

UPDATE

EQUITY RESEARCH

**ISIM**  
**INTEGRÆ**

# ILPRA

Euronext Growth Milan | Industrial Machinery | Italy

Produzione 01/10/2024, h. 18:30

Pubblicazione 02/10/2024, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 8,50**

prev. € 9,50

Risk



Medium

Upside potential

**72,8%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 4,92
Target price	€ 8,50
Upside/(Downside) potential	72,8%
Ticker	ILP IM
Market Cap (€/mln)	€ 59,23
EV (€/mln)	€ 74,74
Free Float	29,51%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 6,00
52-week low	€ 4,66
Average daily volumes (3 months)	4.009

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	62,0	62,0	72,0	79,0
EBITDA	13,9	14,1	16,6	18,6
EBIT	9,3	9,2	11,5	13,2
Net Income	6,5	6,3	7,9	9,2
NFP	15,5	18,0	10,9	3,7
EBITDA margin	22,4%	22,7%	23,0%	23,5%
EBIT margin	15,0%	14,8%	15,9%	16,6%
Net Income margin	10,5%	10,1%	11,0%	11,6%

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	-6,3%	-14,4%	-2,6%	-7,2%
to FTSE Italia Growth	-6,4%	-13,8%	-2,0%	-4,0%
to Euronext STAR Milan	-4,2%	-12,3%	1,5%	-17,6%
to FTSE All-Share	-5,5%	-17,1%	-0,8%	-27,7%
to EUROSTOXX	-6,2%	-15,7%	0,0%	-25,8%
to MSCI World Index	-7,6%	-18,8%	-9,6%	-35,7%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	5,4 x	5,3 x	4,5 x	4,0 x
EV/EBIT	8,1 x	8,1 x	6,5 x	5,7 x
P/E	9,1 x	9,5 x	7,5 x	6,5 x

## 1H24A Results

I Ricavi del 1H24A si attestano a € 26,82 mln, in decrescita del 7,0% rispetto ai € 28,82 mln del 1H23A. L'EBITDA del periodo è pari a € 5,93 mln e in linea rispetto a € 5,94 mln nell'1H23A, con EBITDA *margin* pari al 22,1%, in crescita rispetto al margine del 20,6% del primo semestre del 2023. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,16 mln, è pari a € 3,77 mln, in diminuzione del 9,8% rispetto al risultato dell'1H23A (€ 4,18 mln). Dal punto di vista patrimoniale, la NFP del semestre ammonta a circa € 19,61 mln di debito, a fronte di € 15,51 mln (sempre di debito) del FY23A.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo ricavi FY24E pari a € 62,00 mln ed un EBITDA pari a € 14,05 mln, corrispondente ad una marginalità del 22,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possa aumentare fino a € 79,00 mln (CAGR 22A-25E: 8,4%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 18,60 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,5%), in crescita rispetto a € 13,92 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 22,4%). A livello patrimoniale, invece, la NFP potrebbe raggiungere, nel FY24E, un valore pari a € 17,98 mln di debito.

