

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

ILPRA

Euronext Growth Milan | Industrial Machinery | Italy

Produzione 12/06/2023, h. 18:30

Pubblicazione 13/06/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 11,10

prev. € 10,65

Risk

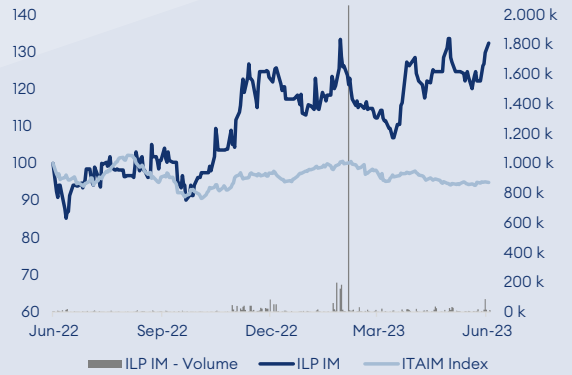


Medium

Upside potential

113,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 5,20
Target price	€ 11,10
Upside/(Downside) potential	113,5%
Ticker	ILP IM
Market Cap (€/mln)	€ 62,60
EV (€/mln)	€ 59,12
Free Float	29,51%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 5,45
52-week low	€ 3,35
Average daily volumes (3 months)	9.700

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	48,7	62,0	72,0	79,0
VoP	56,8	64,3	74,5	81,7
EBITDA	11,2	14,5	17,0	18,8
EBIT	8,8	11,5	14,0	15,8
Net Income	6,5	7,9	9,7	11,1
EBITDA margin	23,0%	23,3%	23,5%	23,7%
EBIT margin	18,0%	18,5%	19,4%	19,9%
Net Income margin	13,3%	12,7%	13,5%	14,0%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	4,00%	15,81%	8,56%	43,25%
to FTSE Italia Growth	3,68%	16,97%	11,05%	45,59%
to Euronext STAR Milan	2,38%	14,41%	4,73%	35,27%
to FTSE All-Share	3,75%	11,45%	-3,68%	19,95%
to EUROSTOXX	4,03%	10,44%	-1,50%	20,01%
to MSCI World Index	1,28%	6,66%	1,03%	29,87%

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

Operation Highlights

La Società nel comunicato stampa del 8 giugno 2023 ha annunciato di aver perfezionato l'acquisizione del 70,0% del capitale sociale di PENTAVAC . L'operazione, realizzata esclusivamente attraverso le risorse proprie di ILPRA, prevede l'acquisto del 70,0% del capitale sociale per un corrispettivo pari ad € 5,67 mln. Nel comunicato stampa del 18 maggio 2023, inoltre, la Società ha annunciato anche di aver acquistato una quota pari al 68,0% del capitale sociale di IDM Automation Srl (IDM Automation). L'operazione, realizzata esclusivamente attraverso le risorse proprie di ILPRA, prevede l'acquisto del 68,0% del capitale sociale di IDM Automation per un corrispettivo pari ad € 1,52 mln.

Estimates Update

Alla luce delle recenti operazioni, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY23E pari a € 64,25 mln ed un EBITDA pari a € 14,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 23,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 81,65 mln (CAGR 22A-25E: 12,8%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 18,75 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,7%), 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 € 134,4 mln. L'equity value di ILPRA utilizzando i market multiples risulta essere pari € 132,8 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 133,6 mln. Il target price è di € 11,10, 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	62,00	72,00	79,00
Other Revenues	1,77	8,13	2,25	2,50	2,65
Value of Production	44,02	56,84	64,25	74,50	81,65
COGS	15,70	21,85	24,70	29,20	31,90
Services	6,35	8,91	9,00	10,00	11,20
Use of asset owned by others	1,54	1,83	2,00	2,10	2,20
Employees	10,81	12,67	13,60	15,70	17,00
Other expenses	0,62	0,35	0,50	0,55	0,60
EBITDA	9,01	11,23	14,45	16,95	18,75
<i>EBITDA Margin</i>	<i>21,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,3%</i>	<i>23,5%</i>	<i>23,7%</i>
D&A	2,00	2,44	3,00	3,00	3,00
EBIT	7,01	8,79	11,45	13,95	15,75
<i>EBIT Margin</i>	<i>16,6%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,5%</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,9%</i>
Financial Management	(0,22)	(0,49)	(0,60)	(0,50)	(0,50)
EBT	6,79	8,30	10,85	13,45	15,25
Taxes	1,52	1,83	3,00	3,75	4,20
Consolidated Net Income	5,27	6,47	7,85	9,70	11,05
Minorities	0,81	1,27	1,57	1,94	2,21
%	15%	20%	20%	20%	20%
Group Net Income	4,46	5,21	6,28	7,76	8,84
%	85%	80%	80%	80%	80%

