

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM  
INTEGRÆ

# ILPRA

Euronext Growth Milan | Industrial Machinery | Italy

Produzione 03/04/2023, h. 18:30

Pubblicazione 04/04/2023, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 10,65**

prev. € 7,00



Risk

Medium

Upside potential

**117,3%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 4,90
Target price	€ 10,65
Upside/(Downside) potential	117,3%
Ticker	ILP IM
Market Cap (€/mln)	€ 58,99
EV (€/mln)	€ 55,51
Free Float	29,51%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 5,30
52-week low	€ 3,35
Average daily volumes (3 months)	46.100

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	48,7	56,0	62,0	68,0
VoP	56,8	58,3	64,5	70,7
EBITDA	11,2	13,0	14,5	16,1
EBIT	8,8	10,8	12,3	13,8
Net Income	6,5	7,6	8,7	9,9
EBITDA margin	23,0%	23,2%	23,4%	23,6%
EBIT margin	18,0%	19,2%	19,8%	20,3%
Net Income margin	13,3%	13,5%	14,0%	14,5%

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

Edoardo Luigi Pezzella | [edoardo.pezzella@integraesim.it](mailto:edoardo.pezzella@integraesim.it)

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	8,65%	6,52%	36,49%	25,00%
to FTSE Italia Growth	9,10%	6,24%	30,44%	35,46%
to Euronext STAR Milan	11,43%	1,81%	18,90%	35,52%
to FTSE All-Share	10,98%	-4,42%	7,64%	17,98%
to EUROSTOXX	8,27%	-4,52%	7,50%	15,89%
to MSCI World Index	7,43%	-0,80%	21,61%	34,41%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	4,9 x	4,3 x	3,8 x	3,5 x
EV/EBIT	6,3 x	5,2 x	4,5 x	4,0 x
P/E	9,1 x	7,8 x	6,8 x	6,0 x

## FY22A Results

I Ricavi del FY22A si attestano a € 48,70 mln, in crescita del 15,3% rispetto a € 42,25 mln del FY21A, e superiori del 7,0% rispetto ai valori stimati nel nostro precedente report, pari a € 45,50 mln. Anche il Valore della Produzione, dopo Altri Ricavi per € 8,13 mln, registra un aumento del 29,1%, passando da € 44,02 mln del FY21A a € 56,84 mln del FY22A. L'EBITDA è pari a € 11,23 mln e in crescita del 24,6% rispetto a € 9,01 mln nel FY21A, con EBITDA *Margin* pari al 23,0% in miglioramento di 1,7 punti percentuali rispetto al margine del 21,3% del precedente esercizio. Net Income complessivo del Gruppo si attesta a € 6,47 mln rispetto a € 5,27 mln registrato nel FY21A, per una crescita del 22,8%.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY23E pari a € 58,25 mln ed un EBITDA pari a € 13,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 23,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 70,65 mln (CAGR 22A-25E: 7,5%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 16,05 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,6%), in crescita rispetto a € 11,23 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 23,0%).

## Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di ILPRA sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 128,4 mln. L'equity value di ILPRA utilizzando i market multiples risulta essere pari € 127,9 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 128,2 mln. Il target price è di € 10,65, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	42,25	48,70	56,00	62,00	68,00
Other Revenues	1,77	8,13	2,25	2,50	2,65
<b>Value of Production</b>	<b>44,02</b>	<b>56,84</b>	<b>58,25</b>	<b>64,50</b>	<b>70,65</b>
COGS	15,70	21,85	22,15	24,55	26,80
Services	6,35	8,91	8,00	8,85	9,70
Use of asset owned by others	1,54	1,83	1,70	1,80	1,95
Employees	10,81	12,67	13,00	14,35	15,65
Other expenses	0,62	0,35	0,40	0,45	0,50
<b>EBITDA</b>	<b>9,01</b>	<b>11,23</b>	<b>13,00</b>	<b>14,50</b>	<b>16,05</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>21,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,2%</i>	<i>23,4%</i>	<i>23,6%</i>
D&A	2,00	2,44	2,25	2,25	2,25
<b>EBIT</b>	<b>7,01</b>	<b>8,79</b>	<b>10,75</b>	<b>12,25</b>	<b>13,80</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>16,6%</i>	<i>18,0%</i>	<i>19,2%</i>	<i>19,8%</i>	<i>20,3%</i>
Financial Management	(0,22)	(0,49)	(0,30)	(0,25)	(0,25)
<b>EBT</b>	<b>6,79</b>	<b>8,30</b>	<b>10,45</b>	<b>12,00</b>	<b>13,55</b>
Taxes	1,52	1,83	2,90	3,30	3,70
<b>Consolidated Net Income</b>	<b>5,27</b>	<b>6,47</b>	<b>7,55</b>	<b>8,70</b>	<b>9,85</b>
Minorities	0,81	1,27	1,51	1,74	1,97
%	20%	20%	20%	20%	20%
Group Net Income	4,46	5,21	6,04	6,96	7,88
%	85%	80%	80%	80%	80%

BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Fixed Asset</b>	<b>11,22</b>	<b>12,84</b>	<b>11,10</b>	<b>9,50</b>	<b>8,00</b>
Account Receivable	10,69	16,23	17,10	16,80	16,20
Inventories	12,58	19,94	19,50	21,00	21,50
Account Payable	9,17	16,40	16,90	18,80	20,80
<b>Operating Working Capital</b>	<b>14,10</b>	<b>19,76</b>	<b>19,70</b>	<b>19,00</b>	<b>16,90</b>
Other Receivable	6,06	7,85	8,50	9,20	9,60
Other Payable	6,84	10,60	9,50	9,70	10,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>13,32</b>	<b>17,01</b>	<b>18,70</b>	<b>18,50</b>	<b>16,50</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	3,06	3,50	3,80	4,10	4,40
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>21,48</b>	<b>26,35</b>	<b>26,00</b>	<b>23,90</b>	<b>20,10</b>
Share Capital	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	17,19	20,95	25,98	31,84	38,60
Net Income	5,27	6,47	7,55	8,70	9,85
<b>Equity</b>	<b>24,87</b>	<b>29,83</b>	<b>35,93</b>	<b>42,95</b>	<b>50,86</b>
Cash & Cash Equivalent	16,10	17,66	22,88	30,45	40,46
Short Term Debt	5,43	7,53	6,90	6,10	5,10
M/L Term Debt	7,28	6,65	6,05	5,30	4,60
<b>Net Financial Position</b>	<b>(3,39)</b>	<b>(3,48)</b>	<b>(9,93)</b>	<b>(19,05)</b>	<b>(30,76)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>21,48</b>	<b>26,35</b>	<b>26,00</b>	<b>23,90</b>	<b>20,10</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	8,79	10,75	12,25	13,80
Taxes	1,83	2,90	3,30	3,70
<b>NOPAT</b>	<b>6,96</b>	<b>7,85</b>	<b>8,95</b>	<b>10,10</b>
D&A	2,44	2,25	2,25	2,25
Change in Account Receivable	(5,54)	(0,88)	0,30	0,60
Change in Inventories	(7,36)	0,44	(1,50)	(0,50)
Change in Account Payable	7,24	0,50	1,90	2,00
Other Changes	1,97	(1,75)	(0,50)	(0,10)
Change in NWC	(3,69)	(1,69)	0,20	2,00
Change in Provision	0,44	0,30	0,30	0,30
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>6,15</b>	<b>8,71</b>	<b>11,70</b>	<b>14,65</b>
Capex	(4,06)	(0,51)	(0,65)	(0,75)
<b>FREE CASH FLOW TO FIRM</b>	<b>2,09</b>	<b>8,20</b>	<b>11,05</b>	<b>13,90</b>
Financial Management	(0,49)	(0,30)	(0,25)	(0,25)
Change in Payable to Bank	1,47	(1,23)	(1,55)	(1,70)
Change in Equity	(1,52)	(1,45)	(1,68)	(1,94)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>1,55</b>	<b>5,23</b>	<b>7,57</b>	<b>10,01</b>