## 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 € 106,5 mln. L'equity value di ILPRA utilizzando i market multiples risulta essere pari € 98,1 mln (incluso un discount pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 102,3 mln. Il target price è di € 8,50, 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	62,00	72,00	79,00
Other revenues	8,13	7,39	4,50	3,50	3,00
<b>Value of Production</b>	<b>56,84</b>	<b>69,43</b>	<b>66,50</b>	<b>75,50</b>	<b>82,00</b>
COGS	21,85	28,35	24,00	27,50	30,00
Services	8,91	10,71	10,90	12,00	12,40
Use of assets owned by others	1,83	0,99	1,05	1,10	1,20
Employees	12,67	14,76	15,75	17,55	19,00
Other operating costs	0,35	0,70	0,75	0,80	0,80
<b>EBITDA</b>	<b>11,23</b>	<b>13,92</b>	<b>14,05</b>	<b>16,55</b>	<b>18,60</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>23,0%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,5%</i>
D&A	2,44	4,64	4,85	5,10	5,45
<b>EBIT</b>	<b>8,79</b>	<b>9,28</b>	<b>9,20</b>	<b>11,45</b>	<b>13,15</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>18,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,6%</i>
Financial management	(0,49)	(0,93)	(0,95)	(0,95)	(0,90)
<b>EBT</b>	<b>8,30</b>	<b>8,35</b>	<b>8,25</b>	<b>10,50</b>	<b>12,25</b>
Taxes	1,83	1,85	2,00	2,60	3,10
<b>Net Income</b>	<b>6,47</b>	<b>6,49</b>	<b>6,25</b>	<b>7,90</b>	<b>9,15</b>
Minorities	1,27	1,53	1,48	1,86	2,16
%	20%	24%	24%	24%	24%
Group Net Income	5,21	4,96	4,77	6,04	6,99
%	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>22,50</b>	<b>18,90</b>	<b>14,95</b>
Account receivable	16,23	17,12	23,00	26,60	29,00
Inventory	19,94	25,59	31,00	32,50	35,00
Account payable	16,40	14,51	15,50	17,55	18,90
<b>Operating Working Capital</b>	<b>19,76</b>	<b>28,20</b>	<b>38,50</b>	<b>41,55</b>	<b>45,10</b>
Other receivable	7,73	9,69	11,00	11,00	12,50
Other payable	10,60	8,44	9,00	9,00	9,50
<b>Net Working Capital</b>	<b>16,89</b>	<b>29,45</b>	<b>40,50</b>	<b>43,55</b>	<b>48,10</b>
Severance & other provisions	3,76	4,90	5,30	5,30	5,70
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>29,18</b>	<b>50,42</b>	<b>57,70</b>	<b>57,15</b>	<b>57,35</b>
Share capital	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	20,59	26,01	31,06	35,92	42,06
Net Income	6,49	6,49	6,25	7,90	9,15
<b>Equity</b>	<b>29,49</b>	<b>34,91</b>	<b>39,72</b>	<b>46,23</b>	<b>53,62</b>
Cash & cash equivalents	17,66	15,24	15,02	18,08	22,77
Short term financial debt	8,32	13,82	16,00	14,00	12,50
M/L term financial debt	9,02	16,92	17,00	15,00	14,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0,31)</b>	<b>15,51</b>	<b>17,98</b>	<b>10,92</b>	<b>3,73</b>
<b>SOURCES</b>	<b>29,18</b>	<b>50,42</b>	<b>57,70</b>	<b>57,15</b>	<b>57,35</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	9,28	9,20	11,45	13,15
Taxes	1,85	2,00	2,60	3,10
<b>NOPAT</b>	<b>7,43</b>	<b>7,20</b>	<b>8,85</b>	<b>10,05</b>
D&A	4,64	4,85	5,10	5,45
Change in NWC	(12,56)	(11,05)	(3,05)	(4,55)
Change in receivable	(0,89)	(5,88)	(3,60)	(2,40)
Change in inventory	(5,65)	(5,41)	(1,50)	(2,50)
Change in payable	(1,90)	1,00	2,05	1,35
Change in others	(4,12)	(0,75)	0,00	(1,00)
Change in provisions	1,14	0,40	0,00	0,40
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>0,65</b>	<b>1,41</b>	<b>10,90</b>	<b>11,35</b>
Capex	(14,46)	(1,49)	(1,50)	(1,50)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(13,81)</b>	<b>(0,08)</b>	<b>9,40</b>	<b>9,85</b>
Financial management	(0,93)	(0,95)	(0,95)	(0,90)
Change in Financial debt	13,39	2,26	(4,00)	(2,50)
Change in equity	(1,07)	(1,44)	(1,39)	(1,76)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(2,42)</b>	<b>(0,22)</b>	<b>3,06</b>	<b>4,69</b>

Source: ILPRA and Integrae SIM estimates

\*Dati Proforma

## Company Overview

ILPRA è attiva nella produzione e vendita di macchinari per il confezionamento di prodotti alimentari, cosmetici e medicali. Fondata nel 1955, è uno dei principali player nel settore del packaging grazie all'ampia gamma di macchine (termosaldatrici, riempitrici, termoforatrici, doypack, dosatrici, pesatrici, confezionatrici per il beauty e fine line) e soluzioni tecnologiche all'avanguardia. PMI innovativa, si distingue per i continui investimenti in R&D (€ 5,00 mln negli ultimi 3 anni) che hanno consentito di sviluppare internamente tecnologie e tecniche di confezionamento innovative in grado di soddisfare prontamente le esigenze della clientela. La tecnologia ProGas, brevettata da ILPRA, è basata su un'esclusiva ciclica di lavoro che consente di ridurre l'uso e lo spreco di gas e di aumentare la produttività dei macchinari. Con più di 19.600 macchinari venduti, oltre 300 dipendenti, una vasta rete di venditori e la presenza in 8 paesi (Italia, UK, Hong Kong, Emirati Arabi Uniti, Arabia Saudita, India, Russia e Corea del Sud), il Gruppo realizza all'estero circa il 65,0% del fatturato e presidia direttamente i mercati di tutto il mondo.

