

UPDATE

EQUITY RESEARCH

# ILPRA

## ISIM INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Industrial Machinery | Italy

Produzione 09/04/2024, h. 18:30

Pubblicazione 10/04/2024, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 9,50**

prev. € 10,00

Risk



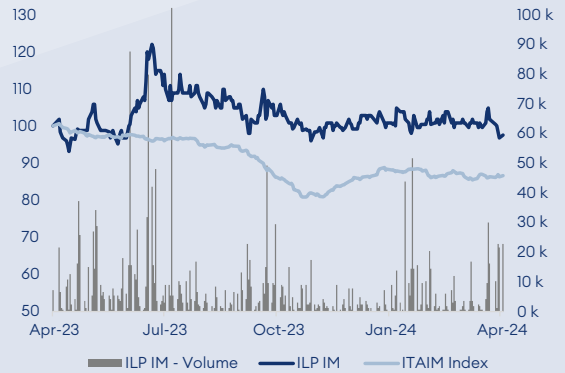
Medium

Upside potential

**96,3%**

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	62,0	72,0	79,0	90,0
VoP	69,4	74,5	81,7	93,0
EBITDA	13,9	16,6	18,6	21,3
EBIT	9,3	11,5	13,1	15,7
Net Income	6,5	8,0	9,1	11,3
EBITDA margin	22,4%	23,1%	23,5%	23,7%
EBIT margin	15,0%	16,0%	16,6%	17,4%
Net Income margin	10,5%	11,0%	11,5%	12,6%

### Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 4,84
Target price	€ 9,50
Upside/(Downside) potential	96,3%
Ticker	ILP IM
Market Cap (€/mln)	€ 58,27
EV (€/mln)	€ 73,77
Free Float	29,51%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 6,35
52-week low	€ 4,60
Average daily volumes (3 months)	7.416

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	-3,2%	-3,2%	-5,1%	-2,4%
to FTSE Italia Growth	-3,7%	-1,5%	-5,6%	10,9%
to Euronext STAR Milan	-6,0%	-4,9%	-20,7%	-0,9%
to FTSE All-Share	-6,0%	-15,0%	-28,3%	-26,7%
to EUROSTOXX	-3,8%	-14,5%	-25,5%	-18,2%
to MSCI World Index	-4,6%	-12,1%	-24,3%	-25,8%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	5,3 x	4,4 x	4,0 x	3,5 x
EV/EBIT	7,9 x	6,4 x	5,6 x	4,7 x
P/E	9,0 x	7,3 x	6,4 x	5,2 x

## FY23A Results

I Ricavi del FY23A si attestano a € 62,04 mln, in crescita del 27,4% rispetto a € 48,70 mln del FY22A, e superiori in linea rispetto ai valori stimati nel nostro precedente report, pari a € 62,00 mln. Anche il Valore della Produzione, dopo Altri Ricavi per € 7,39 mln, registra un aumento del 22,2%, passando da € 56,84 mln del FY22A a € 69,43 mln del FY23A. L'EBITDA è pari a € 13,92 mln e in crescita del 24,0% rispetto a € 11,23 mln nel FY22A, con EBITDA *Margin* pari al 22,4% in diminuzione di 0,6 punti percentuali rispetto al margine del 23,0% del precedente esercizio. Il Net Income si attesta a € 6,49 mln e risulta in linea rispetto a € 6,47 mln registrato nel FY22A.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Ricavi FY24E pari a € 72,00 mln ed un EBITDA pari a € 16,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 23,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei Ricavi possa aumentare fino a € 90,00 mln (CAGR 23A-26E: 13,2%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 21,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,7%), in crescita rispetto a € 13,92 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *Margin* del 22,4%).

