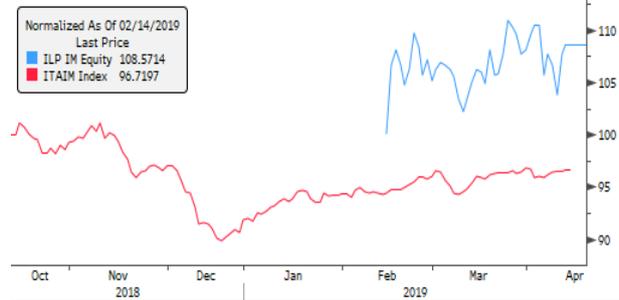


<b>ILPRA</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Capital Goods</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 3,20</b>	<b>Initiation of coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-0,02%	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	0,02%	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	-0,02%	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	0,00%	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	0,00%	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	-0,04%	N/A	N/A	N/A

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



### Stock Data

Price	€ 2,26
Target price	€ 3,20
Upside/(Downside) potential	41,6%
Bloomberg Code	ILP IM Equity
Market Cap (€m)	27,21
EV (€m)	36,71
Free Float	18,34%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 2,40
52-week low	€ 2,11
Average daily volumes (3m)	10.000

### FY18A Results

Le Revenues crescono del 11% YoY passando da circa € 25,6 mln a €28,4 mln nel FY18A. Il Valore delle produzioni è pari ad €31,5 mln, in crescita del 15,8% rispetto ad €27,2 mln nel 2017. Tale significativo incremento riflette i risultati positivi registrati a livello di tutte le società del Gruppo ed è attribuibile sia ad una crescita organica del Gruppo sia all'ampliamento dell'azione commerciale della Capogruppo. Si evidenzia che tale risultato è stato realizzato per circa il 75% all'estero. L'EBITDA margin passa da 20,5% al 19,5%.

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	28,4	30,5	32,5	34,5
EBITDA	5,5	5,7	6,4	7,0
EBIT	4,2	4,2	4,8	5,4
Net Profit	2,9	2,8	3,2	3,7
EPS (€)	0,24	0,23	0,27	0,31
EBITDA margin	19,5%	18,5%	19,5%	20,2%
EBIT margin	14,8%	13,6%	14,6%	15,6%

### Estimates FY19E-22E

Abbiamo pertanto stimato un CAGR18-22E pari a circa il 7,4% e un graduale efficientamento dei costi operativi che porta a fine piano ad un Ebitda margin del 21%. Con riferimento agli investimenti, abbiamo stimato un piano investimenti di circa €7,7 mln nell'arco dei prossimi 4 anni.

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	6,6	6,5	5,8	5,3
EV/EBIT (x)	8,7	8,8	7,7	6,8
P/E (x)	9,5	9,8	8,4	7,4

### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range 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 €39,1 mln. L'equity value di Ilpra utilizzando i market multiples risulta essere pari €37,8 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value pari a €38.5 mln. Il target price è quindi €3.20, rating BUY e rischio MEDIUM.

**Mattia Petracca**

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

## Summary

1.	Company Overview .....	3
1.1	L'attività .....	3
1.2	Storia Societaria .....	4
1.3	Azionisti .....	5
1.4	Struttura del Gruppo .....	5
1.5	Key People .....	6
2.	Il Business Model .....	7
2.1	La Value Chain .....	7
2.2	Portafoglio Prodotti .....	10
2.3	R&D .....	13
3.	Fornitori e Clienti .....	15
3.1.	I principali fornitori .....	15
3.2.	I principali clienti .....	15
4.	Il mercato .....	17
4.1	Il segmento di mercato di Ilpra .....	19
4.2	Posizionamento Competitivo .....	20
4.3	Swot Analysis .....	21
5.	Economics & Financials .....	22
6.	Valuation .....	26

## 1. Company Overview

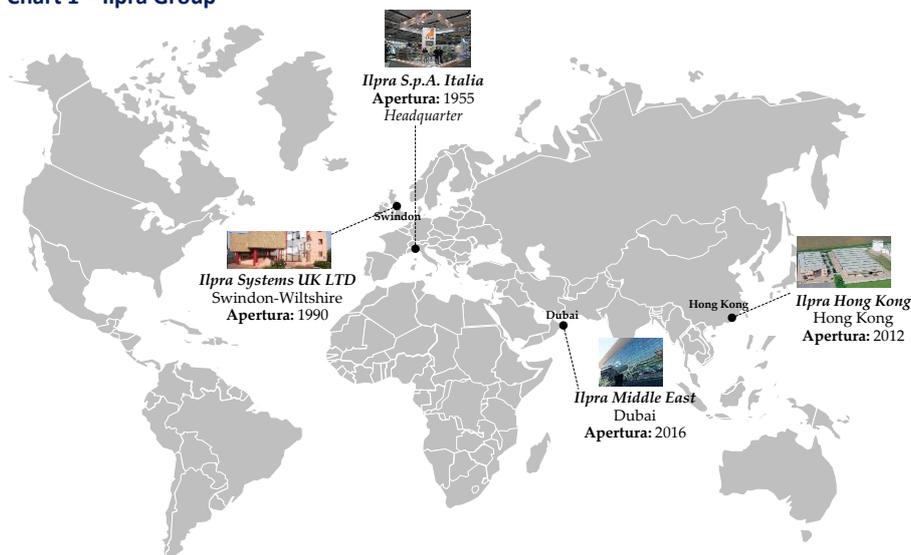
### 1.1 L'attività

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 4 differenti Paesi, che consente il presidio in modo diretto di tutti i mercati del mondo ed in particolare: Europa (Italia, UK) e Asia (Hong Kong, Dubai).

Ilpra ha la qualifica di "PMI innovativa" dal 6 luglio 2018.

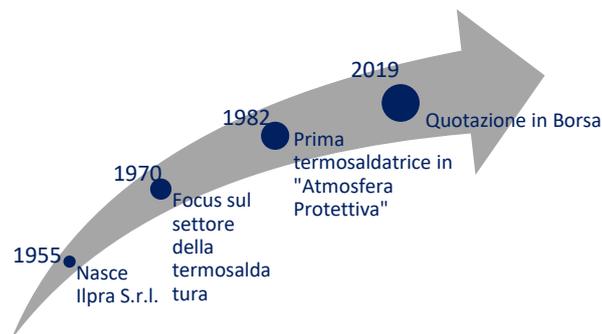
Chart 1 – Ilpra Group



Source: Ilpra

## 1.2 Storia Societaria

**Chart 2 – Equity Story**



Source: Ilpra

- Ilpra S.r.l. (trasformatasi poi in S.p.A. nel 2003) è stata costituita nel 1955 per la progettazione e produzione di macchine confezionatrici affidabili e all'avanguardia.
- Nel 1970 inizia il focus sul settore della termosaldatura e la conquista di una certa notorietà nel mercato del confezionamento alimentare, cosmetico e medicale.
- Nel 1982, gli ingenti sforzi e investimenti in ricerca e sviluppo hanno portato al lancio sul mercato della prima termosaldatrice in "Atmosfera Protettiva", ancora oggi prodotto leader nel mercato del confezionamento. A partire dal 1982, è iniziata la rapida diffusione del marchio Ilpra a livello non solo europeo ma anche internazionale, grazie ai continui stanziamenti per la ricerca e l'innovazione tecnologica, per investimenti di carattere commerciale e per la qualità e affidabilità dei prodotti.
- A febbraio 2019, è stata lanciata l'IPO sul segmento AIM Italia, con obiettivi di internazionalizzazione, strategie di crescita per linee esterne e investimenti per ampliare la capacità produttiva e implementazione di modelli di lean manufacturing e di lean management. Il Gruppo ha collocato 2.538.600 azioni ordinarie di nuova emissione (flottante pari al 18.34% del capitale sociale) ad un prezzo unitario di €2.10, raccogliendo quindi €5.3 mln.

Ad oggi, il Gruppo, con 16.000 macchine installate e 170 dipendenti, comprende diverse filiali nei 4 principali Paesi, una rete di distributori e centri di assistenza che garantiscono competenza e conoscenza dei mercati di riferimento.

### 1.3 Azionisti

Ilpra SpA è controllata per il 39.46% da Maurizio Bertocco, attuale amministratore delegato, per la stessa quota da Cristina Maldifassi e il restante 21.09% è in capo al mercato (di cui flottante 18.34%).

