

UPDATE

EQUITY RESEARCH

**ISIM**  
**INTEGRÆ**

# ILPRA

Euronext Growth Milan | Industrial Machinery | Italy

Produzione 26/09/2023, h. 18:30

Pubblicazione 27/09/2023, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 10,00**

prev. € 11,10

Risk

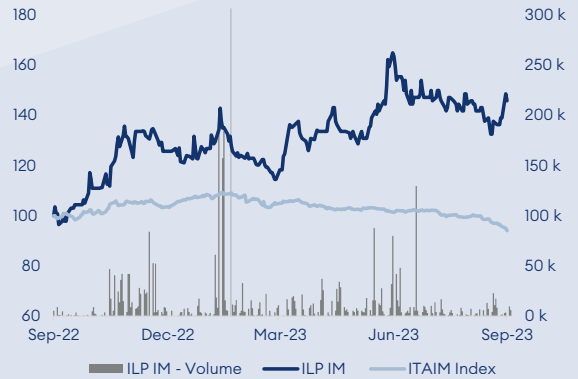


Medium

Upside potential

**86,9%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 5,35
Target price	€ 10,00
Upside/(Downside) potential	86,9%
Ticker	ILP IM
Market Cap (€/mln)	€ 64,41
EV (€/mln)	€ 64,10
Free Float	29,51%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 6,35
52-week low	€ 3,54
Average daily volumes (3 months)	8.450

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	48,7	62,0	72,0	79,0
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
NFP	(0,3)	10,3	7,2	0,3
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](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,00%	-11,57%	23,27%	45,78%
to FTSE Italia Growth	5,72%	-4,29%	33,69%	51,79%
to Euronext STAR Milan	8,32%	-0,08%	37,56%	46,04%
to FTSE All-Share	2,02%	-13,73%	17,72%	15,81%
to EUROSTOXX	3,83%	-8,03%	24,12%	22,24%
to MSCI World Index	1,90%	-11,05%	16,71%	26,21%

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

## 1H23A Results

I Ricavi del 1H23A si attestano a € 28,82 mln, in crescita del 33,9% rispetto ai € 21,53 mln del 1H22A\*. Anche il Valore della Produzione, dopo Altri Ricavi per € 4,73 mln, registra un aumento del 27,6%, passando da € 26,30 mln del 1H22A\* a € 33,55 mln del 1H23A. L'EBITDA del periodo è pari a € 5,94 mln e in crescita del 15,7% rispetto a € 5,13 mln nell'1H22A\*, con EBITDA *margin* pari al 20,6%, in lieve flessione rispetto al margine del 23,8% del primo semestre del 2022.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, confermiamo quasi integralmente le 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'attuazione del "metodo finanziario" per l'esposizione contabile dei *leasing* ai sensi dell'IFRS 16.

## 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 € 123,7 mln. L'equity value di ILPRA utilizzando i market multiples risulta essere pari € 117,0 mln (incluso un discount pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 120,4 mln. Il target price è di € 10,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	42,25	48,70	48,70	62,00	72,00	79,00
Other Revenues	1,77	8,13	8,13	2,25	2,50	2,65
<b>Value of Production</b>	<b>44,02</b>	<b>56,84</b>	<b>56,84</b>	<b>64,25</b>	<b>74,50</b>	<b>81,65</b>
COGS	15,70	21,85	21,85	24,70	29,20	31,90
Services	6,35	8,91	8,91	9,00	10,00	11,20
Use of asset owned by others	1,54	1,83	1,83	2,00	2,10	2,20
Employees	10,81	12,67	12,67	13,60	15,70	17,00
Other expenses	0,62	0,35	0,35	0,50	0,55	0,60
<b>EBITDA</b>	<b>9,01</b>	<b>11,23</b>	<b>11,23</b>	<b>14,45</b>	<b>16,95</b>	<b>18,75</b>
<i>EBITDA margin</i>	<i>21,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,3%</i>	<i>23,5%</i>	<i>23,7%</i>
D&A	2,00	2,44	2,44	3,00	3,00	3,00
<b>EBIT</b>	<b>7,01</b>	<b>8,79</b>	<b>8,79</b>	<b>11,45</b>	<b>13,95</b>	<b>15,75</b>
<i>EBIT margin</i>	<i>16,6%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,5%</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,9%</i>
Financial Management	(0,22)	(0,49)	(0,49)	(0,60)	(0,50)	(0,50)
<b>EBT</b>	<b>6,79</b>	<b>8,30</b>	<b>8,30</b>	<b>10,85</b>	<b>13,45</b>	<b>15,25</b>
Taxes	1,52	1,83	1,83	3,00	3,75	4,20
<b>Consolidated Net Income</b>	<b>5,27</b>	<b>6,47</b>	<b>6,47</b>	<b>7,85</b>	<b>9,70</b>	<b>11,05</b>
Minorities	0,81	1,27	1,27	1,57	1,94	2,21
%	15%	20%	20%	20%	20%	20%
Group Net Income	4,46	5,21	5,21	6,28	7,76	8,84
%	85%	80%	80%	80%	80%	80%