## 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 € 118,8 mln. L'equity value di ILPRA utilizzando i market multiples risulta essere pari € 110,0 mln (incluso un discount pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 114,4 mln. Il target price è di € 9,50, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	48,70	62,04	72,00	79,00	90,00
Other revenues	8,13	7,39	2,50	2,65	3,00
<b>Value of Production</b>	<b>56,84</b>	<b>69,43</b>	<b>74,50</b>	<b>81,65</b>	<b>93,00</b>
COGS	21,85	28,35	29,20	31,90	36,40
Services	8,91	10,71	11,35	12,40	14,00
Use of assets owned by others	1,83	0,99	1,10	1,20	1,40
Employees	12,67	14,76	15,70	17,00	19,00
Other operating costs	0,35	0,70	0,55	0,60	0,90
<b>EBITDA</b>	<b>11,23</b>	<b>13,92</b>	<b>16,60</b>	<b>18,55</b>	<b>21,30</b>
<i>EBITDA Margin</i>	23,0%	22,4%	23,1%	23,5%	23,7%
D&A	2,44	4,64	5,10	5,45	5,60
<b>EBIT</b>	<b>8,79</b>	<b>9,28</b>	<b>11,50</b>	<b>13,10</b>	<b>15,70</b>
<i>EBIT Margin</i>	18,0%	15,0%	16,0%	16,6%	17,4%
Financial management	(0,49)	(0,93)	(0,95)	(0,90)	(0,85)
<b>EBT</b>	<b>8,30</b>	<b>8,35</b>	<b>10,55</b>	<b>12,20</b>	<b>14,85</b>
Taxes	1,83	1,85	2,60	3,10	3,55
<b>Net Income</b>	<b>6,47</b>	<b>6,49</b>	<b>7,95</b>	<b>9,10</b>	<b>11,30</b>
Minorities	1,27	1,53	1,88	2,15	2,67
%	20%	24%	24%	24%	24%
Group Net Income	5,21	4,96	6,07	6,95	8,63
%	80%	76%	76%	76%	76%

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A*	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Fixed Assets</b>	<b>16,04</b>	<b>25,86</b>	<b>21,80</b>	<b>17,35</b>	<b>12,75</b>
Account receivable	16,23	17,12	19,50	21,30	24,00
Inventory	19,94	25,59	26,50	31,50	37,00
Account payable	16,40	14,51	15,50	16,95	19,20
<b>Operating Working Capital</b>	<b>19,76</b>	<b>28,20</b>	<b>30,50</b>	<b>35,85</b>	<b>41,80</b>
Other receivable	7,73	9,69	11,00	12,50	15,00
Other payable	10,60	8,44	9,00	9,50	10,50
<b>Net Working Capital</b>	<b>16,89</b>	<b>29,45</b>	<b>32,50</b>	<b>38,85</b>	<b>46,30</b>
Severance & other provisions	3,76	4,90	5,30	5,70	6,40
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>29,18</b>	<b>50,42</b>	<b>49,00</b>	<b>50,50</b>	<b>52,65</b>
Share capital	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	20,59	26,01	31,06	37,24	44,32
Net Income	6,49	6,49	7,95	9,10	11,30
<b>Equity</b>	<b>29,49</b>	<b>34,91</b>	<b>41,42</b>	<b>48,75</b>	<b>58,03</b>
Cash & cash equivalents	17,66	15,24	19,42	23,25	28,38
Short term financial debt	8,32	13,82	12,00	11,00	10,00
M/L term financial debt	9,02	16,92	15,00	14,00	13,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0,31)</b>	<b>15,51</b>	<b>7,58</b>	<b>1,75</b>	<b>(5,38)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>29,18</b>	<b>50,42</b>	<b>49,00</b>	<b>50,50</b>	<b>52,65</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	9,28	11,50	13,10	15,70
Taxes	1,85	2,60	3,10	3,55
<b>NOPAT</b>	<b>7,43</b>	<b>8,90</b>	<b>10,00</b>	<b>12,15</b>
D&A	4,64	5,10	5,45	5,60
Change in NWC	(12,56)	(3,05)	(6,35)	(7,45)
Change in receivable	(0,89)	(2,38)	(1,80)	(2,70)
Change in inventory	(5,65)	(0,91)	(5,00)	(5,50)
Change in payable	(1,90)	1,00	1,45	2,25
Change in others	(4,12)	(0,75)	(1,00)	(1,50)
Change in provisions	1,14	0,40	0,40	0,70
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>0,65</b>	<b>11,36</b>	<b>9,50</b>	<b>11,00</b>
Capex	(14,46)	(1,04)	(1,00)	(1,00)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(13,81)</b>	<b>10,32</b>	<b>8,50</b>	<b>10,00</b>
Financial management	(0,93)	(0,95)	(0,90)	(0,85)
Change in Financial debt	13,39	(3,74)	(2,00)	(2,00)
Change in equity	(1,07)	(1,44)	(1,77)	(2,02)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(2,42)</b>	<b>4,18</b>	<b>3,83</b>	<b>5,13</b>