Source: ILPRA and Integrae SIM estimates

## Company Overview

Il Gruppo ILPRA è tra i leader mondiali nella produzione e vendita di macchinari per il confezionamento di prodotti alimentari, non alimentari e medicali. Nata nel 1955, ILPRA rappresenta oggi uno dei principali player del mercato di riferimento grazie all'ampia gamma di macchine (termosaldatrici, riempitrici, termoformatrici) e soluzioni tecnologiche studiate per rispondere alle esigenze della propria clientela.

Nel corso degli anni il Gruppo si è distinto per i continui investimenti in Ricerca & Sviluppo, che hanno consentito di sviluppare internamente tecnologie e tecniche di confezionamento tali da renderlo una delle realtà più all'avanguardia nel settore. Il Gruppo ILPRA opera sia in Italia che all'estero tramite una capillare ed efficiente rete di venditori presente in 6 differenti Paesi, che consente il presidio in modo diretto di tutti i mercati del mondo ed in particolare: Italia, UK, Hong Kong, Emirati Arabi Uniti, India e Russia. Si evidenzia, infine, che dal 6 luglio 2018 ILPRA ha la qualifica di "PMI innovativa".

## FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

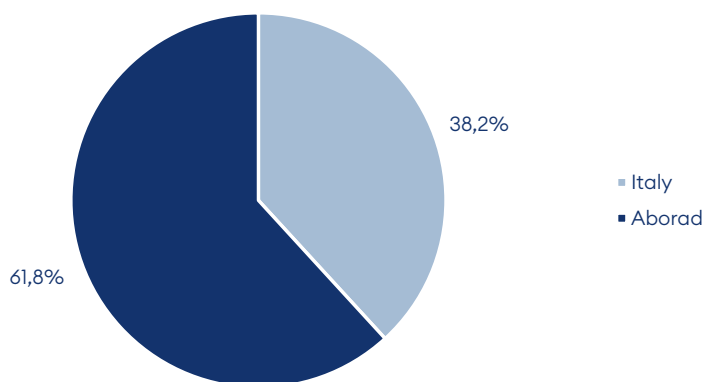
€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	48,70	11,23	23,0%	8,79	6,47	(3,48)
FY22E	45,50	9,95	21,9%	7,85	5,57	0,10
Change	7,0%	12,8%	1,2%	11,9%	16,2%	N/A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Maurizio Bertocco, Presidente e Amministratore Delegato di ILPRA, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Chiudiamo un altro anno record per il nostro Gruppo, che performa a doppia cifra sia sul mercato italiano che internazionale. Il maggior peso dei ricavi esteri, che si attestano al 62% del totale e l’efficientamento dell’attività produttiva consentono una crescita a livello di EBITDA che si attesta a Euro 11,2 milioni, con un indebitamento finanziario netto cash positive di Euro 3,5 milioni: numeri che consentono di confermare per il terzo anno consecutivo la distribuzione di dividendi. La significativa liquidità disponibile (Euro 17,3 milioni), le prospettive incoraggianti per il nostro settore secondo le stime UCIMA, le azioni poste in essere per rendere la società autonoma dal punto di vista energetico (tramite l’installazione di pannelli solari e la trasformazione del parco auto in auto ibride a basso consumo di carburante) e gli accordi commerciali chiusi per garantire l’approvvigionamento di materie prime e di materiale elettronico, ci consentono di guardare con fiducia a una positiva performance per il 2023”.*

I Ricavi del FY22A si attestano a € 48,70 mln, in crescita del 15,3% rispetto a € 42,25 mln del FY21A, e superiori del 7,0% rispetto ai valori stimati nel nostro precedente report, pari a € 45,50 mln. Anche il Valore della Produzione, dopo Altri Ricavi per € 8,13 mln, registra un aumento del 29,1%, passando da € 44,02 mln del FY21A a € 56,84 mln del FY22A.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY REGION FY22A

