

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

FOPE

Euronext Growth Milan | Luxury Jewelry | Italy

Produzione 02/04/2024, h. 18:30

Pubblicazione 03/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 40,50

prev. € 41,50

Risk



Medium

Upside potential

47,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 27,40
Target price	€ 40,50
Upside/(Downside) potential	47,8%
Ticker	FPE IM
Market Cap (€/mln)	€ 147,95
EV (€/mln)	€ 147,98
Free Float	11,30%
Share Outstanding	5.399.608
52-week high	€ 36,40
52-week low	€ 22,80
Average daily volumes (3 months)	535

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Sales	66,77	72,80	81,55	91,35
EBITDA	16,95	18,60	20,95	23,65
EBIT	14,66	15,90	17,95	20,45
Net Income	10,08	11,25	12,75	14,55
NFP	0,03	(2,07)	(7,11)	(12,30)
EBITDA margin	25,4%	25,5%	25,7%	25,9%
EBIT margin	22,0%	21,8%	22,0%	22,4%
Net Profit margin	15,1%	15,5%	15,6%	15,9%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-8,7%	-6,8%	-6,8%	-14,4%
to FTSE Italia Growth	-7,1%	-5,1%	-5,0%	-1,3%
to Euronext STAR Milan	-12,3%	-8,1%	-23,6%	-15,1%
to FTSE All-Share	-15,1%	-20,7%	-30,0%	-44,3%
to EUROSTOXX	-12,8%	-19,4%	-29,0%	-36,3%
to MSCI World Index	-12,2%	-16,3%	-26,7%	-42,5%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	12,9x	11,8x	10,4x	9,2x
EV/EBIT	14,9x	13,8x	12,2x	10,7x
P/E	21,7x	19,4x	17,2x	15,0x

FY23A Results

I ricavi si attestano a € 66,77 mln, rispetto a un valore pari a € 62,16 mln registrato a fine 2022. L'EBITDA, pari a € 16,95 mln, registra un incremento rispetto ai € 15,83 mln dell'esercizio precedente (+7,1%). Anche l'EBITDA Margin, pari al 25,4%, risulta allineato sia con la marginalità del 2022 (25,5%). L'EBIT si attesta a € 14,66 mln rispetto ai € 13,91 mln dell'esercizio precedente. Il Net Income risulta pari a € 10,08 mln (€ 10,83 mln nel FY22A). La NFP, pari a € 0,03 mln di debito, mostra una lieve flessione rispetto al FY22A (cash positive per € 1,50 mln) e risulta migliore delle nostre attese pari a € 1,54 mln di debito.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore di ricavi FY24E pari a € 72,80 mln ed un EBITDA pari a € 18,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 25,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possano aumentare fino a € 91,35 mln (CAGR 23A-26E: 11,0%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 23,65 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,9%), in crescita rispetto a € 16,95 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 25,4%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP *cash positive* pari a € 12,30 mln.