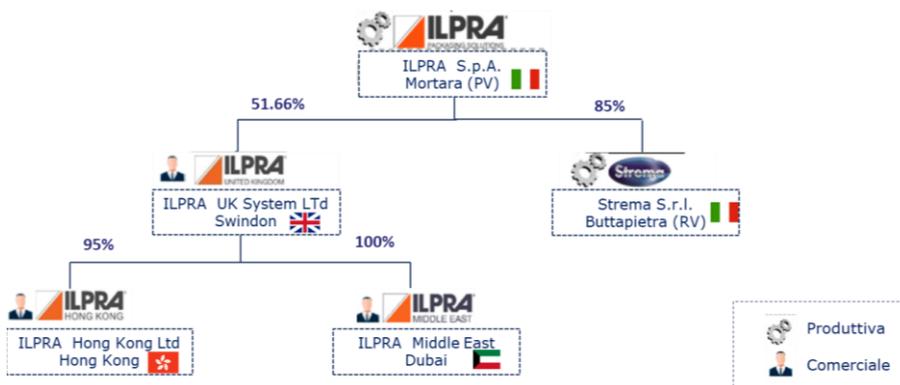
**Table 1 – Shareholders**

Azionista	Nr. Azioni	Quota di Partecipazione
<b>Maurizio Bertocco</b>	4.750.000	39,46%
<b>Cristina Maldifassi</b>	4.750.000	39,46%
<b>Mercato*</b>	2.538.600	21,08%
- Di cui flottante	2.208.000	18,34%
<b>Totale</b>	<b>12.038.600</b>	<b>100%</b>

\*330.600 azioni (2,75% del capitale sociale) sono state sottoscritte da soci soggetti a clausole di lock-up di 36 mesi  
Source: Ilpra

### 1.4 Struttura del Gruppo

**Table 2 – Group Structure**



Source: Ilpra

A sua volta Ilpra S.p.A controlla il 51.66% di Ilpra UK (il 48.34% è detenuto dal management), cui fanno capo la controllata di Hong Kong e di Dubai, e l'85% della società industriale Strema S.r.l.

La struttura del Gruppo presenta un accentramento presso la Capogruppo Ilpra S.p.A. di tutte le principali funzioni di staff e produzione, in modo da garantire maggior efficienza e controllo a tutta la catena del valore, evitando di duplicare le funzioni e i relativi costi. Particolare rilevanza è data all'Ufficio Qualità che lavora in maniera indipendente e riporta direttamente al Presidente di Ilpra S.p.A.

#### 1.4.1 ILPRA UK System LTD

ILPRA UK System LTD è una società di diritto inglese sussidiaria del Gruppo fondata nel 1990 a seguito della crescente domanda per i prodotti Ilpra, e si occupa principalmente di compravendita e commercializzazione di macchinari e impianti. Essa conta 16 dipendenti ed è controllata al 51.66% da ILPRA S.p.A., mentre il restante 48.34% è suddiviso tra management e dipendenti della stessa.

#### 1.4.2 Strema S.r.l.

Strema S.r.l. è una società di diritto italiano che svolge principalmente attività di progettazione, costruzione e commercializzazione di macchinari e impianti. Si avvale di 10 dipendenti, su una superficie di ca. 1200 mq e una capacity ancora disponibile pari a 870 mq (ad oggi dati in locazione). Nel 2017 ha registrato un utile pari a ca. €0.3mln.

Ilpra S.p.A. detiene inoltre una partecipazione del 23.33% in Ilpra System Espana SL, società distributrice con sede in Barcellona.

## 1.5 Key People

### **Maurizio Bertocco** – Presidente e Amministratore Unico

Diplomato in Ragioneria nel 1977 presso l’Istituto Tecnico Commerciale «Luigi Casale» di Vigevano, entra in azienda nel 1980 e dopo 8 anni di esperienza come Responsabile Commerciale Italia ed Estero, assume la carica di Amministratore Unico della Ilpra S.r.l. nel 1988 (trasformatasi poi in S.p.A. nel 2003), carica che mantiene ancora oggi. Ha contribuito e contribuisce in maniera determinante allo sviluppo della società, consentendo l’apertura di filiali in diverse nazioni e allo sviluppo del business all’estero.

### **Vittorio Vecchio** – Chief Financial Officer

Laureato in Scienze Politiche presso l’Università di Pavia, dal 1997 al 2002 è responsabile amministrativo presso Concessionario Mercedes-Benz con sede a Pavia. Dal 2002 al 2018 ricopre il ruolo di Direttore Amministrazione, Finanza e Controllo in Trenkwalder Italia Holding Srl, Facis SpA e Finim Srl. Attualmente ricopre il ruolo di CFO in Ilpra S.p.A.

### **Gianluca Apicella** – Direttore Commerciale Area Estero

Laureato in Scienze Politiche, presso l’Università di Pavia nel 1990. Dopo un’esperienza quinquennale in gestione e sviluppo portafogli e acquisizione di nuovi clienti presso l’Agenzia Toro Assicurazioni di Mortara e Mede, dal 1996 lavora per Ilpra S.p.A., dove fino al gennaio 1999 si occupa, in qualità di Area Manager, della gestione commerciale e delle vendite in Scandinavia, Canada, Africa Mediterranea e Sud Africa. Dal gennaio 1999 è Direttore Commerciale Estero, responsabile della pianificazione e gestione delle vendite di 5 Area Manager.

### **Paolo Arata** – Direttore Commerciale Italia

È presente in Ilpra dal 1990 in qualità di Area Manager Italia e a partire dal 2006 riveste il ruolo di Direttore Commerciale Italia.

### **Livio Portera** – Managing Director Ilpra Branches

Diplomato in Ragioneria nel 1990, è stato assunto in Ilpra nel 1998 con il ruolo di Area Manager estero. È attualmente Managing Director Ilpra Branches per Ilpra U.K., Middle East e Ilpra Hong Kong e di queste ne è anche coordinatore. Dal 2005 è poi consigliere di Ilpra UK, mentre dal 2014 è membro del consiglio di amministrazione di Ilpra Hong Kong e dal 2016 anche di Ilpra Middle-East.

### **Andrea Zini** – Product Manager

Laureato in Economia e Commercio presso l’università di Pavia, dal 1999 al 2001 lavora come commerciale per l’Italia e l’Estero presso Bossi S.r.l. Dal 2001 è Product Manager in Ilpra, assumendo nel 2014 la carica di responsabile dell’Ufficio e occupandosi di definizione di linee strategiche e di marketing, nonché di realizzazione di offerte commerciali più complesse.

## 2. Il Business Model

### 2.1 La Value Chain

Ilpra è una società che lavora su commessa ed è in grado soddisfare le esigenze di ogni singolo cliente attraverso una spinta personalizzazione. Il modello di business impone all'azienda una programmazione dettagliata e accurata sia degli acquisti dai fornitori che della gestione del magazzino prodotti finiti e semilavorati, al fine di evadere gli ordini con puntualità e precisione. Punto cruciale è la stima della probabilità di conversione delle trattative in ordini, così da programmare conseguentemente la produzione. Ad oggi tale probabilità si aggira intorno al 10%.

**Chart 3 – The business Model**



Source: Ilpra

#### 2.1.1 Ricezione Ordini

In questa fase, Ilpra si avvale della fitta rete di venditori suddivisa per aree geografiche. I referenti commerciali seguono da vicino il cliente, con puntuale supporto in maniera personalizzata in base alle specifiche esigenze, al fine di trovare la miglior soluzione nell'ampia gamma di macchine e tecnologie di confezionamento. Al 31 dicembre 2017, l'84% del fatturato è stato relativo ai principali operatori mondiale del settore alimentare, mentre il restante 16% ha riguardato i clienti industriali.

#### 2.1.2 Produzione

Processato l'ordine derivante dalla struttura di vendita, sulla base delle lavorazioni richieste, viene creata una matrice che identifichi il lotto di produzione; successivamente, l'ufficio tecnico prende in carico l'ordine e ne delinea le caratteristiche, creando una distinta base. L'ultimo passaggio prevede l'assegnazione delle varie sezioni della distinta base all'ufficio acquisti, alla carpenteria e al reparto macchine utensili. La fase produttiva propriamente detta inizia con la selezione dei fornitori sulla base del ricco tessuto industriale tra Lombardia, Piemonte e Emilia-Romagna su cui la Società si poggia.

Tale modello di business è affiancato da una dettagliata programmazione degli acquisti presso i fornitori e da una specifica gestione del magazzino: Ilpra ritiene strategico mantenere un magazzino di semilavorati, rappresentati da moduli che verranno poi assemblati, a seconda delle specifiche esigenze. Ciò consente di produrre macchinari complessi con tempi di consegna ridotti, in quanto il 70% delle componenti che formano ciascun macchinario sono già presenti in magazzino al momento della creazione della distinta base.

La produzione è organizzata sia in modalità industriale, sia in modo tale da soddisfare le puntuali esigenze della clientela: è un modello basato sulla produzione di macchinari in serie con possibilità di personalizzazione delle soluzioni. Le macchine vengono prodotte secondo tecnologie all'avanguardia e offrono soluzioni di confezionamento dotate di elevati standard di qualità, precisione e prestazione. L'intera produzione è effettuata nel rispetto della normativa ISO 9001:2015, che garantisce pieno controllo e tracciabilità dell'intero processo produttivo.