Source: ILPRA and Integrae SIM estimates

\* Dati Pro-forma

## 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 7 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, Arabia Saudita, India e Russia. Si evidenzia, infine, che dal 6 luglio 2018 ILPRA ha la qualifica di "PMI innovativa".

## FY23A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	62,04	13,92	22,4%	9,28	6,49	15,51
FY23E	62,00	14,45	23,3%	11,45	7,85	10,31
Change	0,1%	-3,7%	-0,9%	-18,9%	-17,3%	n/a

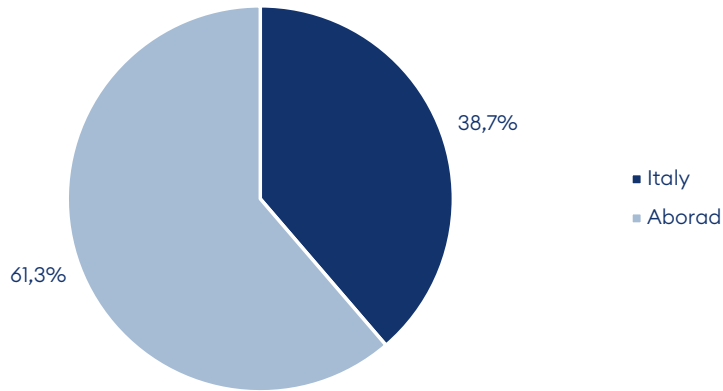
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Maurizio Bertocco, Presidente e Amministratore Delegato di ILPRA, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Chiudiamo un altro anno con un trend in crescita, nonostante il 2023 non sia stato un anno particolarmente facile né per l’economia italiana, né per quella mondiale; a seguito del caro prezzi delle materie prime e dei ricambi, dell’inflazione, dell’incremento dei tassi bancari e della situazione geopolitica definita da “terza guerra mondiale frammentata”, nonostante ciò il gruppo si è rafforzato, è cresciuto, ha acquisito due partecipazioni strategiche, aperto una nuova filiale commerciale in Arabia Saudita e posto le condizioni per l’apertura di un’altra filiale in Corea del Sud. Il gruppo ha sfruttato il periodo poco propizio, per strutturarsi maggiormente e presentarsi sul mercato ancora più solido e con una proposta commerciale e produttiva completa. Nel 2024 continueremo la politica di M&A iniziata con la quotazione e di crescita interna, senza tralasciare la strutturazione e l’integrazione delle controllate. I risultati eccellenti dell’esercizio ci consentono di confermare per il quarto anno consecutivo la distribuzione del dividendo.”*

I Ricavi del FY23A si attestano a € 62,04 mln, in crescita del 27,4% rispetto a € 48,70 mln del FY22A, e superiori in linea rispetto ai valori stimati nel nostro precedente report, pari a € 62,00 mln.

Anche il Valore della Produzione, dopo Altri Ricavi per € 7,39 mln, registra un aumento del 22,2%, passando da € 56,84 mln del FY22A a € 69,43 mln del FY23A. Questo incremento si deve soprattutto all’aumento dei profitti provenienti dalle vendite e dal magazzino, con un’espansione di circa € 3,60 mln, attribuita in gran parte a Ilpra Spa e Macs Srl. Inoltre, si evidenzia un aumento di circa € 0,90 mln delle immobilizzazioni per lavori interni, dovuto a investimenti in ricerca e sviluppo volti all’innovazione tecnologica nel settore del packaging.

