recupero dei rifiuti non tossici.
- L'azienda non ha, per il momento, preso misure per la riduzione delle emissioni "greenhouse".
- Parte della lavorazione (cabina di verniciatura) produce emissioni tossiche. Circa il 35% degli scarti di produzione rientrano ancora nella categoria rifiuti tossici/speciali.
- L'emittente utilizza imballaggi riciclabili. Inoltre, lo smaltimento di materiali elettronici viene eseguito conferendo i rifiuti ai gestori autorizzati per il recupero e smaltimento.
- Novamarine ha cominciato l'iter per l'ottenimento di una certificazione ambientale, la ISO 14001.
- Novamarine dichiara di non effettuare attività extra-business a supporto dell'ambiente.
- La Società intende sviluppare un'imbarcazione elettrica, iniziativa che rappresenterebbe un significativo passo verso la sostenibilità ambientale e l'innovazione tecnologica.

ESG

- Su 83 dipendenti, 6 fanno parte delle categorie protette come definite dalla Legge 68/1999.
- I dipendenti sono sottoposti a visite mediche periodiche con cadenza annuale.
- Novamarine effettua politiche di formazione del personale limitandosi, però, a quelle relative agli obblighi di legge.
- Nell'ambito degli infortuni sul lavoro, Novamarine ha registrato nel 2023 un numero di 5 episodi a fronte di 4 nell'esercizio precedente.

- La Società ha istituito programmi di tirocinio volti a offrire opportunità di formazione a giovani aspiranti professionisti nei settori del design e della progettazione
- L'azienda non adotta metriche per tracciare la soddisfazione dei dipendenti. Tuttavia, ne salvaguarda le informazioni personali adottando il GDPR (EU 2016/679).
- L'azienda cura la qualità della propria organizzazione disponendo della certificazione ISO 9001.
- Novamarine partecipa ad attività di beneficenza. Attualmente sta promuovendo attività culturali in *partnership* con l'Università di Cagliari.
- L'azienda contribuisce allo sviluppo dell'area in cui opera attraverso il recupero e la bonifica di aree industriali abbandonate.

ESG

- Novamarine adotta un codice etico; per il futuro ha in programma di far uniformare i propri fornitori ad esso.
- Novamarine impiega solo 7 risorse di sesso femminile (su un organico di 83 dipendenti), nessuna di queste è tra le figure apicali dell'organico stesso.
- Nel 2024 il 75% dei neoassunti è *under 30*; inoltre, il 25% è di sesso femminile.
- Novamarine adotta un modello di governance *tradizionale*; la figura di amministratore delegato e presidente è ricoperta dallo stesso soggetto.
- Il CdA è composto da n.5 amministratori di cui uno indipendente e uno di sesso femminile.
- Il Collegio Sindacale è composto da n.5 sindaci di cui n.4 di sesso femminile.
- È in corso di adozione un modello organizzativo di gestione dei rischi ex d.Lgs n 231/2001 (responsabilità amministrativa).
- La sicurezza dei loro prodotti viene assicurata grazie all'adozione della certificazione RINA.

ESG DISCLAIMER

Per comprendere quali sono i conflitti di interesse derivanti da rapporti commerciali con la Società oggetto della presente ricerca si rimanda al disclaimer riportato a pagina 28.

Le informazioni riportate nella presente sezione ESG si basano su apposito database realizzato dall'Osservatorio "ESG PMI-quotate" e sulle risposte fornite dalla Società a fronte di apposito questionario alla medesima sottoposto dall'Ufficio Studi.

Quanto riportato nel citato database e quanto dichiarato dalla Società non sono oggetto di verifica autonoma da parte dell'Ufficio Studi circa la loro attendibilità. Responsabile di tali informazioni sono da ritenersi esclusivamente detto Osservatorio e la Società stessa.

Pertanto, nel considerare la valutazione effettuata dall'Ufficio Studi circa l'impegno della Società sulle tematiche ESG si raccomanda di tenere presenti tali circostanze.