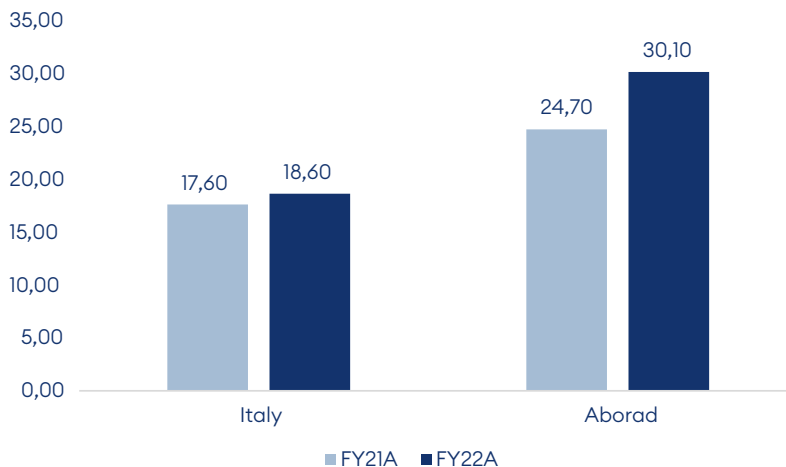


Source: ILPRA

Il grafico mostra la scomposizione dei ricavi per zona geografica: il 38,2% (42,0% nel FY21A) del fatturato totale è stato generato in Italia: € 18,60 mln il risultato nel FY22A, rispetto a € 17,60 mln dell'esercizio precedente. La maggior parte, invece, pari al 61,8% (58,0% nel FY21A), è realizzata all'Estero, con € 30,10 mln rispetto a € 24,70 mln del FY21A.

La crescita del mercato italiano è principalmente riconducibile alle politiche di incentivi fiscali relativi al Bonus Sud ed all'*Industry 4.0* (incentivi mantenuti anche per il triennio 2023-2025 con una percentuale ridotta al 20,0%), mentre l'attività nei mercati esteri è stata favorita dalla strategia di internazionalizzazione perseguita dal Gruppo.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY REGION FY21A VS FY22A



Source: ILPRA

L'EBITDA è pari a € 11,23 mln e in crescita del 24,6% rispetto a € 9,01 mln nel FY21A, con EBITDA *Margin* pari al 23,0% in miglioramento di 1,7 punti percentuali rispetto al margine del 21,3% del precedente esercizio. Il miglioramento della marginalità, secondo quanto riferito dal Gruppo, è riconducibile ad un maggiore efficientamento dell'attività produttiva e all'incremento delle vendite all'estero, dove la marginalità è maggiore.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,44 mln, è pari a € 8,79 mln, in aumento del 25,4% rispetto al risultato del FY21A (€ 7,01 mln). L'EBIT *Margin* del FY22A risulta pari al 18,0%, in crescita di 1,4 punti percentuali rispetto al valore del FY21A (16,6%).

Il Net Income complessivo del Gruppo si attesta a € 6,47 mln rispetto a € 5,27 mln registrato nel FY21A, per una crescita del 22,8%.

Dal punto di vista patrimoniale, la NFP risulta *cash positive* e pari a € 3,48 mln, in miglioramento rispetto al valore *cash positive* di € 3,39 mln al FY21A. Miglioramento avvenuto nonostante gli investimenti effettuati dal Gruppo, che comprendono oltre all'acquisizione di MACS Srl, l'ampliamento della struttura commerciale in UK, investimenti nella struttura produttiva della Capogruppo ed il potenziamento del magazzino.

## FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Revenues</b>			
New	56,00	62,00	68,00
Old	49,00	52,00	N/A
Change	14,3%	19,2%	N/A
<b>EBITDA</b>			
New	13,00	14,50	16,05
Old	11,00	11,80	N/A
Change	18,2%	22,9%	N/A
<b>EBITDA %</b>			
New	23,2%	23,4%	23,6%
Old	22,4%	22,7%	N/A
Change	0,8%	0,7%	N/A
<b>EBIT</b>			
New	10,75	12,25	13,80
Old	8,75	9,40	N/A
Change	22,9%	30,3%	N/A
<b>Net Income</b>			
New	7,55	8,70	9,85
Old	6,30	6,75	N/A
Change	19,8%	28,9%	N/A
<b>NFP</b>			
New	(9,93)	(19,05)	(30,76)
Old	(3,41)	(7,58)	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

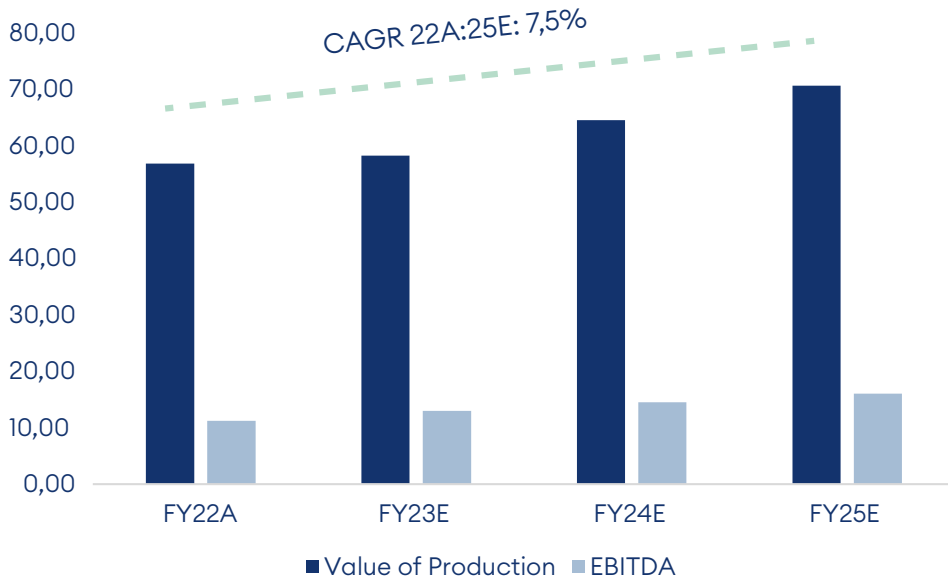
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY23E pari a € 58,25 mln ed un EBITDA pari a € 13,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 23,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 70,65 mln (CAGR 22A-25E: 7,5%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 16,05 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,6%), in crescita rispetto a € 11,23 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 23,0%).

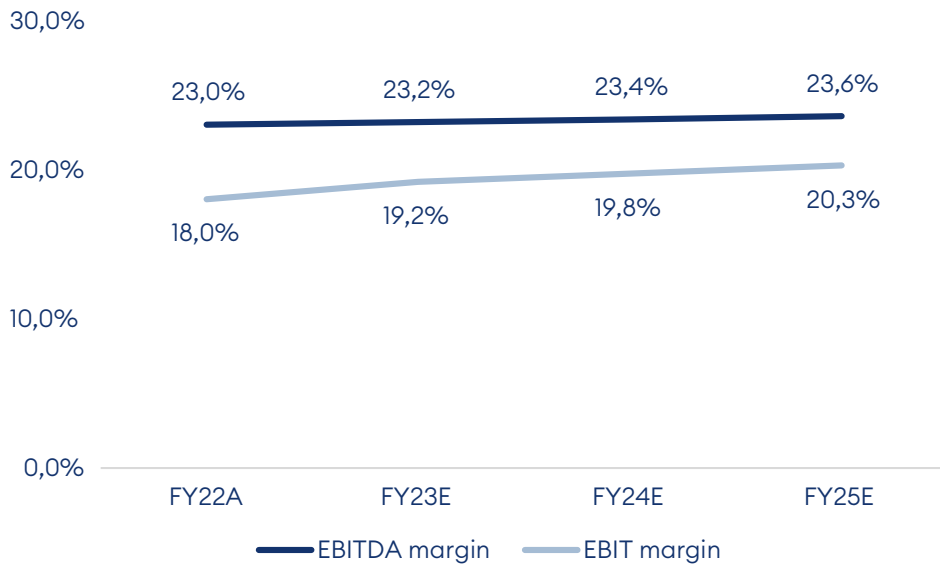
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione della distribuzione di dividendi, proposta dal Consiglio di Amministrazione, per un valore pari a circa € 1,44 mln (*payout ratio* pari al 32,0% del Net Income della Capogruppo). Crediamo che le stesse politiche di dividendo potranno essere perseguite dal Gruppo anche nel corso dei successivi anni di piano considerando un *payout ratio* costante e coincidente con quello annunciato.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-25E