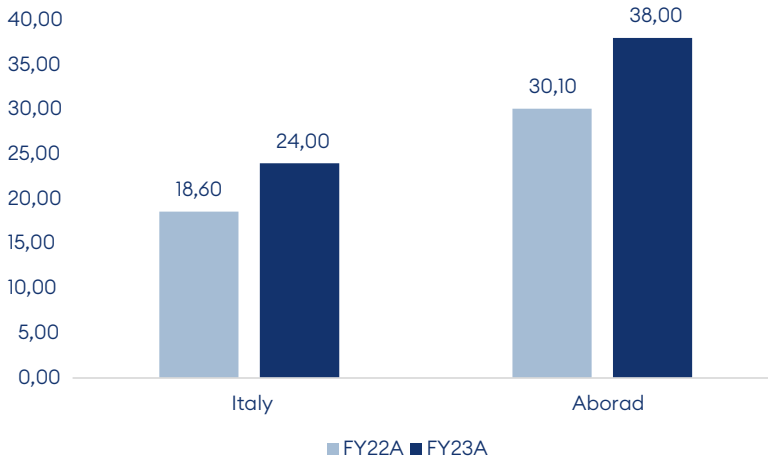
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY REGION FY23A



Source: ILPRA

Il grafico mostra la scomposizione dei ricavi per zona geografica: il 38,7% (38,2% nel FY22A) del fatturato totale è stato generato in Italia: € 24,00 mln il risultato nel FY23A, rispetto a € 18,60 mln dell'esercizio precedente. La maggior parte, invece, pari al 61,3% (61,8% nel FY22A), è realizzata all'Estero, con € 38,00 mln rispetto a € 30,10 mln del FY22A.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY REGION FY22A VS FY23A



Source: ILPRA

L'EBITDA è pari a € 13,92 mln e in crescita del 24,0% rispetto a € 11,23 mln nel FY22A, con EBITDA *Margin* pari al 22,4% in diminuzione di 0,6 punti percentuali rispetto al margine del 23,0% del precedente esercizio. Il leggero calo della marginalità risulta attribuito principalmente all'aumento dei costi legati al personale e ai servizi che il Gruppo ha affrontato nel corso dell'anno. L'obiettivo di tale incremento è stato quello di consolidare sia la struttura della capogruppo che quella delle sue controllate, per rafforzare la posizione sul mercato con un'organizzazione più strutturata e un rinnovato spirito di collaborazione all'interno del

Gruppo.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 4,64 mln, è pari a € 9,28 mln, in aumento del 5,6% rispetto al risultato del FY22A (€ 8,79 mln). L'EBIT *Margin* del FY23A risulta pari al 15,0%, in decrescita di 3,0 punti percentuali rispetto al valore del FY22A (18,0%), principalmente a causa dell'incremento degli ammortamenti generatosi dalla Differenza di consolidamento per l'acquisizione Pentavac Srl e IDM Automation Srl.

Il Net Income si attesta a € 6,49 mln e risulta in linea rispetto a € 6,47 mln registrato nel FY22A.

Dal punto di vista patrimoniale, la NFP risulta pari a € 15,51 mln di debito, rispetto al valore *cash positive* di € 0,31 mln al FY22A. L'NFP risulta influenzata dagli investimenti realizzati nel corso dell'anno, tra cui due operazioni di M&A del valore di circa € 7,70 mln, un aumento del magazzino per € 5,70 mln e l'adozione del Metodo Finanziario che ha un impatto di circa € 4,00 mln.