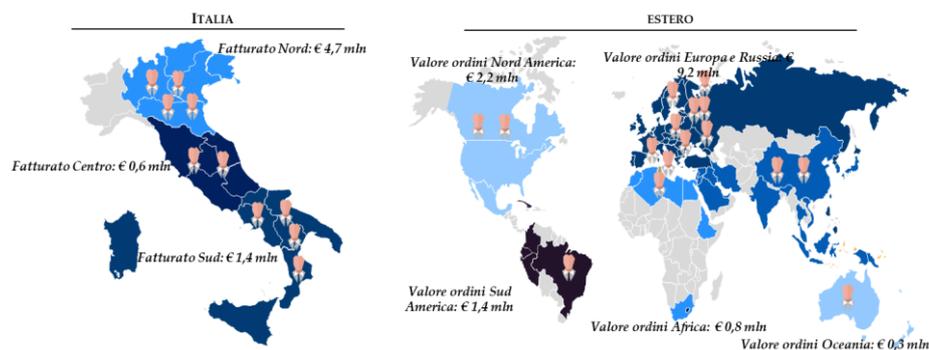
Il modello produttivo è basato sulla massima industrializzazione dei processi, ma è fortemente integrato con un intervento artigianale da parte dei tecnici del Gruppo, per garantire la massima personalizzazione. La fase produttiva è gestita da quattro responsabili di produzione: un responsabile per le macchine utensili, uno per la carpenteria, uno per l'impiantistica elettrica e uno per la programmazione PLC. Questi rispondono ai tre responsabili di prodotto (uno per *FillSeal*, uno per vaschette e uno per termoformatrici), ai cui vertici vi è il Direttore dello stabilimento.

Le sedi operative sono tre: la sede di Mortara, con una superficie di 13.300 mq e con una capacity ancora disponibile del 20%, la sede di Strema di ca. 1.190 mq, disponibile per il 10-20% ed infine un capannone di proprietà di Strema, attualmente dato in locazione, ma disponibile per eventuali crescita dimensionali. Riteniamo quindi che la società abbia una capacity ancora disponibile per nulla in contrasto con le prospettive di crescita.

### 2.1.3 Rete di vendita

La rete di vendita è organizzata per mezzo di filiali e rivenditori all'estero che, a loro volta, distribuiscono sui vari territori.

**Chart 4 – Commercial Network**



Source: Ilpra

La rete di venditori della società è estesa su tutta Italia, suddivisa per le tre aree geografiche e composta da 10 membri. All'estero la presenza di venditori è frutto di una capillare rete di vendita costruita negli anni, dalle filiali estere e da una rete di Area Manager presente in tutto il mondo.

Il Gruppo ha tre responsabili commerciali: uno per l'Italia e due per l'estero, ripartiti per competenza geografica. I responsabili commerciali per l'estero, possono contare su una struttura di dodici risorse presenti a Mortara, cinque agenti presenti sui principali mercati interessati le filiali del Gruppo e alcuni rivenditori locali. Il responsabile Italia, invece, gestisce tre dipendenti, due venditori diretti e cinque agenti mandatari.

Tale rete di vendita è stata sviluppata nel corso degli anni per mezzo delle strategie di sviluppo dell'organizzazione commerciale per area geografica, proprio in funzione della prossimità ai clienti, vecchi e potenziali, ritenuta fondamentale per lo sviluppo di migliori rapporti commerciali e nuove commesse.

Il modello distributivo prevede che le filiali operino come distributori, fornendo anche assistenza tecnica e post-vendita e, inoltre, che dispongano di magazzini locali di prodotti finiti, pezzi di ricambio, strutture tecniche e laboratori locali.

#### 2.1.3 Assistenza post-vendita e Supporto clienti

Ilpra offre al cliente l'assistenza e la manutenzione preventiva con interventi di aggiornamento per ciascun cliente sulla base delle esigenze, nonché la fornitura di software specifici di integrazione tra i sistemi Ilpra e i sistemi dei clienti.

Il presidio dei clienti anche nella fase post-vendita è uno dei compiti della rete globale di agenti, a cui è affidato il contatto continuo con le imprese clienti. Tutte le macchine, comunque, contengono tecnologie per il controllo del funzionamento a distanza e finalizzate a porre in essere eventuali interventi di riparazione in remoto.

Ilpra, inoltre, sottoscrive contratti di appalto con alcuni clienti volti allo svolgimento di opere di assistenza tecnica sulle macchine vendute: tale manutenzione viene svolta tramite un determinato numero di visite all'anno, al fine di garantire una manutenzione preventiva, per mantenere la corretta messa a punto del macchinario e per verificarne l'efficacia dei dispositivi di sicurezza standard.

#### 2.1.4. Marketing

Ilpra partecipa alle principali fiere di settore e convegni relativi all'Industria 4.0, tra cui *Ipack Ima* (Milano), *Fruitlogistica* (Berlino), *CFIA* (Rennes), *Djazagro* (Algeri). Queste sono funzionali alla presentazione delle nuove soluzioni create a seguito delle ingenti attività di R&D e permettono al Gruppo di relazionarsi con i clienti, anche potenziali.

Allo scopo di promuovere i propri prodotti, il Gruppo Ilpra organizza eventi periodici e organizza corsi di formazione (*Ilpra Academy*) mirati ad illustrare le modalità di utilizzo delle macchine e degli impianti alla luce delle evoluzioni introdotte dal programma Industry 4.0.

Ilpra ha inoltre fondato una rivista periodica specializzata sul packaging, con pubblicazione di articoli di approfondimento (*Quick InfoPackaging*).

## 2.2 Portafoglio Prodotti

### 2.2.3 Portafoglio Prodotti

Il business del Gruppo Ilpra consiste nella produzione di macchinari per il packaging, con specifico focus sul segmento del confezionamento per prodotti alimentari. La produzione si concentra su tre tipologie di macchinari, la cui marginalità è mediamente di circa il 40%:

- Macchine termosaldatrici



Consentono di confezionare e sigillare il prodotto in vaschette preformate, ideali per il confezionamento di una grande varietà di prodotti alimentari, non alimentari e medicali. I modelli “*Food*” e “*Linea Food*” rispondono sia alle esigenze di piccole e medie produzioni, sia a richieste di elevata produttività per linee automatiche. A seconda del tipo di confezionamento, delle necessità e dei volumi di produzione richiesti, Ilpra fornisce la soluzione standard più adatta oppure studia e personalizza per il cliente soluzioni ad hoc.

Queste macchine assicurano il **70%** del valore della produzione.

- Macchine riempitrici termosaldatrici



Studiate e prodotte per differenti esigenze produttive, risultano ideali per dosare e sigillare confezioni di yogurt, salse, zuppe, prodotti liquidi e densi/pastosi in genere, anche a diverse temperature. Il prodotto viene dosato all’interno di contenitori preformati sui quali viene saldato un dischetto in alluminio o in cartoncino accoppiato.

I modelli della linea “*Fill Seal*” sono inoltre disponibili anche in versione “film” (per chiudere la confezione tramite film saldato), in sottovuoto e in atmosfera protettiva. In questo contesto, Ilpra si posiziona come unico produttore italiano.

Tali macchinari contribuiscono per il **20%** al valore della produzione.

- Macchine termoformatrici-termosaldatrici



Con tali macchinari la confezione del prodotto viene creata e formata attraverso l'utilizzo di un film per imballaggio sul quale viene sigillato un film di saldatura. Il confezionamento può avvenire anche in sottovuoto, in atmosfera protettiva o in *skin*. Risultano ideali per confezionare tutti i tipi di prodotti, anche non alimentari (es. prodotti medicali come strumenti, dispositivi o iniettabili) e sono adatte alle esigenze di diverse realtà, in quanto possono offrire confezioni sia rigide che flessibili in base al materiale di formatura utilizzato.

Tali macchinari rappresentano il **10%** del valore della produzione.

Esistono poi le c.d. macchine speciali, che si configurano come macchine uniche per le specifiche esigenze del cliente, in quanto possono raggiungere un grado di personalizzazione superiore al 50%.

In termini di rapporto qualità-prezzo, i prodotti si collocano in una fascia medio-alta del mercato di riferimento: i clienti sono quindi propensi a riconoscere agli stessi un *premium price*.

**Table 3 – Business Lines**

Linea Prodotti	Macchinari	Caratteristiche
<b>Food</b>	Macchine termosaldatrici a funzionamento manuale o semiautomatico del segmento entry level.	È funzionale al confezionamento e alla sigillatura dei prodotti in vaschette preformate nei diversi materiali.
<b>Linea Food</b>	Macchine termosaldatrici a funzionamento automatizzato, progettate sin dall'inizio sia per integrarsi, sia per essere altamente personalizzabili, sia per essere utilizzate come indipendenti.	È funzionale al confezionamento, ma presenta una più elevata velocità di funzionamento, minori costi di gestione e maggiore produttività.
<b>Fill Seal</b>	Macchine riempitrici-saldatrici, studiate per le più svariate esigenze produttive (dalle piccole produzioni a produzioni per linee totalmente automatiche).	Normalmente utilizzate nell'industria alimentare per dosare e sigillare confezioni di prodotto liquidi e/o densi e pastosi in genere, anche a diverse temperature.
<b>Formapack</b>	Macchine termoformatrici-termosaldatrici, costruite per le più diversificate necessità.	Trovano applicazione nel confezionamento e nella sigillatura, nonché nella creazione della vaschetta stessa.