## 1H24A Results

TABLE 2 – 1H24A VS 1H23A

(€/mln)	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H24A	26,82	5,93	22,1%	3,77	2,19	19,61
1H23A	28,82	5,94	20,6%	4,18	3,15	15,51*
Change	-7,0%	-0,1%	1,5%	-9,8%	-30,5%	n/a

Source: Integrae SIM

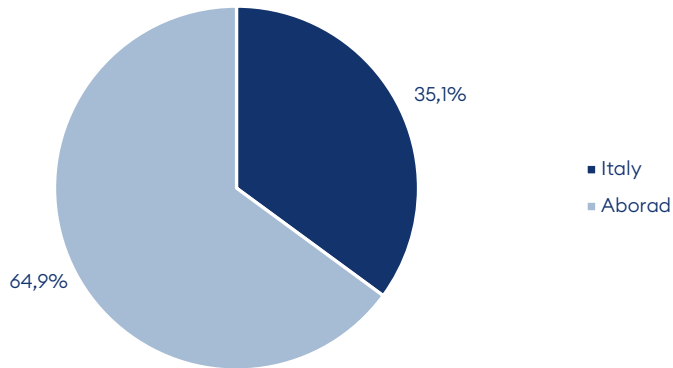
\* NFP al 31/12/2023

Tramite comunicato stampa, Maurizio Bertocco, Presidente e Amministratore Delegato di ILPRA, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Il primo semestre si è chiuso con risultati più che soddisfacenti, evidenziando una situazione pressoché stabile per quanto riguarda i ricavi e il mantenimento di una buona redditività operativa (22,1% rispetto al 20,6% del primo semestre 2023), frutto di una migliore politica di vendita e di un miglioramento del cost controlling. L’EBIT subisce una flessione legata a maggiori ammortamenti da immobilizzazioni immateriali, in particolare per la riserva di consolidamento generata dalle operazioni di M&A effettuate nel 2023. L’incremento dei costi dei servizi e del personale è la naturale conseguenza della strutturazione del Gruppo e delle aziende ad esso appartenenti nel suo processo di crescita dimensionale, funzionale ad affrontare con tranquillità le sfide del prossimo futuro. Pienamente sotto controllo anche l’incremento dell’indebitamento finanziario netto, tipico del periodo infrannuale e generato dalla strategia di incremento del magazzino per competere in termini di time to market. Le attese per la seconda parte del 2024 e per il 2025 sono positive, confortate sia dai dati UCIMA relativi alla raccolta ordini per il mercato italiano e internazionale, sia dalla recente adozione del Decreto Attuativo della Industria 5.0.”*

I Ricavi del 1H24A si attestano a € 26,82 mln, in decrescita del 7,0% rispetto ai € 28,82 mln del 1H23A. Diversamente il Valore della Produzione, dopo Altri Ricavi per € 7,00 mln, registra un aumento del 0,8%, passando da € 33,55 mln del 1H23A a € 33,81 mln del 1H24A.

Gli altri ricavi sono riconducibili, per circa € 5,97 mln, all’effetto dell’incremento del magazzino dovuto da un lato, dalla strategia volta a incrementare lo stock di semilavorati e prodotti finiti per ridurre il *time to market* e migliorare l’efficienza commerciale, e dall’altro, all’acquisizione di commesse per macchinari di medie e grandi dimensioni con significative personalizzazioni, che richiedono tempi di lavorazione più lunghi rispetto ai modelli venduti in precedenza.

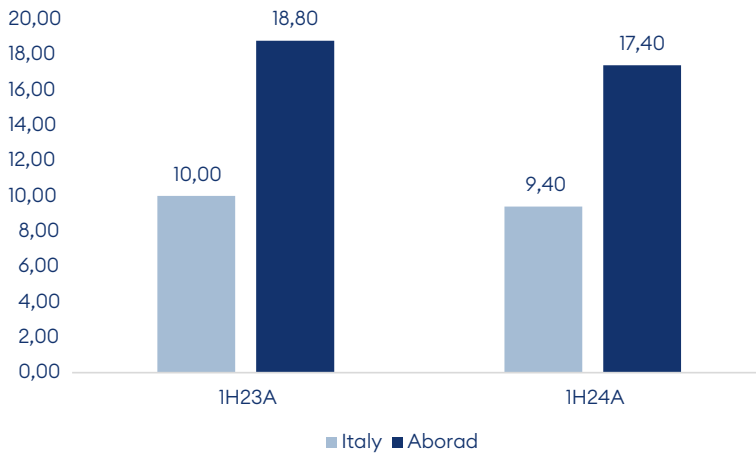
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY REGION 1H24A



Source: ILPRA

Il grafico mostra la scomposizione dei ricavi per zona geografica, il 35,1% (34,7% nell'1H23A) del fatturato totale è stato generato in Italia: € 9,40 mln il risultato nel 1H24A, rispetto a € 10,00 mln del primo semestre dell'esercizio precedente, segnando una decrescita del 6,0% rispetto all'1H23A. La maggior parte del fatturato del semestre, invece, pari al 64,9% (65,3% nell'1H23A), è realizzata all'Estero, con € 17,40 mln rispetto a € 18,80 mln del 1H23A, con una decrescita del 7,4%.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY REGION 1H24A VS 1H23A



Source: ILPRA

L'EBITDA del periodo è pari a € 5,93 mln e in linea rispetto a € 5,94 mln nell'1H23A, con EBITDA *margin* pari al 22,1%, in crescita rispetto al margine del 20,6% del primo semestre del 2023. Nonostante la flessione dei ricavi, dovuta alla persistente crisi della produzione industriale in Italia e in Europa, e l'aumento dei costi delle materie prime causato dai conflitti internazionali, il Gruppo ha mantenuto una solida marginalità operativa, agli interventi di

strutturazione e alla continua fiducia della clientela.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,16 mln, è pari a € 3,77 mln, in diminuzione del 9,8% rispetto al risultato dell'1H23A (€ 4,18 mln). L'EBIT *margin* dell'1H24A risulta pari al 14,1%, a fronte di un valore, per l'1H23A, pari al 14,5%.

Il Net Income complessivo si attesta a € 2,19 mln rispetto a € 3,15 mln registrato nell'1H23A.

Dal punto di vista patrimoniale, la NFP del semestre ammonta a circa € 19,61 mln di debito, a fronte di € 15,51 mln (sempre di debito) del FY23A. Tale rilevante variazione negativa è stata principalmente determinata dall'incremento del magazzino (circa € 5,95 mln), che, in linea con la stagionalità, risulta sempre più rilevante alla chiusura del semestre rispetto alla fine dell'anno, finanziato mediante accensione di nuovi finanziamenti bancari. Si rileva che tale incremento assume una natura strutturale al termine del primo semestre, poiché le società del Gruppo orientano la produzione in vista delle vendite del mese di luglio, tradizionalmente significativo per i volumi di vendita, e del secondo semestre, che in genere rappresenta circa il 60,0% del fatturato annuo complessivo.

Per quanto concerne le prospettive future, i dati presentati da UCIMA, l'associazione delle aziende attive nella produzione di macchine per la *packaging*, offrono un quadro incoraggiante per la seconda metà del 2024 e il 2025. Dopo un inizio d'anno caratterizzato da una crescita contenuta, il terzo trimestre del 2024 ha visto un deciso aumento degli ordini, con una spinta significativa proveniente dai settori *food*, *medicale* e *beauty*, che sono di particolare importanza per il Gruppo. Secondo le rilevazioni governative, a partire da luglio 2024, l'Italia ha mostrato il tasso di crescita industriale più elevato in Europa, una tendenza che lascia ben sperare per la restante parte dell'anno e per gli anni successivi (supportato anche dalle prospettive di una riduzione dei tassi di interesse da parte della BCE). Nonostante i dati ISTAT segnalino una contrazione della produzione industriale a luglio, dopo due mesi di risultati positivi, l'Italia continua a distinguersi come il paese con la migliore performance industriale all'interno dell'Unione Europea, mentre Germania e Francia affrontano difficoltà più marcate. Al contrario, il PIL italiano ha subito una leggera flessione nel secondo trimestre del 2024, ma l'occupazione è in aumento, con il superamento, per la prima volta nella storia, dei 24 mln di occupati. A livello geopolitico, nonostante gli sforzi diplomatici per una risoluzione pacifica, i conflitti in corso tra Russia e Ucraina, insieme alle tensioni in Medio Oriente, sembrano destinati a persistere nel breve termine. Al momento, questi conflitti restano confinati a livello regionale, ma generano comunque incertezze, in particolare nel caso del Medio Oriente, che sta spingendo molte grandi aziende a posticipare investimenti industriali. Infine, il Gruppo comunica come il ritardo nell'implementazione del Decreto Attuativo sull'Industria 5.0 ha temporaneamente bloccato alcuni investimenti, che però dovrebbero riprendere con vigore negli ultimi mesi del 2024 e proseguire nel 2025.

## FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Revenues</b>			
New	62,00	72,00	79,00
Old	72,00	79,00	90,00
Change	-13,9%	-8,9%	-12,2%
<b>EBITDA</b>			
New	14,05	16,55	18,60
Old	16,60	18,55	21,30
Change	-15,4%	-10,8%	-12,7%
<b>EBITDA %</b>			
New	22,7%	23,0%	23,5%
Old	23,1%	23,5%	23,7%
Change	-0,4%	-0,5%	-0,1%
<b>EBIT</b>			
New	9,20	11,45	13,15
Old	11,50	13,10	15,70
Change	-20,0%	-12,6%	-16,2%
<b>Net Income</b>			
New	6,25	7,90	9,15
Old	7,95	9,10	11,30
Change	-21,4%	-13,2%	-19,0%
<b>NFP</b>			
New	17,98	10,92	3,73
Old	7,58	1,75	(5,38)
Change	n/a	n/a	n/a

Source: *Integrae SIM*

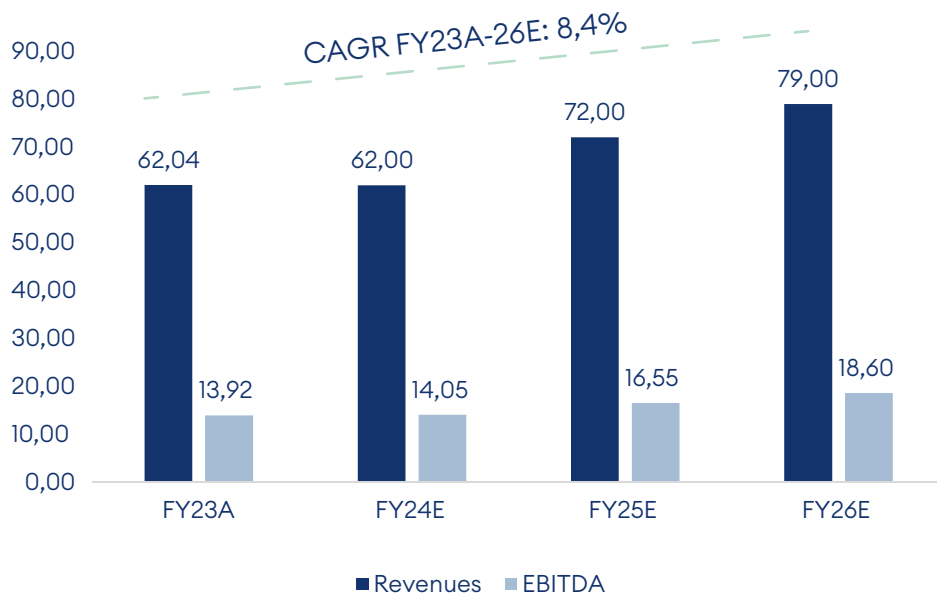
Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo ricavi FY24E pari a € 62,00 mln ed un EBITDA pari a € 14,05 mln, corrispondente ad una marginalità del 22,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possa aumentare fino a € 79,00 mln (CAGR 23A-26E: 8,4%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 18,60 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,5%), in crescita rispetto a € 13,92 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 22,4%).

A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione dell'accensione di nuovi finanziamenti bancari per finanziare l'incremento di magazzino. Nello specifico, secondo le nostre aspettative, la NFP potrebbe raggiungere, nel FY24E, un valore pari a € 17,98 mln di debito.