CONSOLIDATION BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Fixed Asset</b>	<b>11,22</b>	<b>12,84</b>	<b>16,04</b>	<b>22,50</b>	<b>20,50</b>	<b>18,50</b>
Account Receivable	10,69	16,23	16,23	16,50	20,50	23,00
Inventories	12,58	19,94	19,94	26,50	31,00	33,50
Account Payable	9,17	16,40	16,40	17,00	19,00	20,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>14,10</b>	<b>19,76</b>	<b>19,76</b>	<b>26,00</b>	<b>32,50</b>	<b>36,50</b>
Other Receivable	6,06	7,85	7,73	11,00	13,00	14,00
Other Payable	6,84	10,60	10,60	8,50	9,50	10,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>13,32</b>	<b>17,01</b>	<b>16,89</b>	<b>28,50</b>	<b>36,00</b>	<b>40,50</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	3,06	3,50	3,76	4,80	5,50	6,00
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>21,48</b>	<b>26,35</b>	<b>29,18</b>	<b>46,20</b>	<b>51,00</b>	<b>53,00</b>
Share Capital	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	17,19	20,95	20,59	25,63	31,73	39,27
Net Income	5,27	6,47	6,49	7,85	9,70	11,05
<b>Equity</b>	<b>24,87</b>	<b>29,83</b>	<b>29,49</b>	<b>35,89</b>	<b>43,84</b>	<b>52,72</b>
Cash & Cash Equivalent	16,10	17,66	17,66	18,69	20,84	26,72
Short Term Debt	5,43	7,53	8,32	11,00	10,50	10,00
M/L Term Debt	7,28	6,65	9,02	18,00	17,50	17,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>(3,39)</b>	<b>(3,48)</b>	<b>(0,31)</b>	<b>10,31</b>	<b>7,16</b>	<b>0,28</b>
<b>SOURCES</b>	<b>21,48</b>	<b>26,35</b>	<b>29,18</b>	<b>46,20</b>	<b>51,00</b>	<b>53,00</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	8,79	8,79	11,45	13,95	15,75
Taxes	1,83	1,83	3,00	3,75	4,20
<b>NOPAT</b>	<b>6,96</b>	<b>6,96</b>	<b>8,45</b>	<b>10,20</b>	<b>11,55</b>
D&A	2,44	2,44	3,00	3,00	3,00
Change in Account Receivable	(5,54)	(5,54)	(0,27)	(4,00)	(2,50)
Change in Inventories	(7,36)	(7,36)	(6,56)	(4,50)	(2,50)
Change in Account Payable	7,24	7,24	0,60	2,00	1,00
Other Changes	1,97	2,09	(5,37)	(1,00)	(0,50)
Change in NWC	(3,69)	(3,57)	(11,61)	(7,50)	(4,50)
Change in Provision	0,44	0,70	1,04	0,70	0,50
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>6,15</b>	<b>6,52</b>	<b>0,88</b>	<b>6,40</b>	<b>10,55</b>
Capex	(4,06)	(7,27)	(9,46)	(1,00)	(1,00)
<b>FREE CASH FLOW TO FIRM</b>	<b>2,09</b>	<b>(0,74)</b>	<b>(8,57)</b>	<b>5,40</b>	<b>9,55</b>
Financial Management	(0,49)	(0,49)	(0,60)	(0,50)	(0,50)
Change in Payable to Bank	1,47	4,64	11,65	(1,00)	(1,00)
Change in Equity	(1,52)	(1,88)	(1,45)	(1,75)	(2,16)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>1,55</b>	<b>1,54</b>	<b>1,03</b>	<b>2,15</b>	<b>5,89</b>