Si evidenzia come il Gruppo durante il 2023 abbia proseguito le attività di ricerca e sviluppo per l'innovazione tecnologica, mirando a migliorare sostanzialmente le tecniche di produzione e ad arricchire il proprio portafoglio prodotti. L'obiettivo è stato quello di adottare tecnologie che favoriscono l'efficienza energetica e la sostenibilità ambientale, oltre a integrare modelli di produzione avanzati e tecnologie IoT. Queste ultime, in particolare, hanno lo scopo di fornire ai clienti soluzioni avanzate per la manutenzione predittiva.

Infine, in data 8 gennaio 2024 ha mosso un ulteriore passo significativo nella strategia di espansione internazionale del Gruppo, mirata a consolidare la sua presenza in aree geografiche chiave con alto potenziale di sviluppo e a potenziare la propria rete vendita per accrescere le operazioni commerciali e la quota di mercato, tramite l'inaugurazione di una nuova filiale commerciale a Daejeon, Corea del Sud, sotto il nome di LLC ILPRA KOREA. L'apertura di quest'ultima rafforza la vicinanza di ILPRA ai suoi clienti nella regione, offrendo supporto tecnico per i progetti più importanti e garantendo una risposta agile alle esigenze specifiche del mercato locale.

## FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Revenues</b>			
New	72,00	79,00	90,00
Old	72,00	79,00	n/a
Change	0,0%	0,0%	n/a
<b>EBITDA</b>			
New	16,60	18,55	21,30
Old	16,95	18,75	n/a
Change	-2,1%	-1,1%	n/a
<b>EBITDA %</b>			
New	23,1%	23,5%	23,7%
Old	23,5%	23,7%	n/a
Change	-0,5%	-0,3%	n/a
<b>EBIT</b>			
New	11,50	13,10	15,70
Old	13,95	15,75	n/a
Change	-17,6%	-16,8%	n/a
<b>Net Income</b>			
New	7,95	9,10	11,30
Old	9,70	11,05	n/a
Change	-18,0%	-17,6%	n/a
<b>NFP</b>			
New	7,58	1,75	(5,38)
Old	7,16	0,28	n/a
Change	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

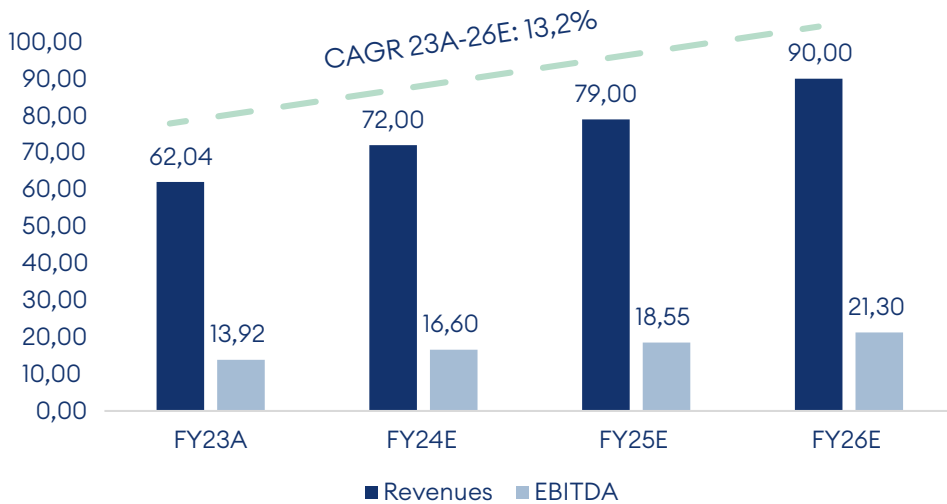
Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Ricavi FY24E pari a € 72,00 mln ed un EBITDA pari a € 16,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 23,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei Ricavi possa aumentare fino a € 90,00 mln (CAGR 23A-26E: 13,2%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 21,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,7%), in crescita rispetto a € 13,92 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 22,4%).

A livello patrimoniale, ci aspettiamo un miglioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà da € 15,51 mln di debito del FY23A a € 7,58 mln, sempre di debito, nel FY24E.