Source: Ilpra

## 2.2.4 Tipologie di confezionamento

Le tecnologie impiegate per la conservazione dei cibi consentono di ridurre la carica batterica degli alimenti e, conseguentemente, aumentarne la freschezza, in modo da soddisfare le esigenze della clientela. Le tipologie di confezionamento si distinguono in:

- Saldatura



Il confezionamento in sola saldatura protegge il prodotto dalle sollecitazioni fisiche e ambientali, dall'umidità e dalla luce UV ed è adatto per i prodotti non food (industriali, medicali e farmaceutici) o per alimenti che non necessitano di lunga conservazione. Le confezionatrici garantiscono una perfetta saldatura del contenitore, in qualsiasi materiale esso si presenti (plastica, alluminio, cartone e materiali espansi).

- Atmosfera Protettiva - ATP



Tale processo garantisce il prolungamento della freschezza (*shelf-life*) del prodotto, con conseguente maggiore sicurezza alimentare. Il principio su cui si basa questa tecnologia è la sostituzione dell'aria presente nella confezione con una miscela prestabilita di gas. Le riempitrici saldatrici "Fill Seal" sono tra le poche al mondo che supportano questa tecnologia.

- Sottovuoto



Grazie al sottovuoto il prodotto conserva meglio le sue proprietà nutrizionali e viene fissato alla confezione in modo da proteggerlo dalle sollecitazioni meccaniche. Con tutte le linee di macchine del Gruppo è possibile confezionare ogni tipo di materiale, garantendo una conservazione perfetta.

- Skin

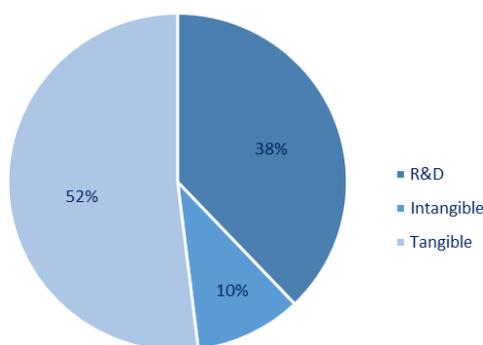


Soluzione di confezionamento che consiste nella saldatura di un film che aderisce al prodotto senza deformato, garantendo una *shelf-life* duratura. Grazie alla perfetta interazione tra le macchine confezionatrici e i materiali di confezionamento utilizzati, il risultato è una confezione sottovuoto che dona al prodotto un aspetto fresco e genuino. Lo "Skin" è un tipo di confezionamento ideale per carne fresca, carni bianche, pesce, frutti di mare, piatti pronti, formaggi, pâtes e simili.

## 2.3 R&D

Fin dalla sua costituzione il Gruppo Ilpra ha investito costantemente in R&D al fine di garantire il costante soddisfacimento dei bisogni del cliente e del mercato e per realizzare prodotti performanti, affidabili e tailor made. Questo ha consentito al Gruppo di diventare partner del proprio cliente e non semplice fornitore. Nel 2018 ha investito ca. €2,4 mln, che stimiamo siano così suddivisi

**Chart 5 - 2018 Investments**



Source: Integrae SIM

Il dipartimento di R&D lavora costantemente per anticipare e soddisfare le mutevoli richieste ed offrire macchine e sistemi tecnologicamente all'avanguardia, così da proporre al cliente un'ampia gamma di soluzioni per il confezionamento dei propri prodotti.

Grazie ai continui investimenti in R&D, Ilpra è riuscita nel corso degli anni a creare soluzioni di confezionamento adatte a diversi settori (alimentare, non alimentare, medicale e healthcare)

L'obiettivo del Gruppo è quello di fornire macchine confezionatrici che, oltre ad essere connotate da un'elevata qualità, minimizzino i costi di confezionamento e sostengano la competitività del cliente utilizzatore sul mercato.

I costanti investimenti hanno portato il Gruppo Ilpra a sviluppare tecnologie all'avanguardia.

Tra le altre ricordiamo:

- **ProGas**, che è un'innovativa tecnologia basata su di un'esclusiva ciclica di lavoro che consiste nella limitazione delle fasi di creazione di vuoto e le relative compensazioni alla sola vaschetta da confezionare, invece di estenderla a tutto il processo di confezionamento. In questo modo si riduce l'utilizzo e quindi lo spreco di gas. In data 31/11/2009 è stato concesso il brevetto per invenzione industriale di tale "unità di sigillatura in atmosfera controllata di vaschette e/o simili contenitori per il confezionamento di prodotti alimentari".

Attraverso l'uso di questa tecnologia è possibile ottenere un sostanziale aumento della produttività grazie ad un notevole incremento della velocità di lavoro, nonché benefici aggiuntivi dati dal maggiore rispetto dell'ambiente per effetto di una riduzione dell'utilizzo di gas, con un risparmio per il cliente.

- **E-Mec**, Con l'obiettivo di ridurre al minimo gli sprechi energetici e ambientali, è stata sviluppata la tecnologia E-Mec, applicabile alle macchine confezionatrici e basata sulla

movimentazione completamente elettromeccanica delle stazioni di lavoro, combinata ad una gestione elettronica di ultima generazione.

La tecnologia E-Mec consente di ottenere velocità e produttività maggiori e limita lo stress meccanico dei componenti della macchina grazie a movimenti accurati e di estrema precisione

L'adozione della tecnologia E-Mec permette inoltre di ridurre il consumo pneumatico fino al 70% e limita le emissioni acustiche del 60% circa, con grande beneficio anche degli addetti che operano sulla macchina.

Nel 2012 ha preso il via un accordo con il dipartimento di Chimica Generale, Inorganica, Analitica e Chimica Fisica (GIAF) dell'Università degli Studi di Parma, al fine di avviare un confronto sulle ricerche nell'ambito del confezionamento.

Anche sul fronte delle alleanze, Ilpra è molto attiva. È stata in fatti avviata una partnership strategica con Mitsubishi Electric, che ha permesso lo sviluppo di una soluzione tecnologicamente avanzata nel mondo del packaging e un miglioramento nel software gestionale delle macchine, garantendo un forte valore aggiunto al servizio per il confezionamento alimentare, medicale e cosmetico.

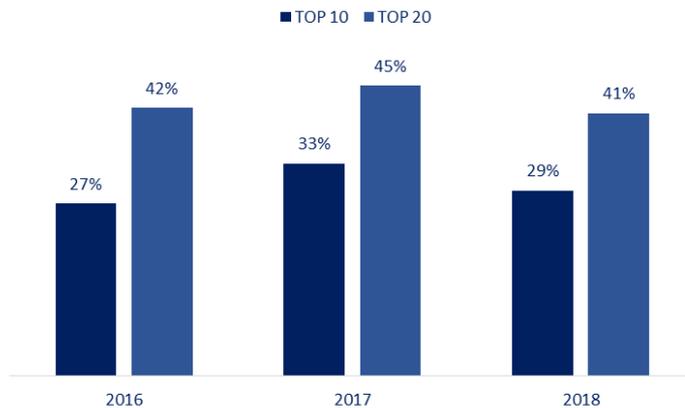
A fine 2018 sono state consegnate le prime macchine per la produzione dei bastoncini di cotton-fioc in carta, a seguito di oltre due anni di progetti di R&D, ad opera di Strema. Per questi nuovi prodotti, Strema è l'unico produttore europeo.

### 3. Fornitori e Clienti

#### 3.1. I principali fornitori

I prodotti del Gruppo sono 100% Made in Italy, in quanto progettati e realizzati interamente in Italia. L'azienda si avvale principalmente di fornitori italiani, dislocati tra Lombardia, Piemonte ed Emilia Romagna.