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 all'1,0%) restituisce un equity value pari a € 218,0 mln. L'equity value di FOPE utilizzando i market multiples risulta essere pari € 219,3 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 218,7 mln. Il target price è di € 40,50, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Sales	62,16	66,77	72,80	81,55	91,35
Other Revenues	0,59	0,87	0,50	0,50	0,50
Value of Production	62,75	67,64	73,30	82,05	91,85
COGS	26,59	27,18	29,20	32,55	36,40
Services	14,97	16,67	19,00	21,30	23,80
Employees	4,58	5,72	5,80	6,50	7,20
Other Operating Expenses	0,78	1,11	0,70	0,75	0,80
EBITDA	15,83	16,95	18,60	20,95	23,65
<i>EBITDA Margin</i>	<i>25,5%</i>	<i>25,4%</i>	<i>25,5%</i>	<i>25,7%</i>	<i>25,9%</i>
D&A	1,92	2,29	2,70	3,00	3,20
EBIT	13,91	14,66	15,90	17,95	20,45
<i>EBIT Margin</i>	<i>22,2%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,9%</i>	<i>22,3%</i>
Financial Management	(0,75)	(0,88)	(0,50)	(0,50)	(0,50)
EBT	13,16	13,78	15,40	17,45	19,95
Taxes	2,33	3,71	4,15	4,70	5,40
Net Income	10,83	10,08	11,25	12,75	14,55
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Asset	14,15	14,76	14,60	14,10	13,40
Account receivable	12,36	14,38	16,50	18,45	20,70
Inventories	13,92	15,72	17,00	19,05	21,30
Account payable	4,69	4,11	3,90	5,00	5,65
Operating Working Capital	21,60	25,98	29,60	32,50	36,35
Other Receivable	3,10	3,35	3,80	4,20	4,70
Derivatives	0,13	0,70	1,10	1,10	1,10
Other Payable	4,10	2,07	2,15	2,50	2,80
Net Working Capital	20,72	27,96	32,35	35,30	39,35
Severance Indemnities & Provision	2,74	2,64	2,75	3,10	3,45
NET INVESTED CAPITAL	32,14	40,08	44,20	46,30	49,30
Share Capital	5,40	5,40	5,40	5,40	5,40
Reserves and Retained Profits	17,41	24,58	29,63	35,26	41,65
Net Profit	10,83	10,08	11,25	12,75	14,55
Equity	33,64	40,05	46,27	53,41	61,60
Cash and Cash Equivalent	11,52	11,26	14,07	20,11	26,30
Short-Term Financial debt	5,02	5,90	6,00	6,50	7,00
ML Term Financial Debt	5,00	5,39	6,00	6,50	7,00
Net Financial Position	(1,50)	0,03	(2,07)	(7,11)	(12,30)
TOTAL SOURCES	32,14	40,08	44,20	46,30	49,30

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	14,66	15,90	17,95	20,45
Taxes	3,71	4,15	4,70	5,40
NOPAT	10,95	11,75	13,25	15,05
D&A	2,29	2,70	3,00	3,20
Change in NWC	(7,24)	(4,39)	(2,95)	(4,05)
Change in receivable	(2,01)	(2,12)	(1,95)	(2,25)
Change in inventories	(1,80)	(1,28)	(2,05)	(2,25)
Change in payable	(0,58)	(0,21)	1,10	0,65
Change in others	(2,85)	(0,77)	(0,05)	(0,20)
Change in provisions	(0,09)	0,11	0,35	0,35
OPERATING CASH FLOW	5,91	10,17	13,65	14,55
Capex	(2,90)	(2,54)	(2,50)	(2,50)
FREE CASH FLOW	3,01	7,63	11,15	12,05
Financial Management	(0,88)	(0,50)	(0,50)	(0,50)
Change in Financial debt	1,26	0,72	1,00	1,00
Change in equity	(3,66)	(5,03)	(5,61)	(6,36)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,27)	2,82	6,04	6,19

Source: FOPE and Integrae SIM estimates

Company Overview

FOPE è una storica azienda orafa italiana fondata a Vicenza nel 1929, protagonista nel settore della gioielleria di alta gamma. Il Gruppo persegue un progetto di sviluppo strategico basato sulla crescita e sul consolidamento del brand nel mercato internazionale del lusso facendo leva su 4 vantaggi competitivi: qualità del prodotto, sintesi perfetta di artigianalità e tecnologia Made in Italy, riconoscibilità del design e relazioni consolidate con i clienti.

FOPE opera a livello mondiale attraverso un consolidato e selezionato network di oltre 700 punti vendita in circa 50 Paesi. Il modello di business prevede relazioni commerciali dirette con le gioiellerie multi-brand (indipendenti o appartenenti a gruppi) specializzate in prodotti di lusso quali orologi e gioielleria di alta gamma; niente distributori intermediari ma partnership che garantiscono fidelizzazione e affidabilità del cliente/gioielliere e un ottimo *after-sale service*.

I gioielli FOPE spaziano dai classici senza tempo, realizzati declinando l'iconica maglia Novocento, fino alle recenti linee Flex'it che includono gli originali bracciali resi flessibili grazie a un sistema brevettato di minuscole molle in oro nascoste tra le maglie: collezioni decisamente eleganti, sempre caratterizzate da grande comfort e portabilità. FOPE ha ottenuto la certificazione volontaria TF (*Traceability & Fashion*) ed è membro certificato del *Responsible Jewellery Council*.