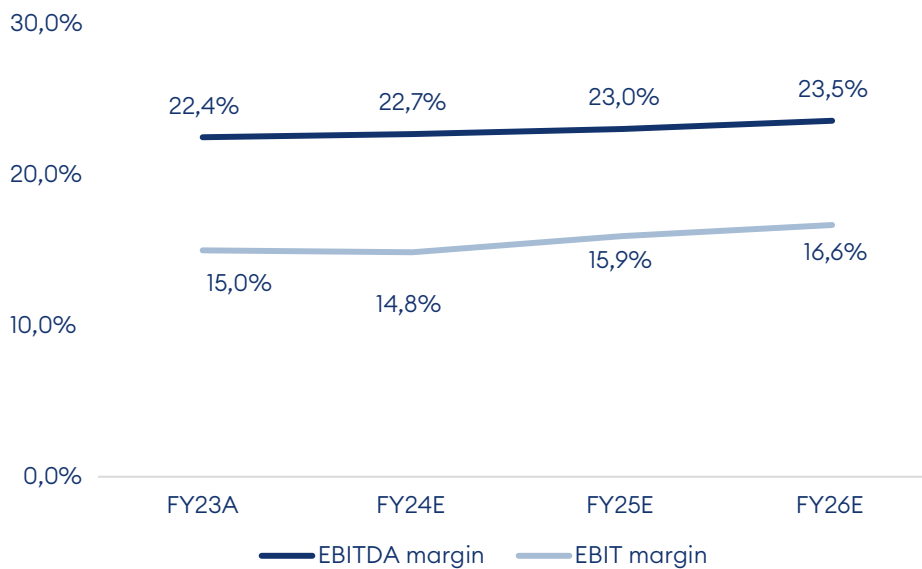


CHART 3 - VOP AND EBITDA FY23A-26E



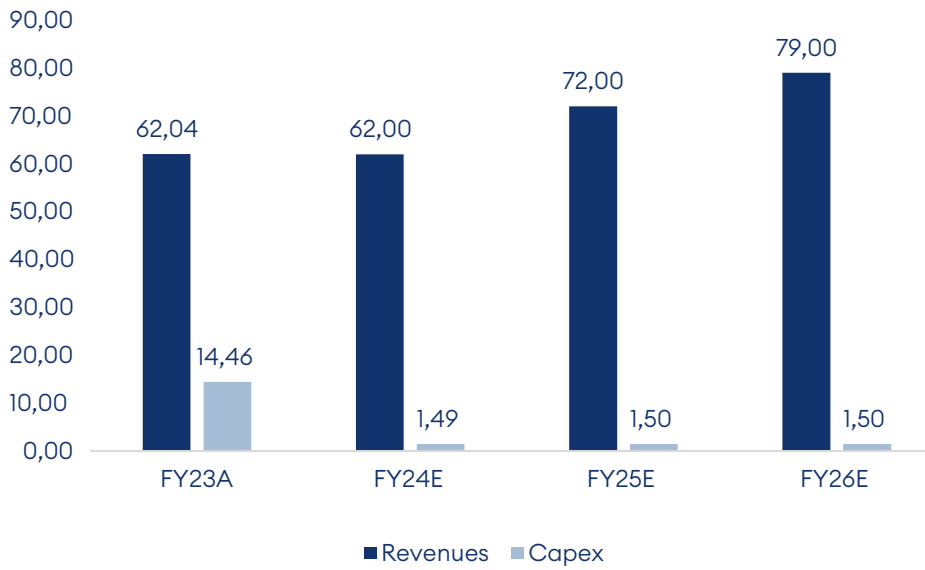
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN FY23A-26E