**Chart 6 – Incidence Top 10 Suppliers vs. Top 20 Suppliers**

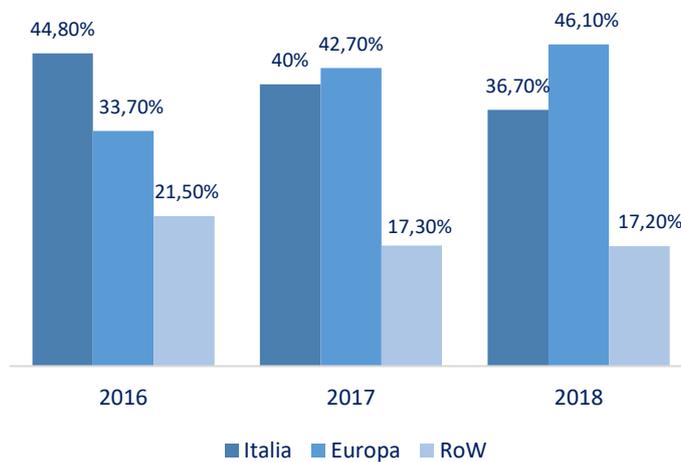


Source: Ilpra

#### 3.2. I principali clienti

I prodotti del Gruppo sono venduti in tutto il mondo grazie alla capillare rete di vendita presente a livello globale. I clienti sono prevalentemente i principali operatori mondiali del settore alimentare e, in via residuale, i grandi gruppi impiantistici che assemblano il prodotto finito e lo rivendono ai clienti finali.

**Chart 7 – Clients Breakdown per geographical area**



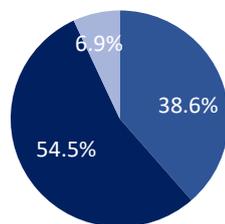
Source: Ilpra

La distribuzione del fatturato evidenzia una sempre più internazionalizzazione, soprattutto verso i Paesi Europei, a discapito delle vendite sul territorio nazionale che sono invece in decrescita. La maggior parte delle vendite al di fuori dell'Europa viene effettuata negli Stati Uniti.

I controvalori FY18A sono pari a €9.11 mln per l'Italia, €11.46 mln e €4.26 mln rispettivamente per Europa e Paesi non europei.

**Chart 8 – Turnover Breakdown per market**

■ Alimentare ■ Industriale ■ Bancario



Source: Ilpra

Il breakdown per market indica che il 54.5% del fatturato del Gruppo Ilpra è stato realizzato da imprese del settore industriale (che fa riferimento a Società che hanno come cliente finale il settore Alimentare), il 38,6% dal settore alimentare (aziende che si occupano di produzione alimentare a livello industriale) e il 6,9% dal settore bancario.

In termini di distribuzione geografica, i clienti appartenenti al settore alimentare sono in prevalenza dislocati tra le aree del sud e dell'est Europa (Italia, Bielorussia, Romania, Russia, Turchia, Tunisia) mentre i clienti del settore industriale sono concentrati principalmente nell'Europa centrale e settentrionale (Francia, Olanda, Repubblica Ceca, Finlandia, Svezia), oltre che negli Stati Uniti.

#### 4. Il mercato

A causa della carenza di dati relativi all'andamento dell'anno 2018, in quanto le nuove rilevazioni di settore sono solitamente pubblicate verso la metà dell'anno in corso, riportiamo i dati relativi al 2017.

L'industria italiana dei costruttori di macchine automatiche per il confezionamento e l'imballaggio ha continuato nel 2017 a consolidare la sua posizione di preminenza mondiale. Secondo i dati raccolti dal Centro Studi Ucima, il 2017 si è chiuso ulteriormente in crescita rispetto all'anno precedente. Il fatturato totale è cresciuto dell'8.9% YoY raggiungendo €7.2 mld. La capillare presenza internazionale resta elemento distintivo di settore che porta le aziende italiane a misurarsi testa a testa con i competitor tedeschi su tutti i mercati mondiali. Una macchina su cinque venduta nel mondo è infatti italiana. L'export cresce del 7.5% e raggiunge €5.7 mld.

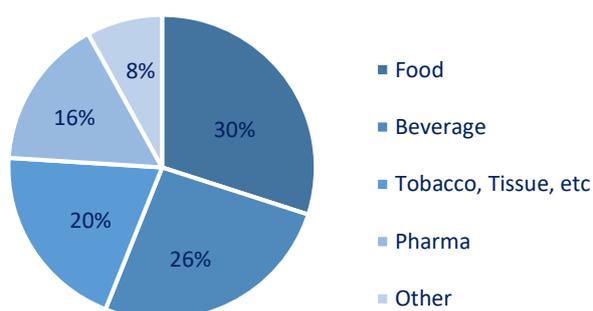
Prosegue anche il trend positivo del mercato domestico che registra una crescita del 14,4% e supera €1.5 mld. Il settore registra pertanto un saldo commerciale positivo, pari a €5.2 mld, in crescita del 7.1%. A generare questi risultati sono 634 aziende che danno lavoro a 32.227 persone (+8.7% sul 2016).

Il settore più dinamico si conferma, anche nel 2017, quello dei produttori di beni strumentali, classificandosi al primo posto in termini di quote export e secondo come giro d'affari complessivo.

L'Unione Europea, si conferma la principale area di destinazione e assorbe il 37.4% (€1.9 mld) del fatturato totale. Al secondo posto si posiziona l'Asia, con un'incidenza del 21.8% sul fatturato (€1.1 mld). Il mercato nord americano è terzo con un'incidenza del 11.6% del fatturato (€0.59 mld).

Il mercato italiano registra un ulteriore anno positivo, grazie alle agevolazioni del piano Industry 4.0. Il fatturato generato in Italia è infatti cresciuto del 14.4% YoY a €1.5 mld.

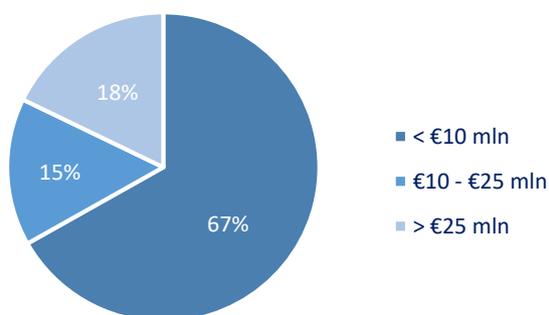
**Chart 9 – Turnover Breakdown per Market**



Source: elaborazione Integrae SIM

Nella suddivisione del fatturato tra i vari settori, il 2017 conferma una predominanza dell'industria alimentare (food e beverage), che incide per il 56% sul volume d'affari complessivo. Food and beverage si confermano anche singolarmente in testa alla classifica: il food risulta nel 2017 il primo settore cliente, assorbendo il 30% (€2.17 mld) del fatturato totale, con un export del 74%; il beverage si colloca al secondo posto, assorbendo il 26% del fatturato totale. Le vendite in questo settore sono destinate ai mercati esteri per l'83%. Segue il settore che include macchine per il tabacco, tissue, ecc. – che raggiunge la quota di €1.46 mld (20% del totale), con un export dell'82%, e infine il mercato delle macchine "Pharma" con €1.16 mld (16% del totale), realizzato per l'80% sui mercati internazionali. L'8% è rappresentato da settori residuali. Anche in Italia, si conferma il settore food come predominante seguito dal beverage.

**Chart 10 – Company Size**



Source: Centro Studi UCIMA – 5° Indagine Statistica Nazionale 2017 Settore Macchine Automatiche per il Confezionamento e l'Imballaggio

Da un punto di vista industriale, il settore dei costruttori italiani di macchine per il confezionamento e l'imballaggio riflette perfettamente la struttura dell'industria italiana. Il 65.8% delle aziende genera fatturati inferiori ai 5 milioni di euro e contribuisce ad appena il 8.9% del giro d'affari. Le 48 imprese di dimensioni maggiori (con fatturati oltre i €25 mln), al contrario, realizzano invece il 66.8% del fatturato totale. Le aziende di dimensioni maggiori sono anche le uniche che registrano l'aumento del numero medio di addetti. Nonostante questa polarizzazione, nel 2017 si è assistito ad un irrobustimento delle aziende di medie dimensioni (€10-25 mln di fatturato) che sono passate da 52 a 77 (+25 unità) e generano il 15.4% del fatturato totale.

Secondo il Presidente di UCIMA, *"...nonostante la volatilità dei mercati e il continuo cambiamento delle condizioni geo-politiche in vari mercati rendano sempre più difficile fare previsioni attendibili, crediamo però di poter ragionevolmente prevedere il mantenimento del trend di crescita registrato lo scorso anno. Il nostro Centro Studi Ucima prevede infatti che continueranno le buone performance in Italia e in Europa e miglioreranno quelle di Asia e Africa, con incrementi compresi tra il 6% e il 6,5% nel biennio 2018-2020"*.

#### 4.1 Il segmento di mercato di Ilpra

Il business del Gruppo Ilpra consiste nella produzione di macchinari per il packaging, con specifico riferimento ad una particolare nicchia di mercato, ossia quella del packaging per prodotti alimentari. All'interno di tale specifico segmento di mercato, la produzione del Gruppo Ilpra si concentra su tre tipologie di macchinari:

- Macchine termosaldatrici per vaschette (70% del fatturato complessivo);
- Macchine riempitrici termosaldatrici per coppette (20%);
- Macchine termoforatrici termosaldatrici (10%).