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	66,77	16,95	25,4%	14,66	10,08	0,03
FY23E	68,50	17,50	25,4%	15,25	11,10	1,54
Change	-2,5%	-3,1%	0,0%	-3,9%	-9,2%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Esprimiamo un giudizio molto positivo sui risultati di bilancio dell’esercizio 2023, che evidenzia una crescita sul volume dei ricavi e dei buoni indici di marginalità e solidità patrimoniale. I risultati di vendita sono allineati alle aspettative di budget elaborate ad inizio 2023, che tenevano conto di una congiuntura economica a livello internazionale complessa e confermata da indicatori che hanno segnato dei rallentamenti in particolare nel secondo semestre. La politica di copertura sui fabbisogni di oro ha neutralizzato le fluttuazioni delle quotazioni dell’oro e il margine primario delle vendite non ha subito scostamenti rispetto ai valori di budget. L’Ebitda Margin si è confermato ad un valore pari al 25,4% nonostante il significativo incremento, rispetto all’esercizio precedente, delle spese sostenute per le attività di comunicazione e marketing. Analogamente agli aspetti economici, anche la gestione dei flussi finanziari è stata ottimizzata e la posizione finanziaria netta risulta pari a zero, pur avendo realizzato tutti gli investimenti pianificati per l’esercizio. Guardiamo con positività lo sviluppo del business per il 2024 con attese di vendita in crescita nonostante le perduranti incertezze derivanti dal contesto economico a livello internazionale. La specificità dell’offerta FOPE e le prime positive indicazioni e risultati dei nostri partners concessionari sul gradimento delle nuove collezioni e sul potenziale andamento della nostra collaborazione, ritengo confortino le stime positive.”*

I ricavi si attestano a € 66,77 mln, rispetto a un valore pari a € 62,16 mln registrato a fine 2022 e a € 68,50 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita rispetto al 2022 è stata registrata a livello internazionale e nazionale, il quale si è distinto per le ottime performance di vendita, generate sia dalla boutique di Venezia che in generale dai diversi concessionari in Italia, soprattutto per effetto della presenza di turisti stranieri.

L’EBITDA, pari a € 16,95 mln, registra un incremento rispetto ai € 15,83 mln dell’esercizio precedente (+7,1%) e risulta in linea rispetto alle nostre attese pari a € 17,50 mln. Anche l’EBITDA Margin, pari al 25,4%, risulta allineato sia con la marginalità del 2022 (25,5%), sia con le nostre attese pari al 25,4%. Il Gruppo è riuscito a raggiungere un ottimo livello di marginalità, nonostante il significativo incremento, rispetto al precedente esercizio, delle spese sostenute per le attività di comunicazione e di marketing. Questi risultati risultano particolarmente significativi se si considera l’incertezza del contesto economico a livello internazionale che ha generato rallentamenti del business, soprattutto nel secondo semestre del 2023.

L’EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 2,29 mln, si attesta a € 14,66 mln (€ 13,91

mln nel 2022), rispetto a nostre stime pari a € 15,25 mln. L'EBIT *Margin* risulta pari al 21,7%, rispetto ad un dato al FY22A del 22,2% e nostre stime pari al 22,1%, principalmente a causa dell'incremento della quota di ammortamento degli investimenti tecnologici e di natura commerciale. Il Net Income si attesta a € 10,08 mln (€ 10,83 mln nel FY22A), rispetto a nostre precedenti stime pari a € 11,10 mln. Si ricorda che il Gruppo, al 31 dicembre 2022, ha beneficiato di un risparmio fiscale derivante dal Decreto Rilancio, il quale ha permesso una riduzione di circa € 1,25 mln delle imposte computate.