Source: Integrae SIM

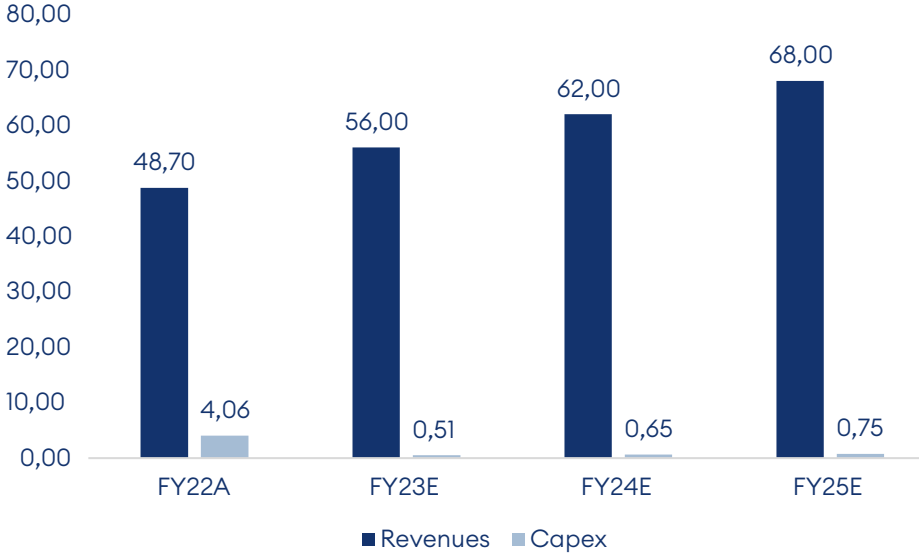
CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