Source: ILPRA and Integrae SIM estimates

\*Dati Proforma

## 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".

## 1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

(€/mln)	Revenues	EBITDA	EBITDA margin	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	28,82	5,94	20,6%	4,18	3,15	15,94
1H22A*	21,53	5,13	23,8%	3,67	2,60	(0,31)**
<i>Change</i>	33,9%	15,7%	-3,2%	13,9%	21,2%	N/A

Source: Integrae SIM

\*Dati Proforma

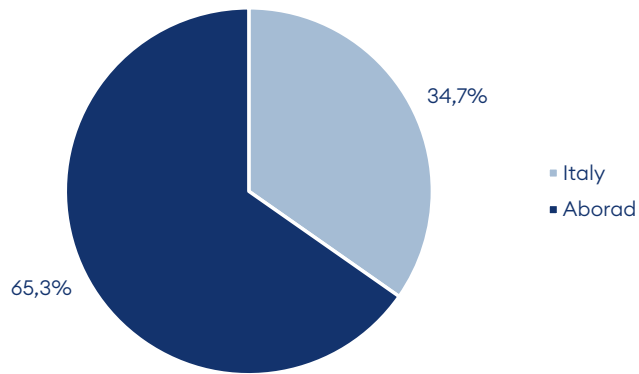
\*\* NFP al 31/12/2022 Proforma

Tramite comunicato stampa, Maurizio Bertocco, Presidente e Amministratore Delegato di ILPRA, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Nel primo semestre 2023 abbiamo posto le basi per confermare le attese di una positiva performance per l’esercizio in corso: i ricavi sono cresciuti a doppia cifra sia in Italia che sui mercati internazionali e la marginalità si è mantenuta su un ottimo livello alla luce sia dell’andamento dei costi delle materie prime che dell’incremento dello stock di magazzino legato ad una precisa strategia commerciale. L’indebitamento della società risulta ampiamente sostenibile e la disponibilità di cassa estremamente capiente: la situazione finanziaria permane pertanto caratterizzata da estrema solidità. Continueremo ad agire da protagonisti in un settore che dimostra un’ottima capacità di tenuta di fronte alle altalene dell’economia internazionale degli ultimi tempi.”*

Si segnala che il Gruppo, in ottemperanza di quanto raccomandato dall’OIC 17, adotta, per il 2023 e, per continuità, in sede della presente semestrale, il principio contabile internazionale IFRS 16 per la contabilizzazione dei *leasing*. Allo scopo di garantire la comparabilità dei dati di bilancio è stato redatto un esercizio di “proforma”, applicato *ex-post* sui risultati FY22A e 1H22A.

I Ricavi del 1H23A si attestano a € 28,82 mln, in crescita del 33,9% rispetto ai € 21,53 mln del 1H22A\*. Anche il Valore della Produzione, dopo Altri Ricavi per € 4,73 mln, registra un aumento del 27,6%, passando da € 26,30 mln del 1H22A\* a € 33,55 mln del 1H23A. Gli altri ricavi sono riconducibili, per circa € 3,00 mln, all’effetto dell’incremento del magazzino, sul quale le recenti operazioni di M&A perpetrata dal Gruppo (IDM Automation Srl e Pentavac Srl) incidono per circa € 1,00 mln. L’incremento di magazzino è, per la restante parte, spiegato grazie alla crescita dei costi delle materie prime e dei semilavorati, nonché dalla scelta strategica del Gruppo concernente le politiche di incremento dello stock di materie prime, semilavorati e prodotti finiti, volte a realizzare una riduzione del *time to market* dei propri prodotti.