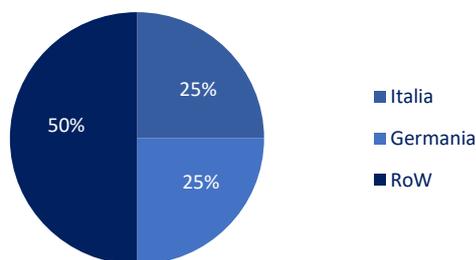
In termini di rapporto qualità-prezzo, i prodotti del Gruppo Ilpra si collocano all'interno della fascia medio-alta del mercato di riferimento, pertanto i clienti sono spesso disposti a riconoscere un premium price alle macchine vendute.

A livello mondiale, il segmento di mercato relativo alle macchine termosaldatrici per vaschette è dominato dalle aziende europee, con un ruolo di primo piano svolto dalle aziende italiane e tedesche.

Infatti, l'Italia e la Germania da sole generano la metà di tutto il fatturato mondiale prodotto in tale segmento. Le caratteristiche dei macchinari italiani sono del tutto opposte a quelle tedesche: apprezzate per il design, il Made in Italy, la qualità e soprattutto il servizio post vendita, quelle Italiane, apprezzate per l'affidabilità complessiva del prodotto quelle tedesche.

Il mercato è molto frammentato e vede per il 50% la presenza di attori internazionali.

**Chart 11 – Turnover Breakdown**



Source: elaborazione Integrae SIM

Riteniamo che nella nicchia rappresentata dalle macchine termosaldatrici per vaschette, la crescita possa essere compresa tra il 5-10% nei mercati dell'Europa Centrale e degli Stati Uniti. I driver di crescita saranno:

- le variazioni delle abitudini alimentari verso una preferenza sempre più marcata verso i cibi pronti e già confezionati;
- l'aumento della *shelf-life* del prodotto verso una preferenza per prodotti con maggior durata e conservazione.

Con riferimento alle nicchie di mercato relative alle linee di prodotto per riempitrici per coppette, termoforatrici e termosaldatrici si stima una crescita di mercato rispettivamente del 35% e del 20%, con mercati potenziali nei Paesi Arabi, Est Europa, ex Unione Sovietica e Asia.

## 4.2 Posizionamento Competitivo

**Table 4 – Competitive Position**

	Revenues (€/mln)	Ebitda (€/mln)	Ebitda Margin	Net Income (€/mln)	Net Income %	NFP (€/mln)	ROE	ROI	ROCE	ROIC
<b>Produttori</b>										
Italian Pack S.r.l.	9,8	1,7	17%	1,1	11%	n.d.	54%	n.d.	55%	n.d.
Reepack	10,9	2,8	26%	0,9	8%	-3,2	18%	23%	24%	25%
G. Mondini	76,9	15,1	20%	8,7	11%	-59,9	27%	42%	20%	20%
Migliorini	2,0	0,1	6%	0,0	0%	-0,6	0%	1%	1%	1%
Tecnovac	3,9	0,7	18%	0,5	13%	-3,7	22%	27%	27%	27%
Coligroup	14,0	0,5	3%	0,1	0%	4,0	11%	2%	8%	2%
CA.VE.CO. S.r.l.	2,7	0,2	6%	0,1	3%	-2,1	7%	6%	6%	6%
<b>Median</b>	<b>6,8</b>	<b>0,6</b>	<b>12%</b>	<b>0,3</b>	<b>6%</b>	<b>-2,1</b>	<b>14%</b>	<b>6%</b>	<b>14%</b>	<b>6%</b>
<b>Ilpra*</b>	<b>28,4</b>	<b>5,5</b>	<b>20%</b>	<b>2,9</b>	<b>10%</b>	<b>9,5</b>	<b>33%</b>	<b>19%</b>	<b>32%</b>	<b>21%</b>

\*I dati Ilpra sono FY18A; per le altre società non sono ancora disponibili e pertanto sono stati considerati i dati FY17A

Source: Ilpra, elaborazioni Integrae SIM

Il Gruppo Ilpra mostra risultati di gran lunga migliori rispetto alla mediana di settore. L'unica eccezione è rappresentata dalla NFP (€9.5 mln vs. - €2.1). Tuttavia si evidenzia che tale dato, facendo riferimento a FY18A, non include i proceeds dell'IPO pari a €5.3 mln.

### 4.3 Swot Analysis

**Strengths:**

- Expertise di settore;
- Elevato know-how nello studio, progettazione, sviluppo e integrazione di moderne tecnologie;
- Ampia gamma di prodotti, nonché di soluzioni progettate *ad hoc* per soddisfare le più svariate esigenze;
- Internazionalità dei clienti;
- Riconoscibilità del marchio Ilpra, registrato come marchio comunitario;
- Affidabilità e continua innovazione dei macchinari, riconosciuta dal mercato;
- Tecnologie di confezionamento sviluppate 100% internamente, con i più moderni software di calcolo e progettazione 3D nonché sistemi informatici ERP/MRP, con controllo totale sul processo produttivo, al fine di poter intervenire direttamente su tempi, costi e qualità;
- Tale produzione *in house* permette di minimizzare i tempi di produzione e di ottimizzare la *customer care*;
- Presenza capillare in tutti i principali mercati;
- Assistenza post-vendita garantita fino all'esaurimento della vita utile del macchinario;
- Riconosciuto *premium price* dal mercato.

**Weaknesses:**

- Rilevante incidenza dei costi fissi sul reddito operativo (grado di leva operativa > 1);
- Mercato italiano non risulta essere leader per volumi prodotti.

**Opportunities:**

- Numerosi investimenti in formazione, consolidata esperienza tecnica e di ingegneria applicata che agevolano l'ideazione di prodotti sempre più all'avanguardia;
- Miglioramento nell'efficienza dei processi aziendali, tramite l'adozione dei programmi di Lean Management e Lean Manufacturing;
- Adattamento della struttura produttiva ai requisiti del programma Industry 4.0;
- Possibilità di sfruttare a pieno il trend in crescita del mercato italiano verso l'estero, acquisendo nuovi clienti mediante l'esportazione dei prodotti;
- Possibilità di sfruttare opportunità di integrazione, date dalla frammentazione del mercato.

**Threats:**

- Presenza di numerosi competitor sul territorio nazionale, soprattutto piccole imprese specializzate nel servire il mercato domestico;
- Presenza di competitor, prevalentemente aziende tedesche, con le quali si condivide la strategia di differenziazione di prodotto, nel mercato delle esportazioni estere sul segmento "premium".

## 5. Economics & Financials

**Table 5 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
Revenues	25,60	28,41	30,50	32,50	34,50	36,50
Other Revenues	1,55	3,05	2,20	2,00	2,10	2,20
<b>Value of Production</b>	<b>27,15</b>	<b>31,46</b>	<b>32,70</b>	<b>34,50</b>	<b>36,60</b>	<b>38,70</b>
COGS	10,01	11,37	12,10	12,50	13,20	13,90
Change in raw material	(1,30)	(0,25)	(0,30)	(0,30)	(0,35)	(0,45)
Services	4,90	5,50	5,80	6,00	6,25	6,50
Use of asset owned by others	0,60	0,93	0,90	0,95	1,00	1,05
Employees	6,90	8,04	8,20	8,60	9,10	9,60
Other expenses	0,80	0,33	0,35	0,40	0,42	0,45
<b>EBITDA</b>	<b>5,24</b>	<b>5,54</b>	<b>5,65</b>	<b>6,35</b>	<b>6,98</b>	<b>7,65</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>20,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>18,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,2%</i>	<i>21,0%</i>
D&A	1,20	1,32	1,50	1,60	1,60	1,55
<b>EBIT</b>	<b>4,04</b>	<b>4,21</b>	<b>4,15</b>	<b>4,75</b>	<b>5,38</b>	<b>6,10</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>14,9%</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,7%</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,8%</i>
Financial Management	(0,40)	(0,42)	(0,16)	(0,12)	(0,14)	(0,10)
<b>EBT</b>	<b>3,64</b>	<b>3,80</b>	<b>3,99</b>	<b>4,63</b>	<b>5,24</b>	<b>6,00</b>
Taxes	1,10	0,93	1,20	1,40	1,55	1,80
<b>Consolidated Net Income</b>	<b>2,54</b>	<b>2,86</b>	<b>2,79</b>	<b>3,23</b>	<b>3,69</b>	<b>4,20</b>
Minorities	0,40	0,47	0,45	0,52	0,59	0,67
Group Net Income	2,14	2,40	2,34	2,71	3,10	3,53