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	11,22	12,84	15,00	12,65	10,40
Account Receivable	10,69	16,23	19,00	19,50	20,00
Inventories	12,58	19,94	21,50	25,00	25,40
Account Payable	9,17	16,40	18,50	18,80	20,80
Operating Working Capital	14,10	19,76	22,00	25,70	24,60
Other Receivable	6,06	7,85	9,50	9,90	10,20
Other Payable	6,84	10,60	10,50	10,80	11,20
Net Working Capital	13,32	17,01	21,00	24,80	23,60
Severance Indemnities & Other Provisions	3,06	3,50	4,10	4,40	4,70
NET INVESTED CAPITAL	21,48	26,35	31,90	33,05	29,30
Share Capital	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	17,19	20,95	25,98	32,08	39,61
Net Income	5,27	6,47	7,85	9,70	11,05
Equity	24,87	29,83	36,24	44,18	53,07
Cash & Cash Equivalent	16,10	17,66	18,24	23,53	34,47
Short Term Debt	5,43	7,53	6,90	6,10	5,10
M/L Term Debt	7,28	6,65	7,00	6,30	5,60
Net Financial Position	(3,39)	(3,48)	(4,34)	(11,13)	(23,77)
SOURCES	21,48	26,35	31,90	33,05	29,30

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	8,79	11,45	13,95	15,75
Taxes	1,83	3,00	3,75	4,20
NOPAT	6,96	8,45	10,20	11,55
D&A	2,44	3,00	3,00	3,00
Change in Account Receivable	(5,54)	(2,78)	(0,50)	(0,50)
Change in Inventories	(7,36)	(1,56)	(3,50)	(0,40)
Change in Account Payable	7,24	2,10	0,30	2,00
Other Changes	1,97	(1,75)	(0,10)	0,10
Change in NWC	(3,69)	(3,99)	(3,80)	1,20
Change in Provision	0,44	0,60	0,30	0,30
OPERATING CASH FLOW	6,15	8,06	9,70	16,05
Capex	(4,06)	(5,16)	(0,65)	(0,75)
FREE CASH FLOW TO FIRM	2,09	2,90	9,05	15,30
Financial Management	(0,49)	(0,60)	(0,50)	(0,50)
Change in Payable to Bank	1,47	(0,28)	(1,50)	(1,70)
Change in Equity	(1,52)	(1,44)	(1,75)	(2,16)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,55	0,58	5,30	10,94

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".

Operation Highlights

Nel comunicato stampa del 4 maggio 2023, la Società ha annunciato la sottoscrizione di un accordo preliminare vincolante per l'acquisizione del 70,0% del capitale sociale di PENTAVAC Srl ("PENTAVAC"). Facendo seguito a quanto comunicato il 4 maggio 2023, la Società nel comunicato stampa del 8 giugno 2023 comunica di aver perfezionato l'acquisizione del 70,0% del capitale sociale di PENTAVAC.

PENTAVAC è un'azienda italiana consolidata nel settore del packaging, con sede a Cozzano Cizzago (BS). Fondata nel 1997, l'azienda si occupa della progettazione e costruzione di linee di confezionamento verticali automatiche. La gamma di prodotti PENTAVAC comprende una vasta selezione di confezionatrici automatiche verticali ("vffs") insieme a sistemi di dosaggio, pesatura, conteggio e trasporto del prodotto. Grazie ai molteplici accessori disponibili, le confezionatrici PENTAVAC possono produrre buste di diverse forme e dimensioni, personalizzate in base alle esigenze tecniche ed estetiche del cliente. Grazie alla presenza di una rete commerciale ed assistenza altamente qualificata, PENTAVAC è presente in oltre 50 paesi. La società oggetto dell'acquisizione ha un capitale sociale di € 100.000, ed è detenuta con quote paritetiche da Sergio Gozzini e Luca Scalvini.