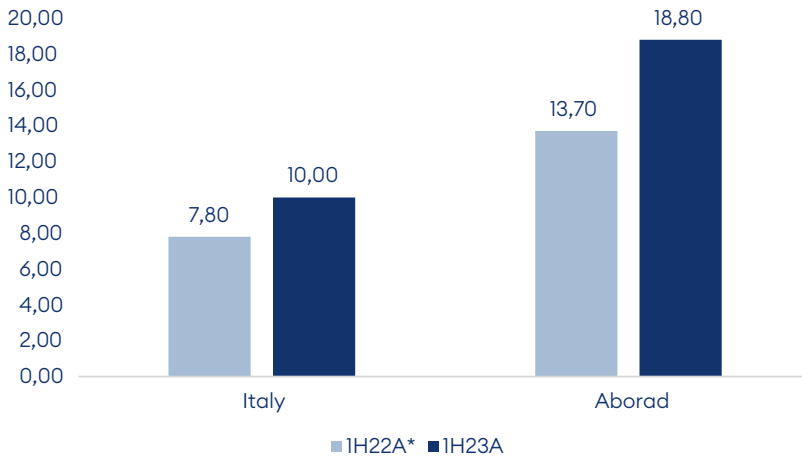
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY REGION 1H23A



Source: ILPRA

Il grafico mostra la scomposizione dei ricavi per zona geografica, il 34,7% (36,3% nell'1H22A\*) del fatturato totale è stato generato in Italia: € 10,00 mln il risultato nel 1H23A, rispetto a € 7,80 mln del primo semestre dell'esercizio precedente, segnando una crescita del 28,2% rispetto all'1H22A\*. La maggior parte del fatturato del semestre, invece, pari al 65,3% (63,7% nell'1H22A\*), è realizzata all'Estero, con € 18,80 mln rispetto a € 13,70 mln del 1H22A\*, con una crescita del 37,2%.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY REGION 1H23A VS 1H22A\*



Source: ILPRA

L'EBITDA del periodo è pari a € 5,94 mln e in crescita del 15,7% rispetto a € 5,13 mln nell'1H22A\*, con EBITDA *margin* pari al 20,6%, in lieve flessione rispetto al margine del 23,8% del primo semestre del 2022. Tale lieve peggioramento della marginalità è da ricondursi, in modo prioritario, all'aumento generalizzato dei costi delle materie prime, agli ingenti investimenti effettuati al fine di permettere al Gruppo di penetrare nuovi mercati e

sviluppare nuovi prodotti, nonché alla direzione strategica intrapresa per quanto concerne l'incremento del magazzino.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,76 mln, è pari a € 4,18 mln, in aumento del 13,9% rispetto al risultato dell'1H22A\* (€ 3,67 mln). L'EBIT *margin* dell'1H23A risulta pari al 14,5%, a fronte di un valore, per l'1H22A\*, pari al 17,0%.

Il Net Income complessivo del Gruppo si attesta a € 3,15 mln rispetto a € 2,60 mln registrato nell'1H22A\*, per una crescita del 21,2%.

Dal punto di vista patrimoniale, la NFP del semestre ammonta a circa € 15,94 mln di debito, a fronte di € 0,31 mln (*cash positive*) del FY22A\*. Tale rilevante variazione negativa è dipesa, in primo luogo, dagli investimenti effettuati in occasione delle operazioni di M&A che hanno coinvolto il semestre, pari a € 1,60 mln per IDM Automation Srl e a € 6,10 mln in Pentavac Srl, nonché dagli investimenti effettuati per realizzare il piano di incremento dello *stock* attraverso l'acquisto di materie prime e semilavorati che si è tradotto in un incremento di magazzino, nell'1H23A, pari a circa € 3,00 mln (€ 5,50 mln complessivi includendo anche il magazzino prodotti finiti). Tale incremento di magazzino è stato finanziato tramite la sottoscrizione di nuove linee di indebitamento bancario, la cui accensione si è riflessa nel peggioramento della NFP. Un ulteriore elemento che concorre alla diminuzione della liquidità del Gruppo per il semestre, sono i lavori di ristrutturazione implementati da parte di Ilpra System UK per € 0,41 mln. Si segnala, inoltre, che l'impatto dell'applicazione del "metodo finanziario" per la contabilizzazione del *leasing* sull'indebitamento finanziario netto per l'1H23A è pari a € 4,10 milioni.

## FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Value of Production</b>			
New	64,25	74,50	81,65
Old	64,25	74,50	81,65
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>			
New	14,45	16,95	18,75
Old	14,45	16,95	18,75
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA margin</b>			
New	23,3%	23,5%	23,7%
Old	23,3%	23,5%	23,7%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>			
New	11,45	13,95	15,75
Old	11,45	13,95	15,75
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Net Income</b>			
New	7,85	9,70	11,05
Old	7,85	9,70	11,05
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>NFP</b>			
New	10,31	7,16	0,28
Old	(4,34)	(11,13)	(23,77)
Change	N/A	N/A	N/A

Source: *Integrae SIM*

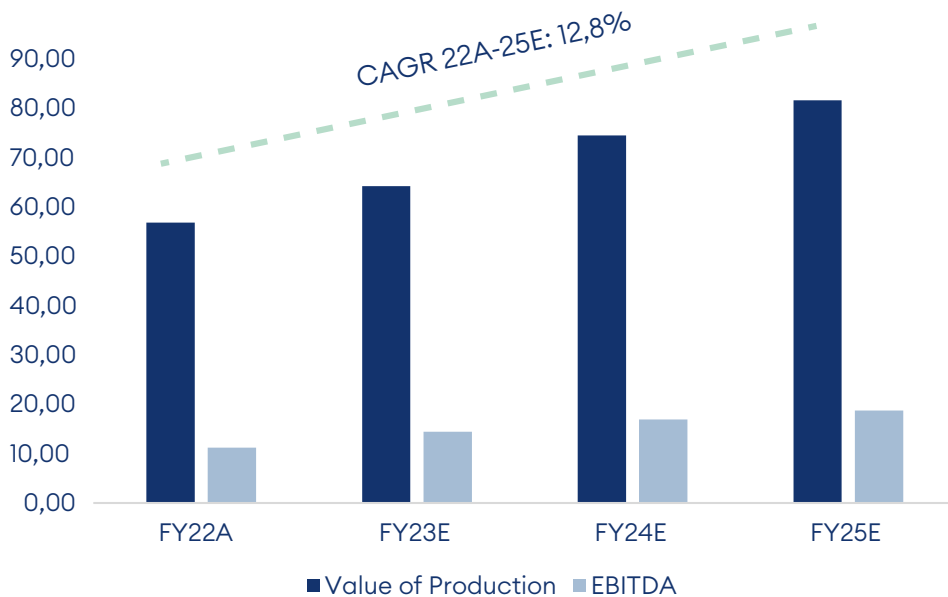
Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

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'attuazione del "metodo finanziario" per l'esposizione contabile dei *leasing* ai sensi dell'IFRS 16. Nello specifico, secondo le nostre aspettative, la NFP potrebbe raggiungere, nel FY25E, un valore pari a € 0,28 mln di debito.