<b>BALANCE SHEET</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>8,36</b>	<b>9,52</b>	<b>10,80</b>	<b>11,50</b>	<b>11,50</b>	<b>11,00</b>
Account Receivable	6,65	8,08	8,60	9,20	9,70	10,30
Inventories	8,96	10,81	11,40	11,80	12,40	13,00
Account Payable	5,02	6,70	4,90	5,00	5,30	5,50
<b>Operating Working Capital</b>	<b>10,59</b>	<b>12,19</b>	<b>15,10</b>	<b>16,00</b>	<b>16,80</b>	<b>17,80</b>
Other Receivable	2,94	3,75	3,70	4,00	4,20	4,40
Other Payable	3,06	2,93	2,00	2,10	2,20	2,30
<b>Net Working Capital</b>	<b>10,48</b>	<b>13,01</b>	<b>16,80</b>	<b>17,90</b>	<b>18,80</b>	<b>19,90</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	2,24	2,50	2,50	2,60	2,80	2,90
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>16,60</b>	<b>20,02</b>	<b>25,10</b>	<b>26,80</b>	<b>27,50</b>	<b>28,00</b>
Share Capital	1,90	1,90	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	3,73	4,34	11,56	13,91	16,62	19,72
Net Income	2,54	2,40	2,34	2,71	3,10	3,53
<b>Equity</b>	<b>8,17</b>	<b>8,64</b>	<b>16,32</b>	<b>19,02</b>	<b>22,13</b>	<b>25,65</b>
Minorities Capital	0,00	1,43	1,89	2,34	2,86	3,45
Minorities Income	0,00	0,47	0,45	0,52	0,59	0,67
<b>Minorities Equity</b>	<b>0,00</b>	<b>1,89</b>	<b>2,34</b>	<b>2,86</b>	<b>3,45</b>	<b>4,12</b>
Cash & Cash Equivalent	2,28	2,80	4,65	5,08	7,07	9,77
Short Term Debt	3,13	5,30	5,50	5,90	6,30	6,70
M/L Term Debt	7,57	6,99	5,60	4,10	2,70	1,30
<b>Net Financial Position</b>	<b>8,43</b>	<b>9,49</b>	<b>6,45</b>	<b>4,92</b>	<b>1,93</b>	<b>(1,77)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>16,60</b>	<b>20,02</b>	<b>25,10</b>	<b>26,80</b>	<b>27,50</b>	<b>28,00</b>

<b>CASH FLOW</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EBIT	4,21	4,15	4,75	5,38	6,10
Taxes	0,93	1,20	1,40	1,55	1,80
<b>NOPAT</b>	<b>3,28</b>	<b>2,95</b>	<b>3,35</b>	<b>3,83</b>	<b>4,30</b>
D&A	1,32	1,50	1,60	1,60	1,55
Change in Account Receivable	(1,43)	(0,52)	(0,60)	(0,50)	(0,60)
Change in Inventories	(1,85)	(0,59)	(0,40)	(0,60)	(0,60)
Change in Account Payable	1,68	(1,80)	0,10	0,30	0,20
Other Changes	(0,94)	(0,88)	(0,20)	(0,10)	(0,10)
Change in NWC	(2,53)	(3,79)	(1,10)	(0,90)	(1,10)
Change in Provision	0,26	(0,00)	0,10	0,20	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>2,34</b>	<b>0,66</b>	<b>3,95</b>	<b>4,73</b>	<b>4,85</b>
Investments	(2,48)	(2,78)	(2,30)	(1,60)	(1,05)
<b>FREE CASH FLOW TO FIRM</b>	<b>(0,14)</b>	<b>(2,13)</b>	<b>1,65</b>	<b>3,13</b>	<b>3,80</b>
Financial Management	(0,42)	(0,16)	(0,12)	(0,14)	(0,10)
Change in Payable to Bank	1,59	(1,19)	(1,10)	(1,00)	(1,00)
Change in Equity	(0,50)	5,33	(0,00)	(0,00)	(0,00)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>0,53</b>	<b>1,85</b>	<b>0,43</b>	<b>1,99</b>	<b>2,70</b>

Source: Ilpra and Integrae SIM estimates

## 5.1 FY18A Results

Le Revenues crescono del 11% YoY passando da circa €25.6 mln a €28.4 mln nel FY18A. Il Valore della produzione è pari ad €31.5 mln, in crescita del 15.8% rispetto ad €27.2 mln nel 2017. Tale significativo incremento riflette i risultati positivi registrati a livello di tutte le società del Gruppo ed è attribuibile sia ad una crescita organica del Gruppo sia all'ampliamento dell'azione commerciale della Capogruppo. Si evidenzia che tale risultato è stato realizzato per circa il 75% all'estero.

L'EBITDA margin passa da 20.5% al 19.5%. Tale calo è da ricondurre principalmente a un aumento dei costi del personale di €1.1 mln YoY (+1.3% incidenza sulle revenues). Anche gli altri costi operativi vedono aumentare l'incidenza sul fatturato. Il miglioramento dei risultati economici nel FY18A è conseguenza della crescita del volume d'affari, ottenuta anche con l'ingresso di nuovi clienti e con il consolidamento di nuovi mercati, in particolare nel Middle East.

Nel corso dell'esercizio il Gruppo ha investito circa €2.5 mln. L'indice di rotazione delle rimanenze diminuisce di circa 20gg, quello dei giorni di pagamento dei debiti commerciali aumenta di circa 10gg e quello relativo ai giorni di incasso dei crediti commerciali aumenta di circa 9gg.

Nel 2018, la NFP aumenta di circa €1.0 mln YoY, attestandosi a circa €9.5 mln (€8.4 nel FY17A). Tale aumento è da ricondurre principalmente a una crescita dei debiti a breve che aumentano di circa €2.2 mln.

La società ha proposto di distribuire un dividendo pari a €0.05 per azione.

## 5.2 Estimates FY19E – FY22E

Nel c.s. del 29 marzo, la Società comunica che:

*“Nel 2019 il Gruppo intende continuare il proprio percorso di crescita, sia organica sia per linee esterne. L’aumento di capitale realizzato nel 2019 ha come scopo quello di dotare il Gruppo delle risorse finanziarie che serviranno a nuove operazioni mirate di M&A, capaci di ampliare la catena del valore dei servizi tecnici offerti ai settori industriali di riferimento, in particolare in quello alimentare; oltre all’apertura di nuove filiali estere ed all’ottimizzazione della produzione in ottica Lean.”*

Le nostre stime includono i seguenti driver di crescita:

### CRESCITA ORIZZONTALE

- Efficientamento processo produttivo e sviluppo sistemi gestionali;
- Ampliamento struttura organizzativa e potenziamento rete commerciale.

### CRESCITA VERTICALE

- Espansione geografica attraverso l’apertura di nuove filiali (es. Francia, Russia, Spagna e Germania).

Abbiamo pertanto stimato un CAGR18-22E pari a circa il 7.4% e un graduale efficientamento dei costi operativi che porta a fine piano ad un EBITDA margin del 21%.

Con riferimento agli investimenti, abbiamo stimato un piano investimenti di circa €7.7 mln nell’arco dei prossimi 4 anni.

A livello di circolante, invece, abbiamo mantenuto stabili i giorni di incasso dei crediti commerciali e di rotazione delle rimanenze. Per quanto riguarda invece i debiti commerciali, abbiamo stimato che nei prossimi anni i giorni di pagamento possano ridursi in linea con il mercato di riferimento (circa 150gg).

## 6. Valuation

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

### 6.1. DCF Method

**Table 6 – WACC**

Wacc calculation		7,43%
Risk Free Rate	2,00% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,93
D/E (average)	81,82% Beta Relevered	1,48
Ke	12,91% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 7.43%.

**Table 7 – DCF Valuation**

DCF Equity Value (€/mln)		39,1
FCFO actualized	5,2	11%
TV actualized DCF	43,4	89%
<b>Enterprise Value</b>	<b>48,6</b>	100%
NFP (FY18A)	9,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €39.1 mln.**

**Table 8 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
2,5%		82,8	70,0	60,1	52,3	45,9	40,6	36,1
2,0%		71,8	61,6	53,6	47,1	41,6	37,1	33,2
1,5%		63,2	55,0	48,3	42,7	38,0	34,1	30,6
1,0%		56,4	49,5	43,9	39,1	35,0	31,5	28,4
0,5%		50,8	45,0	40,1	35,9	32,3	29,2	26,4
0,0%		46,2	41,2	36,9	33,2	30,0	27,2	24,7
-0,5%		42,3	37,9	34,1	30,9	28,0	25,4	23,1

Source: Integrae SIM

## 6.2. Market Multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Ilpra, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

**Kuka AG** è uno dei fornitori leader di robotica, tecnica di impianti e di soluzioni intelligenti di automazione. È un'azienda attiva a livello internazionale con un fatturato di ca. €3.5 mld.

**I.M.A.** è leader mondiale nella progettazione e produzione di macchine automatiche per il processo e il confezionamento di prodotti farmaceutici, cosmetici, alimentari, tè e caffè. Conta 39 siti produttivi e 80 Paesi coperti dalla rete vendita.