Sulla base di quanto comunicato, PENTAVAC nel 2022 ha registrato un fatturato pari a circa € 4,90 mln, un EBITDA pari € 1,20 mln (EBITDA *Margin* del 24,2%), un EBIT pari € 1,10 mln (EBIT *Margin* del 22,4%) e una NFP *cash positive* pari a € 1,40 mln.

L'operazione, realizzata esclusivamente attraverso le risorse proprie di ILPRA, prevede l'acquisto del 70,0% del capitale sociale per un corrispettivo pari ad € 5,67 mln.

In aggiunta, l'operazione prevede le modalità di seguito descritte:

- Opzione di acquisto del restante 30,0% delle quote in favore di ILPRA, che potrà essere esercitata anche separatamente con il singolo venditore entro la data di presentazione del bilancio al 31 dicembre 2026, e in ogni caso non oltre il 30 giugno 2027, ad un prezzo determinato sulla base di un multiplo dell'EBITDA della società target al 31 dicembre 2026, al netto della NFP;
- Opzione di vendita a favore dei soci di minoranza per le quote che non siano già state acquistate con l'opzione di acquisto riservata a ILPRA, da esercitarsi entro la data di presentazione del bilancio al 31 dicembre 2030 (ma non oltre il 30 giugno 2031), ad un prezzo calcolato secondo le modalità indicate nel punto precedente.

Si evidenzia che l'assemblea totalitaria degli azionisti di PENTAVAC, preso atto delle dimissioni del proprio consiglio di amministrazione, ha affidato la carica di Presidente al Sig. Maurizio Bertocco e confermato la carica di amministratore delegato ad entrambi i soci cedenti di PENTAVAC, i quali manterranno una partecipazione complessiva del 30,0%.

Tramite comunicato stampa, Maurizio Bertocco, Presidente e Amministratore Delegato di

ILPRA, ha commentato: *“L’acquisizione di PENTAVAC è un ulteriore tassello nella strategia di crescita che stiamo attuando sia in modo organico sia attraverso acquisizioni di aziende della filiera particolarmente integrabili nel nostro ciclo produttivo e distributivo. Siamo particolarmente soddisfatti di aver chiuso un’operazione che ci consolida ulteriormente quale azienda leader nel settore del packaging in Italia e all’estero.”*

Nel comunicato stampa del 18 maggio 2023, inoltre, la Società ha annunciato anche di aver acquistato una quota pari al 68,0% del capitale sociale di IDM Automation Srl (IDM Automation).

IDM Automation, con sede a Vigevano, è un’azienda specializzata nella progettazione e realizzazione di macchine, impianti e linee automatiche per il riempimento, l’assemblaggio e il confezionamento nel settore cosmetico, farmaceutico e alimentare. Fondata nel 2009 come risultato della collaborazione tra aziende produttrici di cosmetici ed esperti di automazione, l’azienda si è posta l’obiettivo di soddisfare le specifiche esigenze degli utilizzatori attraverso l’applicazione di soluzioni tecnologiche all’avanguardia. Il risultato è stato lo sviluppo e la produzione di impianti funzionali che tengono conto sia della produttività e della qualità del prodotto finale, sia della facilità d’uso da parte degli operatori. Si evidenzia che nel 2021, IDM Automation ha partecipato alla costituzione di Quantix Digital, azienda specializzata nella stampa digitale su formati tondi. Questo ha rappresentato un ampliamento delle capacità dell’azienda nel campo della stampa, consentendo di offrire soluzioni innovative ai clienti.

Un tratto distintivo di IDM Automation è la sua attenzione alle scelte responsabili che contribuiscono a promuovere un’industria 4.0 sempre più sostenibile e rispettosa dell’ambiente. Grazie a queste scelte consapevoli, IDM Automation si posiziona come un’azienda all’avanguardia nel settore, offrendo soluzioni tecnologicamente avanzate, funzionali ed ecologicamente sostenibili per le esigenze di riempimento, assemblaggio e confezionamento dei settori cosmetico, farmaceutico e alimentare.

Sulla base di quanto comunicato, IDM Automation ha chiuso il Bilancio d’Esercizio 2022 con un fatturato pari a circa € 3,57 mln, un EBITDA pari € 0,24 mln (EBITDA *Margin* del 6,7%), un Net Income pari a € 0,12 mln e una NFP *cash positive* pari a € 0,16 mln. Si denota che IDM Automation ha un capitale sociale di € 30.000 ed è detenuta da Domenico Cicchetti (24,50%), Marco Cicchetti (24,50%), Gianpietro Migliorini (24,50%), Ivan Riboni (24,50%) e Matteo Massara (2,00%).