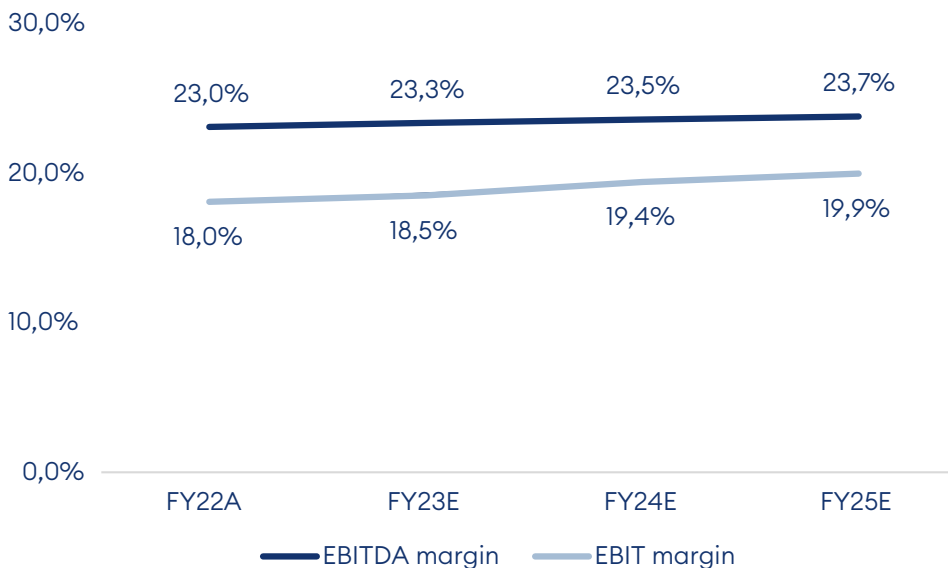


CHART 3 - VOP AND EBITDA FY22A-25E



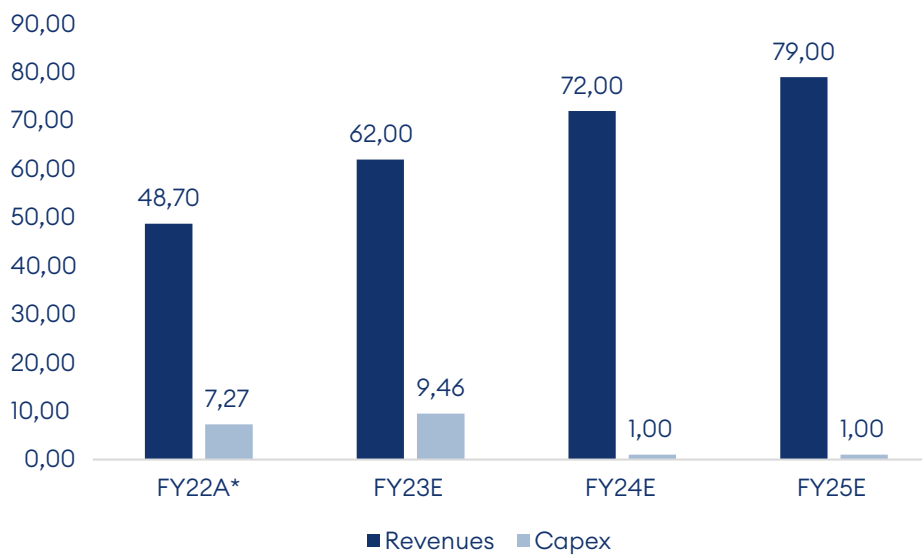
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN FY22A-25E