Source: Integrae SIM

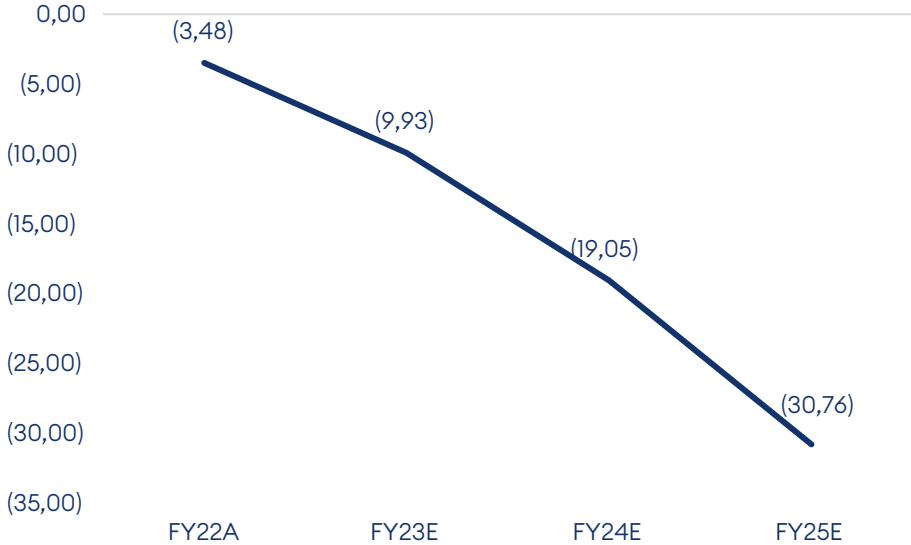


CHART 5 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

# Valuation

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

## DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			10,50%
D/E 42,86%	Risk Free Rate 3,51%	$\beta$ Adjusted 1,01	$\alpha$ (specific risk) 2,50%
$K_d$ 2,00%	Market Premium 9,73%	$\beta$ Relevered 1,32	$K_e$ 15,80%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 10,50%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	26,9	22%
TV actualized DCF	98,0	78%
<b>Enterprise Value</b>	<b>125,0</b>	<b>100%</b>
NFP (FY22A)	(3,5)	
<b>Equity Value</b>	<b>128,4</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 128,4 mln.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
	2,5%	173,4	162,6	153,2	144,8	137,3	130,5	124,4
	2,0%	164,5	154,9	146,4	138,8	131,9	125,7	120,1
	1,5%	156,6	148,0	140,3	133,3	127,1	121,4	116,1
	1,0%	149,6	141,8	134,8	128,4	122,7	117,4	112,5
	0,5%	143,4	136,3	129,8	124,0	118,6	113,7	109,2
	0,0%	137,8	131,3	125,3	119,9	114,9	110,4	106,2
	-0,5%	132,7	126,7	121,2	116,2	111,6	107,3	103,4

Source: Integrae SIM

## Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di ILPRA, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il panel è composto da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Krones AG	6,0 x	5,3 x	4,7 x	8,9 x	7,5 x	6,1 x	13,2 x	11,1 x	8,9 x
GEA Group Aktiengesellschaft	12,2 x	11,9 x	11,1 x	16,7 x	15,9 x	14,5 x	15,8 x	15,1 x	14,2 x
Alfa Laval AB	12,1 x	11,3 x	10,6 x	15,3 x	13,8 x	13,0 x	20,2 x	18,0 x	16,6 x
John Bean Technologies Corp.	12,2 x	10,9 x	9,1 x	17,5 x	15,4 x	12,4 x	19,9 x	16,9 x	13,8 x
<b>Peer median</b>	<b>12,2 x</b>	<b>11,1 x</b>	<b>9,9 x</b>	<b>16,0 x</b>	<b>14,6 x</b>	<b>12,7 x</b>	<b>17,8 x</b>	<b>16,0 x</b>	<b>14,0 x</b>

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	158,0	160,4	158,2
EV/EBIT	172,1	179,3	175,2
P/E	134,5	139,4	138,2
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	167,9	179,5	188,9
EV/EBIT	182,0	198,3	205,9
P/E	134,5	139,4	138,2
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	126,0	134,6	141,7
EV/EBIT	136,5	148,7	154,5
P/E	100,9	104,5	103,6
<b>Average</b>	<b>121,1</b>	<b>129,3</b>	<b>133,3</b>

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di ILPRA, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a circa € 170,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 127,9 mln.**

## Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	128,2
Equity Value DCF (€/mln)	128,4
Equity Value multiples (€/mln)	127,9
<b>Target Price (€)</b>	<b>10,65</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 128,2 mln. **Il target price è quindi di € 10,65 (prev. € 7,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	11,1 x	9,6 x	8,6 x	7,8 x
EV/EBIT	14,2 x	11,6 x	10,2 x	9,0 x
P/E	19,8 x	17,0 x	14,7 x	13,0 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	4,9 x	4,3 x	3,8 x	3,5 x
EV/EBIT	6,3 x	5,2 x	4,5 x	4,0 x
P/E	9,1 x	7,8 x	6,8 x	6,0 x

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 Rivello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa 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
04/04/2022	4,28	Buy	7,50	Medium	Update
29/09/2022	3,70	Buy	7,00	Medium	Update
30/11/2022	4,75	Buy	7,00	Medium	Breaking News

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. 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 >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

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

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

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

### Conflict of interest

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

- 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 ILPRA SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of ILPRA SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.