L’operazione, realizzata esclusivamente attraverso le risorse proprie di ILPRA, prevede l’acquisto integrale delle quote di Domenico Cicchetti e Gianpietro Migliorini e una quota del 19,0% di Marco Cicchetti, per un totale pari al 68,0% del capitale sociale di IDM Automation per un corrispettivo pari ad € 1,52 mln.

In aggiunta, l’accordo prevede le modalità di seguito descritte:

- Il socio Ivan Riboni acquisisca immediatamente la quota residua del 5,50%

detenuta dal socio Marco Cicchetti. L'importo concordato per questa transazione ammonta a € 122.941, consentendo in questo modo a Ivan Riboni di possedere il 30,0% del capitale sociale di IDM Automation Srl.

- Stipulato un accordo parasociale tra ILPRA SpA, Ivan Riboni e Matteo Massara al fine di disciplinare la governance della società. Il nuovo Consiglio di Amministrazione di IDM Automation sarà composto da cinque membri. Nello specifico, Ivan Riboni ricoprirà il ruolo di Presidente, mentre Maurizio Bertocco sarà il Vice Presidente. Matteo Massara e altri due amministratori saranno nominati da ILPRA SpA.

Tramite comunicato stampa, Maurizio Bertocco, Presidente e Amministratore Delegato di ILPRA, ha commentato: *“Il nostro Gruppo continua a distinguersi per la capacità di aggregare realtà industriali italiane che rappresentano storie di eccellenza nelle loro nicchie di mercato e sanno coniugare la capacità progettuale e la tecnologia d'avanguardia con l'attenzione al cliente attraverso un servizio altamente professionale, flessibile e rapido nella risposta.”*

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues			
New	62,00	72,00	79,00
Old	56,00	62,00	68,00
<i>Change</i>	<i>10,7%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,2%</i>
EBITDA			
New	14,45	16,95	18,75
Old	13,00	14,50	16,05
<i>Change</i>	<i>11,2%</i>	<i>16,9%</i>	<i>16,8%</i>
EBITDA %			
New	23,3%	23,5%	23,7%
Old	23,2%	23,4%	23,6%
<i>Change</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,1%</i>
EBIT			
New	11,45	13,95	15,75
Old	10,75	12,25	13,80
<i>Change</i>	<i>6,5%</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,1%</i>
Net Income			
New	7,85	9,70	11,05
Old	7,55	8,70	9,85
<i>Change</i>	<i>4,0%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,2%</i>
NFP			
New	(4,34)	(11,13)	(23,77)
Old	(9,93)	(19,05)	(30,76)
<i>Change</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>

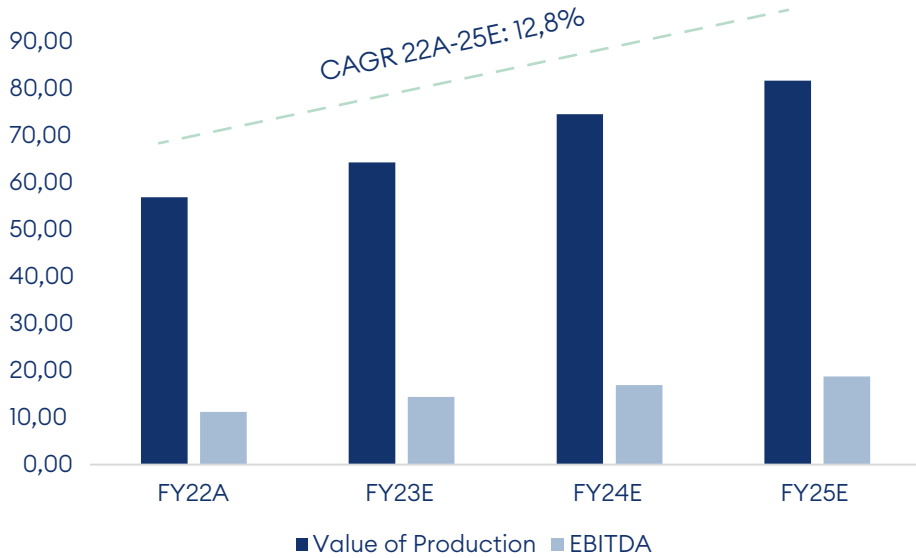
Source: Integrae SIM

Alla luce delle recenti operazioni, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY23E pari a € 64,25 mln ed un EBITDA pari a € 14,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 23,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 81,65 mln (CAGR 22A-25E: 12,8%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 18,75 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,7%), in crescita rispetto a € 11,23 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 23,0%).

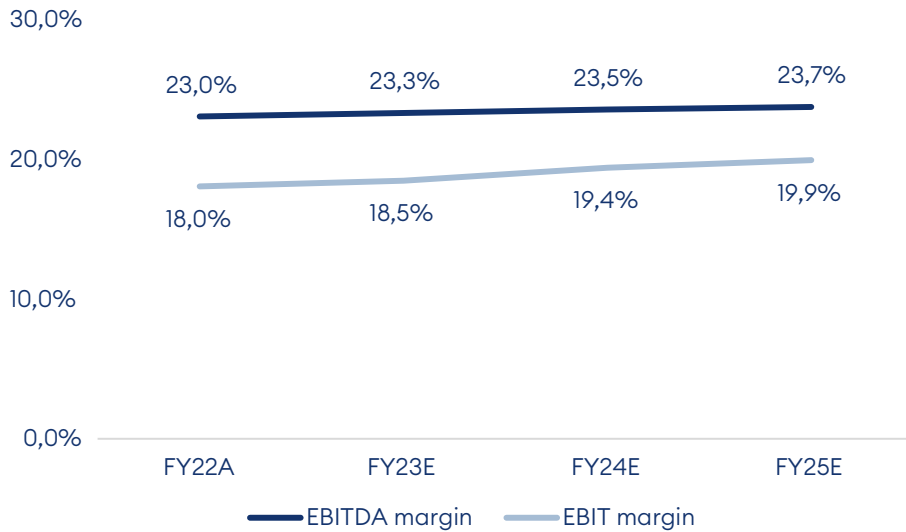
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione dell'uscita di cassa per le acquisizioni di PENTAVAC e IDM Automation per circa € 7,20 mln. Grazie alla generazione di cassa prevista nei prossimi anni, per effetto dell'aspettativa di crescita del business e di miglioramento della gestione del Net Working Capital, stimiamo che la NFP nel FY25E possa raggiungere un valore *cash positive* pari a € 23,77 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-25E



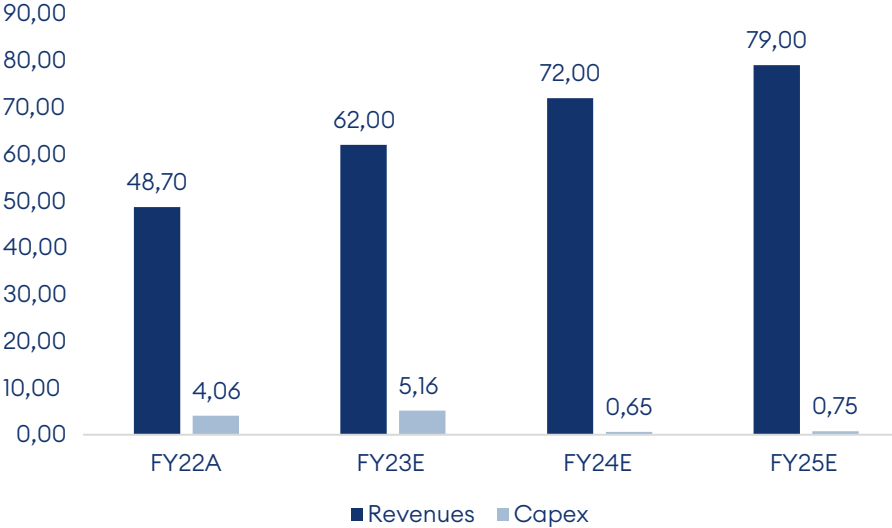
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