**Krones AG** è un'azienda tedesca, principale produttrice mondiale di impianti per l'imbottigliamento e confezionamento di bevande e generi alimentari liquidi, prodotti farmaceutici, cosmetici e chimici in bottiglie PET, bottiglie di vetro e lattine. Conta più di 15.000 dipendenti e un fatturato di ca. €3.7 mld.

**Standex International Corp.** è una società manifatturiera globale e diversificata che opera in cinque segmenti, quali servizi alimentari, incisioni, tecnologie di ingegneria, elettronica e idraulica.

**GEA Group AG** è un'azienda tedesca manifatturiera, specializzata nel settore alimentare, che rappresenta più del 70% del fatturato. Nel 2018 ha generato ricavi complessivi per ca. €4.8 mld.

**Alfa Laval AB** è leader globale nella produzione e nello sviluppo *in-house* di tre delle tecnologie chiave nei processi industriali, quali scambio termico, separazione e movimentazione dei fluidi.

**John Bean Technologies Corp.** è un'azienda statunitense produttrice di macchine per i segmenti ad alto valore aggiunto per l'industria alimentare e attrezzature aeroportuali. Si occupa di disegnare, testare e distribuire sistemi e prodotti tecnologicamente all'avanguardia.

**Table 9 – Peer Main Ratios**

FY2018	ILPRA	I.M.A.		Standex		Alfa Laval AB		John Bean Technologies Corp.	
		Kuga AG	Industria Macchine	Krones AG	International Corp	GEA Group	Sweden	USA	USA
Country	Italy	Germany	Italy	Germany	USA	Germany	Sweden	USA	USA
Mkt Cap (€/mln)	27,2	2.517	2.632	2.589	931	4.390	90.854	2.963	2.632
EV (€/mln)	36,7	2.406	2.883	2.522	1.000	4.285	9.436	2.937	2.883
<b>Growth YoY</b>									
Net Sales	11,0%	-6,8%	3,9%	4,4%	15,0%	4,9%	15,2%	17,4%	4,9%
Ebitda	5,6%	-32,3%	28,0%	-5,6%	32,6%	-13,4%	20,1%	3,1%	3,1%
Ebit	4,3%	-65,1%	27,1%	-11,2%	29,2%	-31,7%	27,0%	0,0%	0,0%
Net Income	12,6%	-85,6%	21,5%	-20,0%	-21,4%	-53,3%	51,8%	29,3%	-20,0%
<b>Profitability</b>									
ROE	33,1%	1,3%	27,2%	10,9%	8,5%	4,6%	20,6%	23,2%	10,9%
ROI	18,5%	1,3%	19,8%	9,7%	6,5%	7,5%	12,8%	14,2%	9,7%
ROIC	21,0%	2,6%	27,9%	14,0%	13,1%	9,8%	16,5%	17,4%	14,0%
ROCE	32,4%	1,3%	27,2%	10,9%	8,5%	4,6%	20,6%	23,2%	10,9%
ROA	12,1%	0,4%	6,6%	4,8%	4,1%	2,0%	8,2%	7,3%	4,8%
EBITDA %	19,5%	3,8%	17,5%	8,2%	13,0%	8,9%	18,4%	10,5%	10,5%
EBIT %	13,4%	1,1%	14,0%	5,5%	9,7%	5,4%	14,3%	7,5%	7,5%
Net Income %	10,1%	0,4%	6,9%	3,9%	4,2%	2,3%	11,1%	5,4%	4,2%
Dividend Yield	0,0%	0,7%	3,0%	2,1%	1,1%	3,5%	2,3%	0,4%	2,1%
EPS	0,24	N/A	2,65	4,78	2,88	0,63	10,77	3,26	3,07
<b>Capital Structure</b>									
Debt/Asset	0,35 x	0,12 x	0,23 x	0,05 x	0,21 x	0,06 x	0,21 x	0,27 x	0,21 x
Debt/Equity	1,42 x	0,29 x	0,93 x	0,11 x	0,43 x	0,13 x	0,51 x	0,85 x	0,43 x
Interest Coverage	10,08 x	3,05 x	6,06 x	55,11 x	10,47 x	7,67 x	29,52 x	10,35 x	10,35 x
NFP/EBITDA	1,71 x	-0,75 x	0,95 x	-0,21 x	0,74 x	0,18 x	1,01 x	1,71 x	0,74 x
Equity/Asset	0,25 x	0,42 x	0,25 x	0,43 x	0,49 x	0,43 x	0,41 x	0,32 x	0,42 x
<b>Asset Utilization</b>									
Quick Ratio	0,84 x	0,68 x	0,21 x	0,77 x	1,42 x	0,72 x	0,55 x	0,61 x	0,68 x
Fixed Asset Turno	2,99 x	8,21 x	14,50 x	7,19 x	6,43 x	9,43 x	7,69 x	8,12 x	8,12 x
Asset Turnover	0,81 x	1,11 x	0,95 x	1,21 x	0,97 x	0,84 x	0,74 x	1,35 x	0,97 x

Source: Bloomberg

**Table 10 – Peer Stock Performance**

Company Name	1W	1M	3M	6M	1Y	YTD
Kuga AG	1,17%	-1,14%	4,79%	-23,02%	-41,61%	8,79%
I.M.A. Industria Macchine Automatiche Spa	1,06%	15,80%	18,36%	-8,78%	-15,39%	23,25%
Krones AG	5,54%	7,26%	17,58%	-9,95%	-22,10%	21,41%
Standex International Corp	0,29%	-9,87%	8,20%	-31,02%	-24,52%	9,54%
GEA Group Aktieng..	7,52%	12,18%	5,37%	-17,25%	-27,83%	8,09%
Alfa Laval AB	3,54%	5,87%	12,78%	-11,92%	12,52%	14,21%
John Bean Technologies Corp.	2,31%	-1,44%	28,54%	-15,85%	-14,36%	30,89%
<b>Peer Median</b>	<b>2,31%</b>	<b>5,87%</b>	<b>12,78%</b>	<b>-15,85%</b>	<b>-22,10%</b>	<b>14,21%</b>
<b>ILPRA</b>	<b>-0,88%</b>	<b>-0,20%</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>

Source: Bloomberg

**Table 11 – Market Multiples**

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
KUKA AG	11,5	9,8	N/A	20,5	16,6	N/A	38,7	27,1	N/A
I.M.A. Industria Macchine Automobilistiche	9,8	8,8	8,3	11,8	10,7	9,9	18,6	16,9	15,8
Krones AG	6,4	5,8	5,2	9,5	8,3	7,2	14,0	12,3	11,0
Standex International Corp.	8,1	N/A	N/A	10,2	N/A	N/A	13,6	N/A	N/A
GEA Group AG	8,8	8,1	7,4	12,7	11,5	11,1	18,1	16,5	15,0
Alfa Laval AB	11,5	11,1	10,8	14,1	13,4	13,0	16,4	15,2	14,4
John Bean Technologies Corp.	11,7	10,5	N/A	15,2	13,4	12,2	20,0	17,3	15,8
<b>Median</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>	<b>12,2</b>	<b>11,5</b>	<b>10,5</b>	<b>17,2</b>	<b>16,5</b>	<b>14,7</b>

Source: Infinaicals

**Table 12 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2019E	2020E	2021E
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
EV/EBITDA	52,8	56,2	55,0
EV/EBIT	50,8	53,8	56,9
P/E	47,9	53,0	54,4
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	46,4	51,3	53,0
EV/EBIT	44,4	48,9	55,0
P/E	47,9	53,0	54,4
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	34,8	38,5	39,8
EV/EBIT	33,3	36,6	41,2
P/E	35,9	39,8	40,8
<b>Average</b>	<b>34,7</b>	<b>38,3</b>	<b>40,6</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Ilpra utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E risulta essere pari a circa €50.5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che il titolo Ilpra ha rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di 37.8 mln.**

### 6.3. Equity Value

**Table 13 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>38,5</b>
Equity Value DCF (€/mln)	39,1
Equity Value multiples (€/mln)	37,8
<b>Target Price (€)</b>	<b>3,20</b>

Source: Integrae SIM

**Ne risulta un equity value pari a €38.5 mln. Il target price è quindi €3.20, rating BUY e rischio MEDIUM.**

**Table 14 – Target Price Implied Multiples Valuation**

<b>Implied Valuation Multiples</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
EV/EBITDA	8,5x	7,6x	6,9x
EV/EBIT	11,6x	10,1x	8,9x
P/E	13,8x	11,9x	10,4x

Source: Integrae SIM

**Table 15 – Current Price Implied Multiples Valuation**

<b>Implied Valuation Multiples</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
EV/EBITDA	6,5x	5,8x	5,3x
EV/EBIT	8,8x	7,7x	6,8x
P/E	9,8x	8,4x	7,4x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999****Analyst/s certification**

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

**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 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. 16190 of 29.10.2007, 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 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) 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:

Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Ilpra S.p.A.;

Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Ilpra S.p.A.;

Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Ilpra S.p.A.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae.