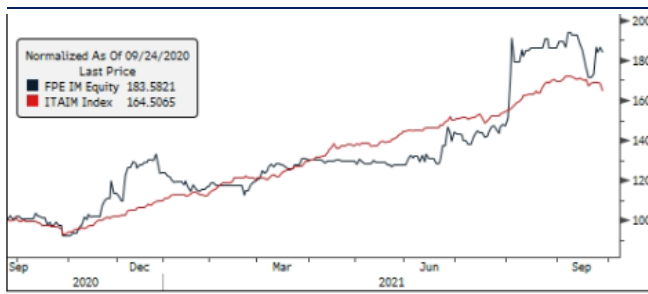


<b>FOPE</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Luxury Jewelry</b>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: € 15,50</b> (prev. €13,00)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-1,60%	28,13%	39,77%	82,22%
to FTSE AIM Italia	1,65%	19,61%	11,61%	18,55%
to FTSE STAR Italia	3,89%	23,25%	18,66%	32,23%
to FTSE All-Share	0,39%	26,75%	34,30%	48,57%
to EUROSTOXX	1,73%	28,89%	35,24%	56,30%
to MSCI World Index	0,02%	25,80%	29,67%	51,41%

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



### Stock Data

Price	€ 12,30
Target price	€ 15,50
Upside/(Downside) potential	26,0%
Bloomberg Code	FPE IM EQUITY
Market Cap (€m)	65,76
EV (€m)	68,17
Free Float	18,09%
Share Outstanding	5.345.996
52-week high	€ 13,00
52-week low	€ 6,20
Average daily volumes (3m)	3.400

### 1H21A Results

I ricavi si attestano pari a € 14,62 mln, in aumento del 43,8% rispetto ai risultati semestrali del 2020 (€ 10,17 mln). L'EBITDA è pari a € 2,44 mln, in aumento rispetto all'anno precedente, pari a € 0,74 mln. L'EBITDA margin si attesta pari al 16,74%, in netto miglioramento rispetto alla marginalità del primo semestre 2020 (7,3%). L'utile netto complessivo si attesta pari a € 1,00 mln in significativo aumento rispetto al risultato negativo pari a € -0,10 mln registrato il 30 giugno 2020. La Posizione Finanziaria Netta, pari a € 1,98 mln, risulta in miglioramento rispetto ai dati della precedente relazione annuale (€ 2,42 mln al 31 dicembre 2020).

Key Financials (€m)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
Sales	35,0	26,0	33,0	38,0
EBITDA	6,8	3,9	5,7	7,8
EBIT	5,4	2,3	4,1	6,2
Net Profit	4,8	1,7	2,8	4,2
EPS (€)	0,91	0,31	0,52	0,78
EBITDA margin	19,4%	15,2%	17,3%	20,5%
EBIT margin	15,5%	9,0%	12,4%	16,2%
Net Profit margin	13,9%	6,4%	8,4%	10,9%

### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un valore di ricavi 2021E pari a € 33,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,70 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possa aumentare fino a € 44,00 mln (CAGR 20A – 23E: 19,18%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 9,3 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,00%), in crescita rispetto a € 3,94 mln nel 2020A (Corrispondente ad un EBITDA margin del 15,2%).

Main Ratios	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	10,1	17,3	12,0	8,7
EV/EBIT (x)	12,5	29,2	16,6	11,1
P/E (x)	13,6	39,6	23,7	15,8

### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Fope 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 €78,9 mln. L'equity value, utilizzando i market multiples, risulta essere pari €86,8 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 82,9 mln. Il target price è quindi di €15,50 (prev. €13,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

**Mattia Petracca**

mattia.petracca@integraesim.it

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
Sales	31,26	34,96	25,99	33,00	38,00	44,00
Other Revenues	1,13	0,97	0,47	0,50	0,60	0,70
<b>Value of Production</b>	<b>32,39</b>	<b>35,93</b>	<b>26,46</b>	<b>33,50</b>	<b>38,60</b>	<b>44,70</b>
COGS	11,80	12,89	9,36	11,50	12,95	15,50
Services	10,80	12,05	9,45	11,70	13,10	14,80
Employees	3,28	3,45	3,04	3,80	3,90	4,25
Other Operating Expenses	0,42	0,76	0,67	0,80	0,85	0,90
<b>EBITDA</b>	<b>6,10</b>	<b>6,78</b>	<b>3,94</b>	<b>5,70</b>	<b>7,80</b>	<b>9,25</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>19,5%</i>	<i>19,4%</i>	<i>15,2%</i>	<i>17,3%</i>	<i>20,5%</i>	<i>21,0%</i>
D&A	1,13	1,35	1,61	1,60	1,65	1,70
<b>EBIT</b>	<b>4,97</b>	<b>5,43</b>	<b>2,34</b>	<b>4,10</b>	<b>6,15</b>	<b>7,55</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,5%</i>	<i>9,0%</i>	<i>12,4%</i>	<i>16,2%</i>	<i>17,2%</i>
Financial Management	(0,22)	(0,48)	(0,27)	(0,20)	(0,20)	(0,15)
<b>EBT</b>	<b>4,75</b>	<b>4,95</b>	<b>2,07</b>	<b>3,90</b>	<b>5,95</b>	<b>7,40</b>
Taxes	1,40	0,10	0,40	1,13	1,80	2,30
<b>Net Income</b>	<b>3,35</b>	<b>4,85</b>	<b>1,66</b>	<b>2,77</b>	<b>4,15</b>	<b>5,10</b>
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>9,30</b>	<b>12,62</b>	<b>13,72</b>	<b>13,50</b>	<b>14,00</b>	<b>15,00</b>
Account receivable	7,93	8,30	5,59	7,80	9,10	10,50
Inventories	5,70	6,20	8,55	8,10	7,00	7,50
Account payable	4,23	5,67	2,47	3,00	3,30	3,80
<b>Operating Working Capital</b>	<b>9,40</b>	<b>8,83</b>	<b>11,67</b>	<b>12,90</b>	<b>12,80</b>	<b>14,20</b>
Other Receivable	0,76	1,79	0,94	1,45	1,60	1,80
Derivatives	0,54	1,36	0,42	0,40	0,40	0,40
Other Payable	1,16	0,77	0,79	0,90	1,10	1,30
<b>Net Working Capital</b>	<b>9,54</b>	<b>11,21</b>	<b>12,24</b>	<b>13,85</b>	<b>13,70</b>	<b>15,10</b>
Severance Indemnities & Provision	2,76	2,96	2,98	3,20	3,40	3,80
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>16,08</b>	<b>20,86</b>	<b>22,99</b>	<b>24,15</b>	<b>24,30</b>	<b>26,30</b>
Share Capital	5,00	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29
Reserves and Retained Profits	7,63	10,63	13,62	14,49	15,87	17,95
Net Profit	3,35	4,85	1,66	2,77	4,15	5,10
<b>Equity</b>	<b>15,98</b>	<b>20,77</b>	<b>20,57</b>	<b>22,55</b>	<b>25,31</b>	<b>28,34</b>
Cash and Cash Equivalent	8,02	9,34	9,68	8,70	12,51	15,04
Short-Term Financial debt	2,42	3,80	4,74	4,80	5,00	5,50
ML Term Financial Debt	5,71	5,63	7,36	5,50	6,50	7,50
<b>Net Financial Position</b>	<b>0,10</b>	<b>0,09</b>	<b>2,42</b>	<b>1,60</b>	<b>(1,01)</b>	<b>(2,04)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>16,08</b>	<b>20,86</b>	<b>22,99</b>	<b>24,15</b>	<b>24,30</b>	<b>26,30</b>
<b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	
<b>EBIT</b>	<b>5,43</b>	<b>2,34</b>	<b>4,10</b>	<b>6,15</b>	<b>7,55</b>	
Taxes	0,10	0,40	1,13	1,80	2,30	
<b>NOPAT</b>	<b>5,33</b>	<b>1,93</b>	<b>2,97</b>	<b>4,35</b>	<b>5,25</b>	
D&A	1,35	1,61	1,60	1,65	1,70	
Change in receivable	(0,37)	2,70	(2,21)	(1,30)	(1,40)	
Change in inventories	(0,50)	(2,35)	0,45	1,10	(0,50)	
Change in payable	1,44	(3,20)	0,53	0,30	0,50	
<b>Change in OWC</b>	<b>0,57</b>	<b>(2,84)</b>	<b>(1,23)</b>	<b>0,10</b>	<b>(1,40)</b>	
Other Changes	(2,24)	1,81	(0,37)	0,05	0,00	
Change in Provision	0,20	0,01	0,22	0,20	0,40	
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>5,21</b>	<b>2,52</b>	<b>3,19</b>	<b>6,35</b>	<b>5,95</b>	
Capex	(4,66)	(2,71)	(1,38)	(2,15)	(2,70)	
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>0,55</b>	<b>(0,20)</b>	<b>1,81</b>	<b>4,20</b>	<b>3,25</b>	
Financial Management	(0,48)	(0,27)	(0,20)	(0,20)	(0,15)	
Change in Payable to Banks	1,31	2,67	(1,80)	1,20	1,50	
Change in Equity	(0,06)	(1,86)	(0,79)	(1,39)	(2,08)	
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>1,32</b>	<b>0,35</b>	<b>(0,99)</b>	<b>3,82</b>	<b>2,53</b>	

Source: FOPE and Integræ SIM estimates

## 1.1 1H21A Results

**Table 2 – 1H21A vs 1H20A**

(€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>1H21A</b>	<b>14,62</b>	<b>2,44</b>	<b>16,7%</b>	<b>1,50</b>	<b>1,00</b>	<b>1,98</b>
1H20A	10,17	0,74	7,3%	0,00	-0,10	2,42*
YoY	43,8%	229,5%	9,4%	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

\* NFP al 31/12/2020

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“Con soddisfazione chiudiamo il primo semestre 2021 con ricavi che registrano una crescita del 44% rispetto al primo semestre 2020 e si attestano ad un volume confrontabile con il risultato pre Covid-19 del primo semestre 2019, nonostante una condizione contingente ancora straordinaria, mercati in larga parte del periodo chiusi, limiti nella possibilità di incontri in presenza con i clienti e assenza di manifestazioni fieristiche del settore. Il risultato conseguito è un segnale significativo che conferma il consolidato apprezzamento del mercato verso le nostre collezioni e l'importanza del brand all'interno dei negozi nostri concessionari. Analogamente al positivo andamento della posizione commerciale, l'attenta gestione delle spese operative e i volumi di ricavi conseguiti hanno generato un buon livello di marginalità e soddisfacente risultato di periodo.”*

I ricavi si attestano pari a € 14,62 mln, in aumento del 43,8% rispetto ai risultati semestrali del 2020 (€ 10,17 mln). L'incremento del fatturato è attribuibile alla crescita dei volumi di vendita registrata sui mercati esteri, i quali nel primo semestre 2021 rappresentano il 90% del fatturato totale. Il risultato positivo è stato raggiunto anche grazie alle nuove collezioni 2021, presentate con il supporto di strumenti tecnologici per i collegamenti da remoto che hanno permesso di sostituire, almeno per i primi mesi dell'anno, gli incontri in presenza.

L'EBITDA è pari a € 2,44 mln, in aumento rispetto all'anno precedente, pari a € 0,74 mln. L'EBITDA margin si attesta pari al 16,74%, in netto miglioramento rispetto alla marginalità del primo semestre 2020 (7,3%). Il risultato è stato ottenuto grazie alla ripresa dei ricavi registrata nel primo semestre e ad un efficientamento dei costi operativi, ottenendo una marginalità in linea con quelle pre pandemia (20,6 % nel primo semestre 2019).

L'EBIT è pari a € 1,50 mln, in miglioramento rispetto ai dati del primo semestre 2020 (€ 0,00 mln al 30 giugno 2020, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,94 mln).

L'utile netto complessivo si attesta pari a € 1,00 mln in significativo aumento rispetto al risultato negativo pari a € -0,10 mln registrato il 30 giugno 2020.

La Posizione Finanziaria Netta, pari a € 1,98 mln, risulta in miglioramento rispetto ai dati della precedente relazione annuale (€ 2,42 mln al 31 dicembre 2020). Nel corso dell'esercizio sono stati rimborsati finanziamenti in essere per € 1,8 mln.

## 1.2 FY21E – FY23E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E**

€/mln	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>Sales</b>			
New	<b>33,0</b>	<b>38,0</b>	<b>44,0</b>
Old	30,0	38,0	44,0
Change	10,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>			
New	<b>5,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,3</b>
Old	4,7	7,8	9,3
Change	21,3%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>17,3%</b>	<b>20,5%</b>	<b>21,0%</b>
Old	15,7%	20,5%	21,0%
Change	1,6%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>			
New	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>7,6</b>
Old	3,2	6,3	7,8
Change	28,1%	-1,6%	-2,6%
<b>Net Income</b>			
New	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>
Old	2,1	4,3	5,3
Change	31,9%	-2,4%	-3,8%
<b>NFP</b>			
New	<b>1,6</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(2,0)</b>
Old	0,6	(1,5)	(3,3)
Change	N/A	N/A	N/A

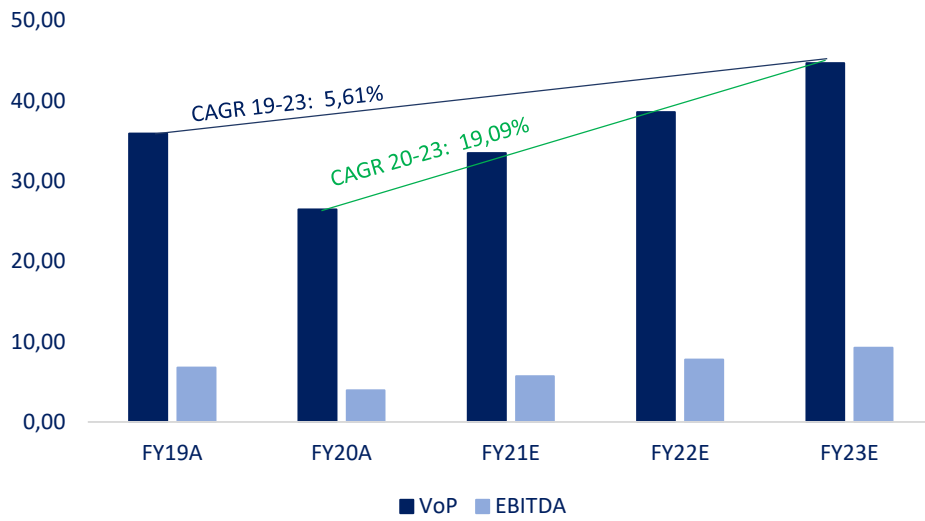
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un valore di ricavi 2021E pari a € 33,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,70 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possa aumentare fino a € 44,00 mln (CAGR 20A – 23E: 19,18%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 9,3 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,00%), in crescita rispetto a € 3,94 mln nel 2020A (Corrispondente ad un EBITDA margin del 15,2%).

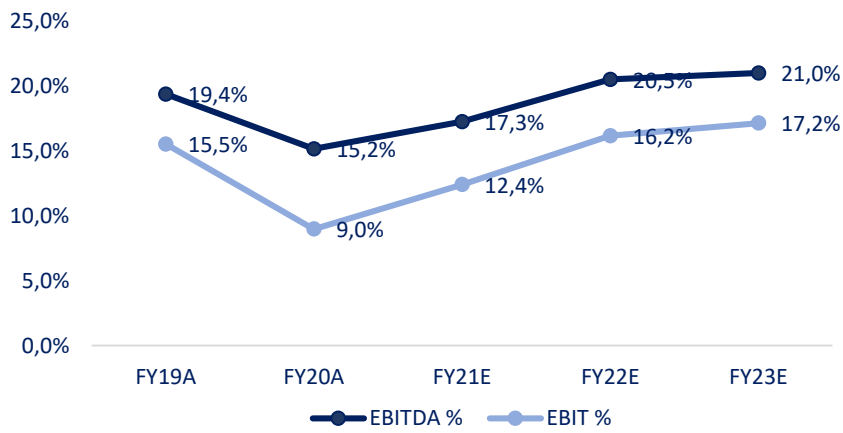
A livello patrimoniale, stimiamo un livello di NFP *cash positive* per il 2023E pari a € 2,0 mln.