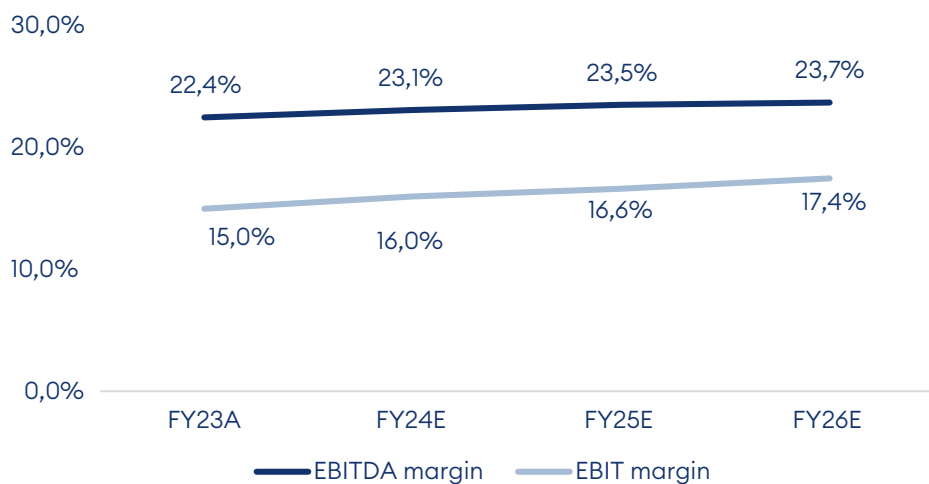


CHART 3 – REVENUES AND EBITDA FY23A-26E



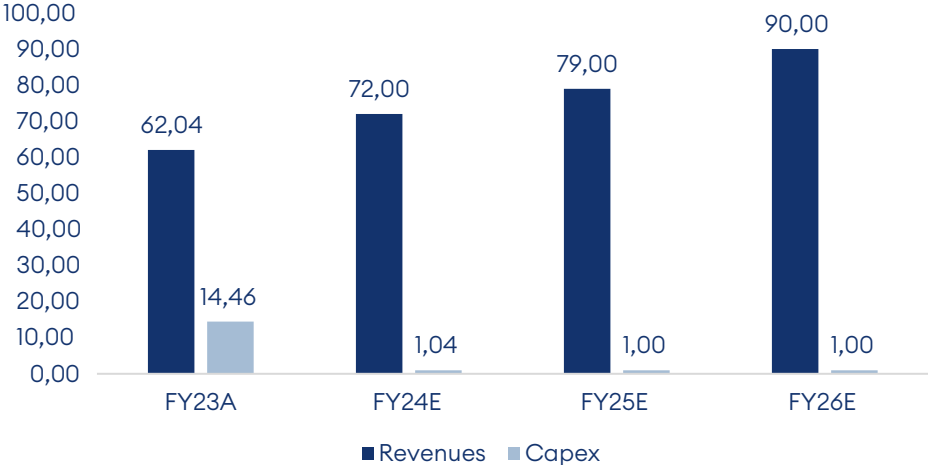
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY23A-26E



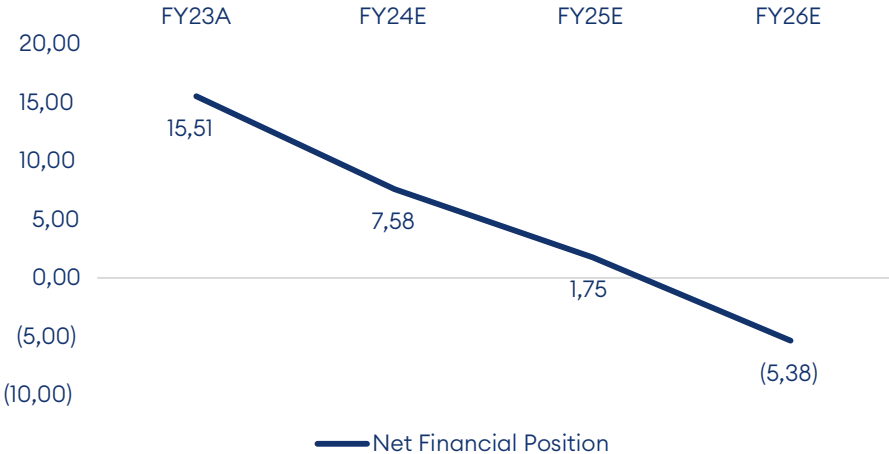
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY23A-26E