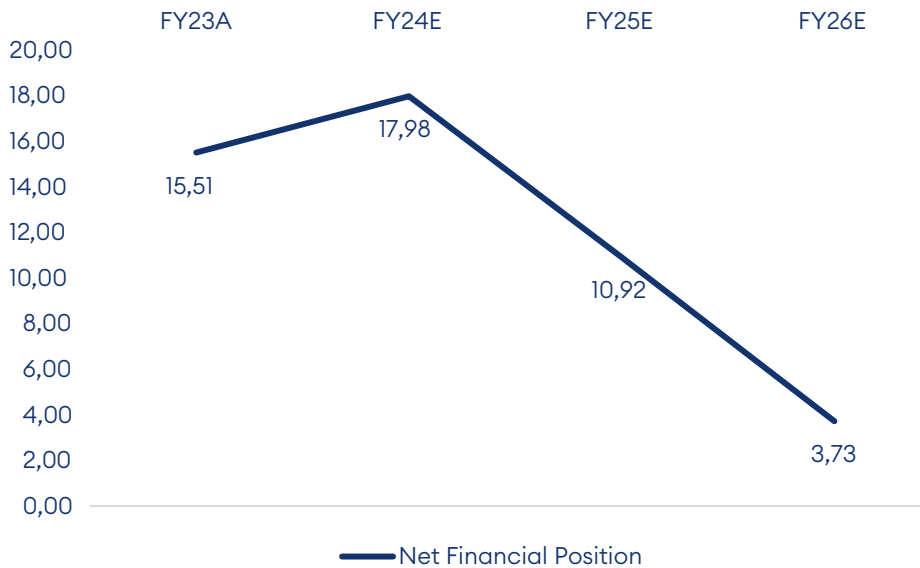
Source: Integrae SIM

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				8,89%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 2,94%	$\beta$ Adjusted 1,3	$\alpha$ (specific risk) 2,50%	
$K_d$ 3,00%	Market Premium 6,80%	$\beta$ Relevered 1,5	$K_e$ 14,39%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,89%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	23,2	19%
TV actualized DCF	98,8	81%
<b>Enterprise Value</b>	<b>122,0</b>	<b>100%</b>
NFP (FY23A)	15,5	
<b>Equity Value</b>	<b>106,5</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 106,5 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
	3,0%	182,2	161,9	145,4	131,7	120,1	110,2	101,6
	2,5%	164,5	147,7	133,7	122,0	111,9	103,2	95,6
	2,0%	150,0	135,8	123,9	113,7	104,8	97,1	90,3
	1,5%	138,0	125,8	115,5	106,5	98,7	91,8	85,6
	1,0%	127,8	117,3	108,2	100,2	93,2	87,0	81,5
	0,5%	119,2	109,9	101,8	94,7	88,4	82,8	77,7
	0,0%	111,7	103,5	96,2	89,8	84,1	78,9	74,3

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	7,4 x	6,4 x	5,8 x	10,5 x	8,7 x	7,7 x	14,4 x	12,1 x	10,7 x
GEA Group Aktiengesellschaft	9,6 x	9,1 x	8,6 x	12,9 x	12,1 x	11,3 x	16,9 x	15,6 x	14,1 x
Alfa Laval AB	15,9 x	14,5 x	13,9 x	19,2 x	17,2 x	16,4 x	25,7 x	22,5 x	21,3 x
John Bean Technologies Corp.	11,0 x	10,2 x	n/a	15,6 x	14,1 x	n/a	18,9 x	17,1 x	n/a
<b>Median</b>	<b>10,3 x</b>	<b>9,6 x</b>	<b>8,6 x</b>	<b>14,2 x</b>	<b>13,1 x</b>	<b>11,3 x</b>	<b>17,9 x</b>	<b>16,4 x</b>	<b>14,1 x</b>

Source: FactSet

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	145,0	159,4	159,8
EV/EBIT	131,0	150,4	148,8
P/E	111,6	129,2	129,4
<b>Enterprise Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	108,8	119,6	119,9
EV/EBIT	98,2	112,8	111,6
P/E	83,7	96,9	97,1
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	90,8	108,6	116,1
EV/EBIT	80,2	101,9	107,9
P/E	83,7	96,9	97,1
<b>Average</b>	<b>84,9</b>	<b>102,5</b>	<b>107,0</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di ILPRA, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 98,1 mln.**

## Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	102,3
Equity Value DCF (€/mln)	106,5
Equity Value multiples (€/mln)	98,1
<b>Target Price (€)</b>	<b>8,50</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 102,3 mln. **Il target price è quindi di € 8,50 (prev. € 9,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,5 x	8,4 x	7,1 x	6,3 x
EV/EBIT	12,7 x	12,8 x	10,3 x	9,0 x
P/E	15,8 x	16,4 x	13,0 x	11,2 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	5,4 x	5,3 x	4,5 x	4,0 x
EV/EBIT	8,1 x	8,1 x	6,5 x	5,7 x
P/E	9,1 x	9,5 x	7,5 x	6,5 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, Alessandro Elia Stringa and Alessia Di Florio are the current financial analysts.

## Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

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

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
10/04/2024	4,84	Buy	9,50	Medium	Update
02/08/2024	5,10	Buy	9,50	Medium	Breaking News

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee

any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

### Rating system (long term horizon: 12 months)

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

#### Equity Total Return (ETR) for different risk categories

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

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

### Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the ILPRA SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of ILPRA SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.