**Chart 1 – VoP and EBITDA FY19A-23E**



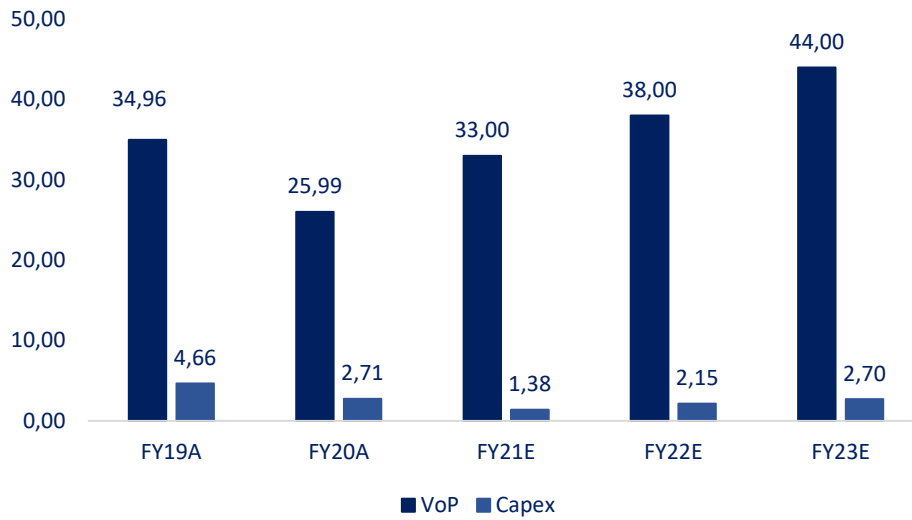
Source: Integrae SIM

**Chart 2 – Margin FY19A-23E**



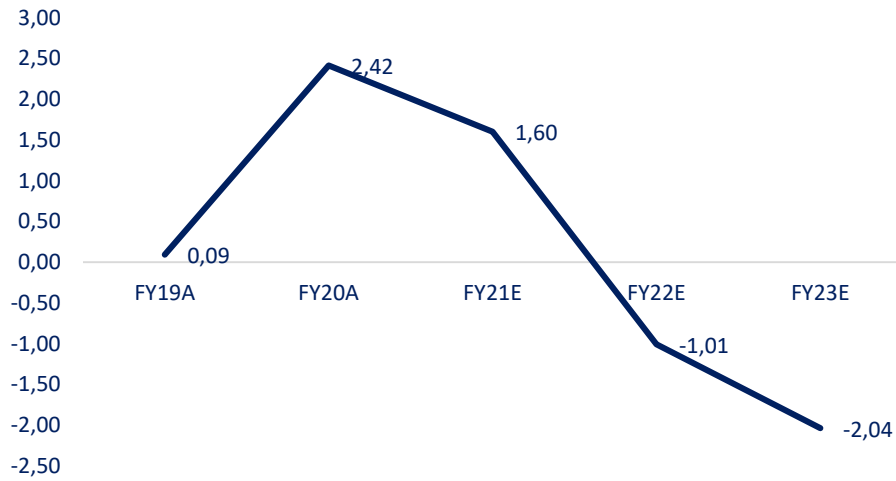
Source: Integrae SIM

**Chart 3 – Capex FY19A-23E**



Source: Integrae SIM

**Chart 4 – NFP FY19A-23E**



Source: Integrae SIM

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

WACC		6,64%
Risk Free Rate	-0,19% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,96
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	1,25
Ke	8,86% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,64%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		78,9
FCFO actualized	12,6	16%
TV actualized DCF	68,7	84%
<b>Enterprise Value</b>	<b>81,3</b>	100%
NFP (FY20A)	2,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €78,9 mln.

**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
	2,5%	164,0	137,5	118,3	103,8	92,3	83,1	75,6
	2,0%	139,6	120,1	105,3	93,7	84,3	76,6	70,2
	1,5%	121,8	106,8	95,0	85,5	77,7	71,2	65,7
	1,0%	108,4	96,4	86,8	78,9	72,2	66,6	61,8
	0,5%	97,8	88,0	80,0	73,3	67,5	62,6	58,4
	0,0%	89,3	81,2	74,3	68,5	63,5	59,2	55,4
	-0,5%	82,4	75,4	69,5	64,4	60,0	56,2	52,7

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market multiples

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

**Table 7 – Market Multiples**

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Compagnie Financière Richemont SA	13,7	12,3	11,2	21,7	18,7	16,0	25,8	21,7	19,1
Kering SA	13,4	11,9	10,8	17,1	15,0	13,5	24,8	21,1	19,1
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	17,4	15,7	14,5	22,6	20,2	18,3	30,6	27,9	25,1
Hermès International SCA	35,7	32,8	30,3	41,0	37,4	34,0	61,3	55,7	50,4
Brunello Cucinelli SpA	20,1	16,9	15,2	53,2	37,8	32,7	106,9	67,6	57,1
<b>Peer Median</b>	<b>17,4</b>	<b>15,7</b>	<b>14,5</b>	<b>22,6</b>	<b>20,2</b>	<b>18,3</b>	<b>30,6</b>	<b>27,9</b>	<b>25,1</b>

Source: Infinitals

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2021E	2022E	2023E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	99,1	122,5	134,1
EV/EBIT	92,5	124,0	138,2
P/E	84,8	115,9	128,1
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	97,5	123,5	136,2
EV/EBIT	90,9	125,1	140,2
P/E	84,8	115,9	128,1
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	73,1	92,7	102,1
EV/EBIT	68,1	93,8	105,2
P/E	63,6	86,9	96,1
<b>Average</b>	<b>68,3</b>	<b>91,1</b>	<b>101,1</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di FOPE, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a €115,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. **Pertanto, ne risulta un *equity value* di €86,8 mln.**



## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>82,9</b>
Equity Value DCF (€/mln)	78,9
Equity Value multiples (€/mln)	86,8
<b>Target Price (€)</b>	<b>15,50</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 82,9 mln. Il **target price** è quindi di € 15,50 (prev. €13,00). Confermiamo *rating BUY* e rischio MEDIUM.

**Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	21,6x	15,0x	10,9x
EV/EBIT	36,5x	20,8x	13,9x
P/E	49,9x	29,9x	20,0x

Source: Integrae SIM

**Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	17,3x	12,0x	8,7x
EV/EBIT	29,2x	16,6x	11,1x
P/E	39,6x	23,7x	15,8x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018**

**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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca is 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:

<b>Date</b>	<b>Price</b>	<b>Recommendation</b>	<b>Target Price</b>	<b>Risk</b>	<b>Comment</b>
24/09/2020	6,70	Buy	11,80	Medium	Update
26/03/2021	8,55	Buy	13,00	Medium	Update

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

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. 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 >= 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) Integræ SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

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

**Conflict of interest**

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

- Integræ 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 FOPE SpA;
- Integræ 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 FOPE SpA;
- Integræ SIM S.p.A. It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by FOPE SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.

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