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			8,99%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 3,14%	$\beta$ Adjusted 1,2	$\alpha$ (specific risk) 2,50%
$K_d$ 2,50%	Market Premium 7,81%	$\beta$ Relevered 1,3	$K_e$ 14,87%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,99%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	32,0	24%
TV actualized DCF	102,3	76%
<b>Enterprise Value</b>	<b>134,3</b>	<b>100%</b>
NFP (FY23A)	15,5	
<b>Equity Value</b>	<b>118,8</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 118,8 mln.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
	3,0%	197,0	176,0	158,8	144,4	132,3	121,9	112,9
	2,5%	179,0	161,5	146,9	134,6	124,0	114,8	106,8
	2,0%	164,3	149,5	136,9	126,1	116,8	108,6	101,4
	1,5%	152,1	139,3	128,3	118,8	110,5	103,2	96,6
	1,0%	141,7	130,5	120,9	112,4	104,9	98,3	92,4
	0,5%	132,8	123,0	114,3	106,7	100,0	94,0	88,5
	0,0%	125,1	116,3	108,6	101,7	95,6	90,0	85,0

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		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Krones AG	6,9 x	6,1 x	5,6 x	9,9 x	8,2 x	7,4 x	14,3 x	12,1 x	10,8 x
GEA Group Aktiengesellschaft	7,8 x	7,4 x	7,1 x	10,1 x	9,5 x	9,4 x	15,0 x	13,9 x	13,2 x
Alfa Laval AB	14,0 x	13,3 x	12,6 x	17,0 x	15,9 x	15,0 x	22,3 x	20,7 x	19,1 x
John Bean Technologies Corp.	10,6 x	10,0 x	n/a	15,1 x	13,8 x	n/a	18,3 x	16,7 x	n/a
<b>Peer median</b>	<b>9,2 x</b>	<b>8,7 x</b>	<b>7,1 x</b>	<b>12,6 x</b>	<b>11,6 x</b>	<b>9,4 x</b>	<b>16,7 x</b>	<b>15,3 x</b>	<b>13,2 x</b>

Source: FactSet

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	152,4	161,1	151,2
EV/EBIT	144,8	152,3	147,7
P/E	132,7	139,1	149,0
<b>Enterprise Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	114,3	120,8	113,4
EV/EBIT	108,6	114,3	110,8
P/E	99,5	104,3	111,7
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	106,8	119,1	118,7
EV/EBIT	101,0	112,5	116,2
P/E	99,5	104,3	111,7
<b>Average</b>	<b>102,4</b>	<b>112,0</b>	<b>115,5</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di ILPRA è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 110,0 mln.**

# Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	114,4
Equity Value DCF (€/mln)	118,8
Equity Value multiples (€/mln)	110,0
<b>Target Price (€)</b>	<b>9,50</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 114,4 mln. **Il target price è quindi di € 9,50 (prev. € 10,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	9,3 x	7,8 x	7,0 x	6,1 x
EV/EBIT	14,0 x	11,3 x	9,9 x	8,3 x
P/E	17,6 x	14,4 x	12,6 x	10,1 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	5,3 x	4,4 x	4,0 x	3,5 x
EV/EBIT	7,9 x	6,4 x	5,6 x	4,7 x
P/E	9,0 x	7,3 x	6,4 x	5,2 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 INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
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
27/09/2023	5,35	Buy	10,00	Medium	Update

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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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.