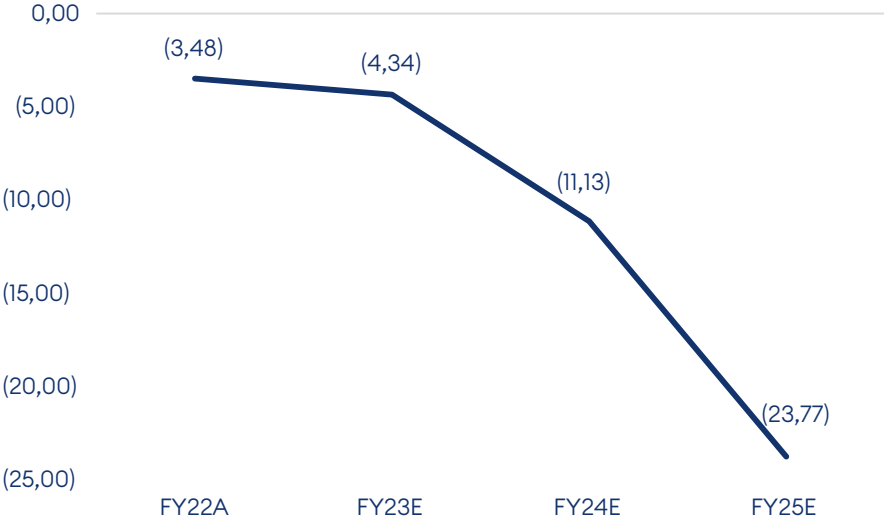
Source: Integrae SIM

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			11,54%
D/E 42,86%	Risk Free Rate 3,54%	β Adjusted 1,01	α (specific risk) 2,50%
K_d 2,00%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,32	K_e 15,86%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 11,54%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	21,7	17%
TV actualized DCF	109,3	83%
Enterprise Value	131,0	100%
NFP (FY22A)	(3,5)	
Equity Value	134,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 134,4 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%	183,7	172,0	161,7	152,6	144,4	137,0	130,3
	2,0%	173,9	163,5	154,2	145,9	138,4	131,7	125,5
	1,5%	165,2	155,8	147,4	139,9	133,0	126,8	121,2
	1,0%	157,5	149,0	141,4	134,4	128,2	122,4	117,2
	0,5%	150,6	142,9	135,9	129,5	123,7	118,4	113,5
	0,0%	144,4	137,3	130,8	125,0	119,6	114,6	110,1
	-0,5%	138,7	132,2	126,3	120,8	115,8	111,2	106,9

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	6,4 x	5,6 x	5,1 x	9,6 x	7,8 x	6,5 x	14,7 x	12,5 x	11,1 x
GEA Group Aktiengesellschaft	8,7 x	8,4 x	8,1 x	11,6 x	10,7 x	10,0 x	15,9 x	15,3 x	14,6 x
Alfa Laval AB	15,3 x	14,1 x	13,3 x	18,1 x	16,1 x	14,9 x	24,2 x	21,6 x	20,0 x
John Bean Technologies Corp.	13,7 x	12,5 x	10,1 x	19,0 x	14,8 x	11,8 x	22,3 x	20,0 x	15,4 x
Peer median	11,2 x	10,5 x	9,1 x	14,8 x	12,7 x	10,9 x	19,1 x	17,7 x	15,0 x

Source: Bloomberg

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	161,8	177,2	170,5
EV/EBIT	169,8	177,8	171,5
P/E	150,0	171,2	165,7
Equity Value			
EV/EBITDA	166,1	188,3	194,3
EV/EBIT	174,2	188,9	195,3
P/E	150,0	171,2	165,7
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	124,6	141,2	145,7
EV/EBIT	130,6	141,7	146,5
P/E	112,5	128,4	124,3
Average	122,6	137,1	138,8

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di ILPRA, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a circa € 177,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 132,8 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	133,6
Equity Value DCF (€/mln)	134,4
Equity Value multiples (€/mln)	132,8
Target Price (€)	11,10

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 133,6 mln. **Il target price è quindi di € 11,10 (prev. € 10,65). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	11,6x	9,0x	7,7x	6,9x
EV/EBIT	14,8x	11,4x	9,3x	8,3x
P/E	20,6x	17,0x	13,8x	12,1x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	5,3 x	4,1 x	3,5 x	3,2 x
EV/EBIT	6,7 x	5,2 x	4,2 x	3,8 x
P/E	9,7 x	8,0 x	6,5 x	5,7 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 Riviello, 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
29/09/2022	3,70	Buy	7,00	Medium	Update
30/11/2022	4,75	Buy	7,00	Medium	Breaking News
04/04/2023	4,90	Buy	10,65	Medium	Update
10/05/2023	5,25	Buy	10,65	Medium	Breaking News
23/05/2023	4,88	Buy	10,65	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). 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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, Integræ 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, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

- 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, Integræ SIM played the role of global coordinator.