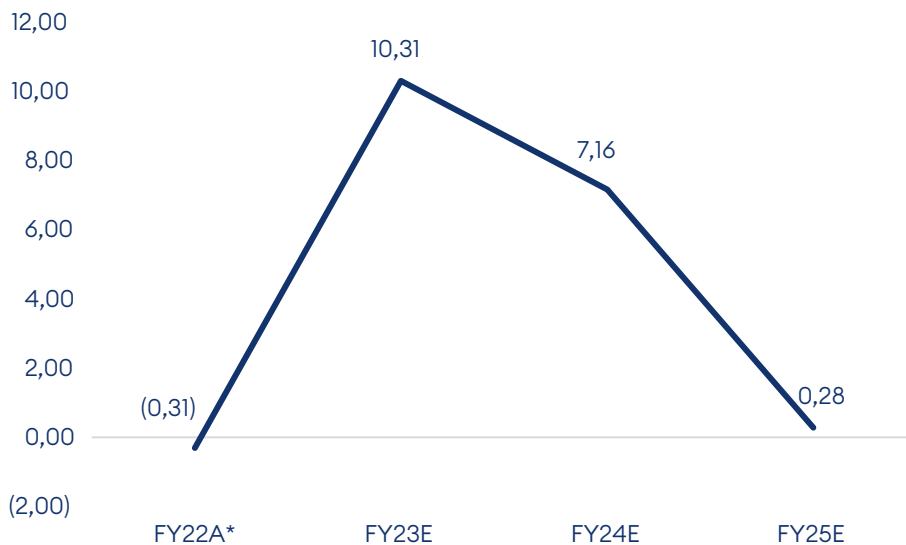
Source: Integrae SIM

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				8,16%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 3,64%	$\beta$ Adjusted 0,87	$\alpha$ (specific risk) 2,50%	
$K_d$ 2,50%	Market Premium 8,33%	$\beta$ Relevered 1,38	$K_e$ 13,35%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,16%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	12,0	10%
TV actualized DCF	111,4	90%
<b>Enterprise Value</b>	<b>123,4</b>	<b>100%</b>
NFP (FY22A*)	(0,3)	
<b>Equity Value</b>	<b>123,7</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 123,7 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
		6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
Growth Rate (g)	2,5%	213,5	189,1	169,5	153,3	139,8	128,3	118,4
	2,0%	192,0	172,0	155,6	141,8	130,2	120,1	111,4
	1,5%	174,6	157,9	144,0	132,1	121,9	113,1	105,3
	1,0%	160,3	146,1	134,1	123,7	114,7	106,9	99,9
	0,5%	148,4	136,1	125,6	116,5	108,5	101,4	95,1
	0,0%	138,2	127,5	118,2	110,1	102,9	96,5	90,7
	-0,5%	129,4	120,0	111,7	104,4	97,9	92,1	86,9

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	6,2 x	5,5 x	4,9 x	8,5 x	6,7 x	5,6 x	12,7 x	10,8 x	9,5 x
GEA Group Aktiengesellschaft	8,1 x	7,8 x	7,5 x	10,5 x	9,7 x	8,9 x	14,2 x	13,7 x	13,0 x
Alfa Laval AB	14,0 x	12,5 x	11,8 x	16,4 x	14,0 x	13,0 x	22,3 x	19,1 x	17,8 x
John Bean Technologies Corp.	15,6 x	14,3 x	12,1 x	N/A	20,0 x	15,3 x	26,4 x	22,5 x	17,2 x
<b>Median</b>	<b>11,0 x</b>	<b>10,1 x</b>	<b>9,7 x</b>	<b>10,5 x</b>	<b>11,8 x</b>	<b>10,9 x</b>	<b>18,2 x</b>	<b>16,4 x</b>	<b>15,1 x</b>

Source: Bloomberg

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	159,4	171,7	181,3
EV/EBIT	120,5	165,2	172,4
P/E	143,2	159,2	166,8
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	149,1	164,5	181,1
EV/EBIT	110,2	158,0	172,1
P/E	143,2	159,2	166,8
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	111,9	123,4	135,8
EV/EBIT	82,6	118,5	129,1
P/E	107,4	119,4	125,1
<b>Average</b>	<b>100,6</b>	<b>120,4</b>	<b>130,0</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 € 156,0 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 117,0 mln.**

## Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	120,4
Equity Value DCF (€/mln)	123,7
Equity Value multiples (€/mln)	117,0
<b>Target Price (€)</b>	<b>10,00</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 120,4 mln. **Il target price è quindi di € 10,00 (prev. € 11,10). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	10,7 x	8,3 x	7,1 x	6,4 x
EV/EBIT	13,7 x	10,5 x	8,6 x	7,6 x
P/E	18,6 x	15,3 x	12,4 x	10,9 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	5,7 x	4,4 x	3,8 x	3,4 x
EV/EBIT	7,3 x	5,6 x	4,6 x	4,1 x
P/E	9,9 x	8,2 x	6,6 x	5,8 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
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
13/06/2023	5,20	Buy	11,10	Medium	Update
05/07/2023	5,65	Buy	11,10	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. 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.