La NFP, pari a € 0,03 mln di debito, mostra una lieve flessione rispetto al FY22A (*cash positive* per € 1,50 mln) e risulta migliore delle nostre attese pari a € 1,54 mln di debito. Il dato della NFP risulta ancora più significativo se si considera che il Gruppo è stato in grado di ottimizzare i flussi finanziari e allo stesso tempo di sostenere tutti gli investimenti pianificati per il 2023.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATE FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Sales			
New	72,80	81,55	91,35
Old	78,40	87,80	n/a
Change	-7,1%	-7,1%	n/a
EBITDA			
New	18,60	20,95	23,65
Old	20,60	23,50	n/a
Change	-9,7%	-10,9%	n/a
EBITDA %			
New	0,26	0,26	0,26
Old	0,26	0,27	n/a
Change	-0,6%	-0,9%	n/a
EBIT			
New	15,90	17,95	20,45
Old	17,85	20,40	n/a
Change	-10,9%	-12,0%	n/a
Net Income			
New	11,25	12,75	14,55
Old	12,85	14,75	n/a
Change	-12,5%	-13,6%	n/a
NFP			
New	(2,07)	(7,11)	(12,30)
Old	(2,07)	(7,07)	n/a
Change	n/a	n/a	n/a

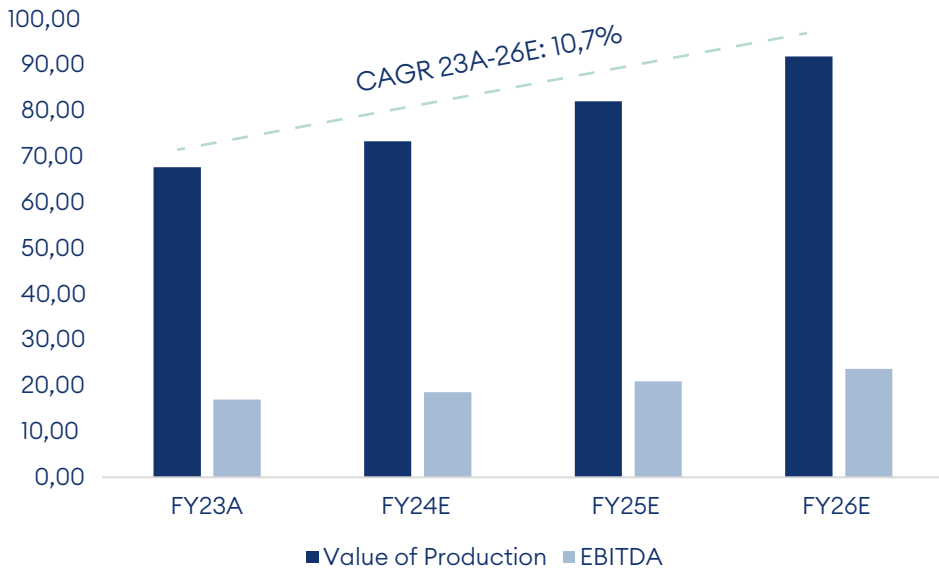
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A e considerando i rallentamenti che stanno interessando il settore di riferimento del Gruppo (specialmente in Germania e nel Regno Unito), modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un valore di ricavi FY24E pari a € 72,80 mln ed un EBITDA pari a € 18,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 25,5%. La marginalità risulta in linea rispetto al dato del FY23A (25,4%), in quanto stimiamo che il Gruppo aumenterà significativamente gli investimenti in spese di marketing al fine di sostenere la crescita. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possano aumentare fino a € 91,35 mln (CAGR 23A-26E: 11,0%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 23,65 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,9%), in crescita rispetto a € 16,95 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA margin del 25,4%).

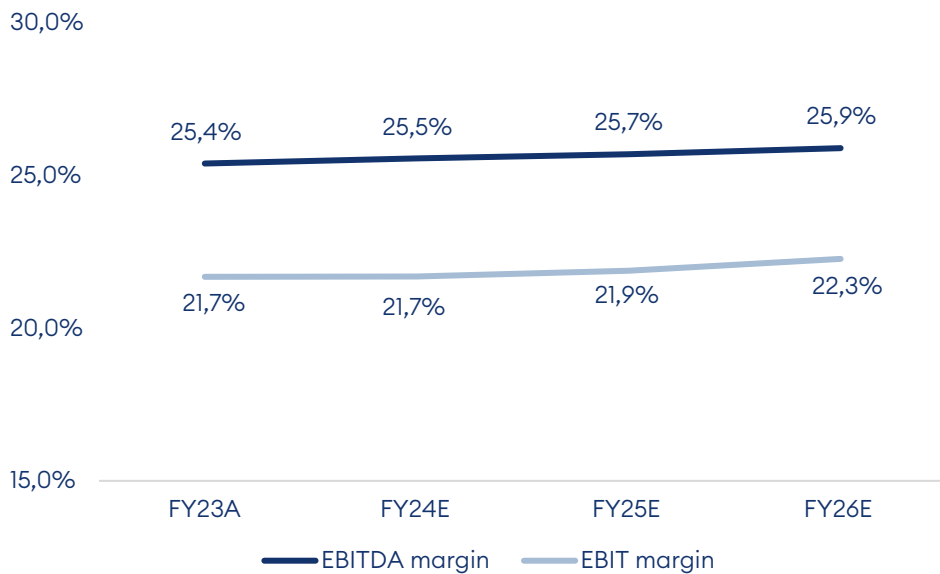
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP cash positive pari a € 12,30 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY23A-26E



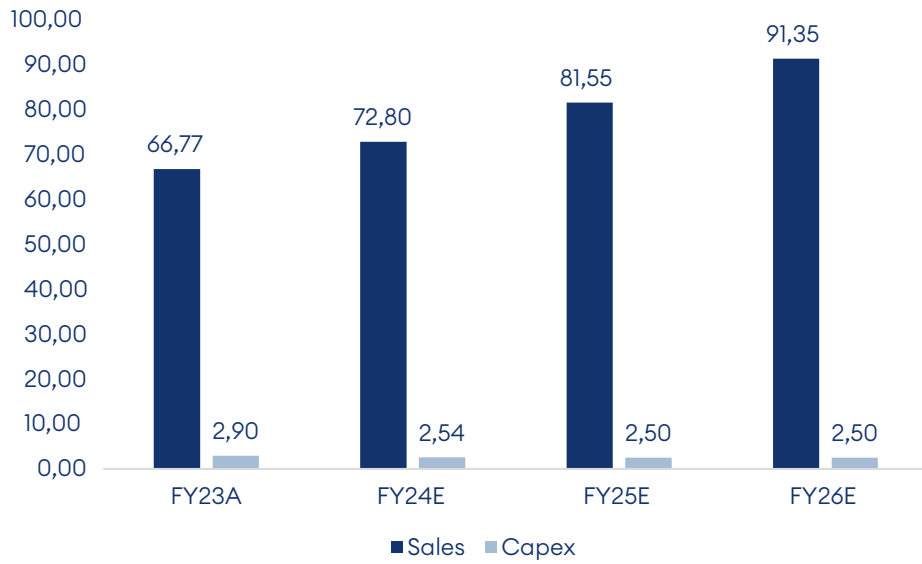
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY23A-26E



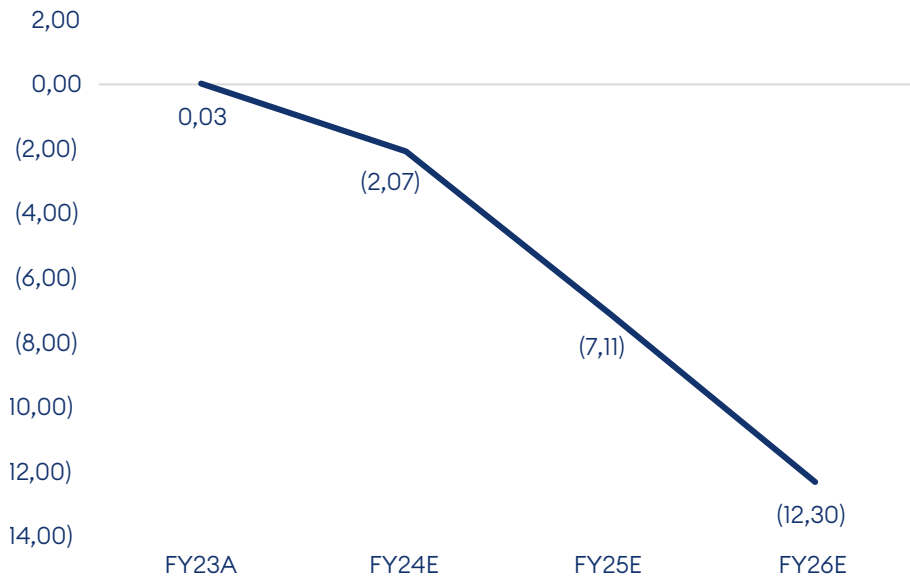
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP FY23A-26E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				9,79%
D/E 25,00%	Risk Free Rate 3,20%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 1,00%	
K_d 3,00%	Market Premium 7,81%	β Relevered 1,1	K_e 11,69%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 1,0%. Ne risulta quindi un WACC di 9,79%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	51,6	24%
TV actualized DCF	166,4	76%
Enterprise Value	218,1	100%
NFP (FY23A)	0,0	
Equity Value	218,0	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 218,0 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
	3,0%	332,3	302,0	276,5	254,8	236,1	219,8	205,5
	2,5%	308,3	282,2	260,0	240,9	224,2	209,6	196,7
	2,0%	288,0	265,3	245,7	228,7	213,8	200,5	188,7
	1,5%	270,8	250,8	233,3	218,0	204,5	192,4	181,6
	1,0%	255,9	238,1	222,4	208,6	196,2	185,2	175,2
	0,5%	242,9	226,9	212,7	200,1	188,8	178,6	169,4
	0,0%	231,5	217,0	204,1	192,5	182,1	172,6	164,1

Source: Integrae SIM

Market multiples

Il nostro panel è formato 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*. 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
Compagnie Financière Richemont SA	12,5 x	11,7 x	10,9 x	16,5 x	15,0 x	14,1 x	19,3 x	17,5 x	14,7 x
Kering SA	9,1 x	8,3 x	7,6 x	12,7 x	11,4 x	10,2 x	14,9 x	13,1 x	11,5 x
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	14,5 x	13,2 x	12,2 x	18,0 x	16,3 x	15,6 x	25,1 x	21,1 x	20,0 x
Hermès International SCA	33,6 x	30,8 x	27,7 x	39,3 x	34,8 x	31,3 x	52,8 x	47,2 x	42,4 x
Brunello Cucinelli SpA	18,2 x	17,1 x	15,4 x	32,6 x	29,1 x	26,1 x	52,9 x	46,2 x	41,4 x
Peer median	14,5 x	13,2 x	12,2 x	18,0 x	16,3 x	15,6 x	25,1 x	21,1 x	20,0 x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	269,70	276,54	288,53
EV/EBIT	286,20	292,59	318,48
P/E	282,38	269,03	291,00
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	202,28	207,41	216,40
EV/EBIT	214,65	219,44	238,86
P/E	211,78	201,77	218,25
Equity Value			
EV/EBITDA	204,35	214,52	228,70
EV/EBIT	216,72	226,55	251,16
P/E	211,78	201,77	218,25
Average	210,95	214,28	232,70

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Fope è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta **un equity value di € 219,3 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	218,7
Equity Value DCF (€/mln)	218,0
Equity Value multiples (€/mln)	219,3
Target Price (€)	40,50

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 218,7 mln. **Il target price è quindi di € 40,50 (prev. € 41,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	12,9x	11,8x	10,4x	9,2x
EV/EBIT	14,9x	13,8x	12,2x	10,7x
P/E	21,7x	19,4x	17,2x	15,x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,7x	8,x	7,1x	6,3x
EV/EBIT	10,1x	9,3x	8,2x	7,2x
P/E	14,7x	13,2x	11,6x	10,2x

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 Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
03/04/2023	33,20	Buy	41,50	Medium	Update
06/10/2023	25,80	Buy	41,50	Medium	Update
19/01/2024	27,00	Buy	41,50	Medium	Breaking News
02/02/2024	27,60	Buy	41,50	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). 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 esti-

mates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræ SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

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

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the FOPE SpA;
- 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.