

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 28.03.2025, h. 18:30
Pubblicazione | 31.03.2025, h. 07:00

FOPE

Euronext Growth Milan | Luxury Jewelry | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

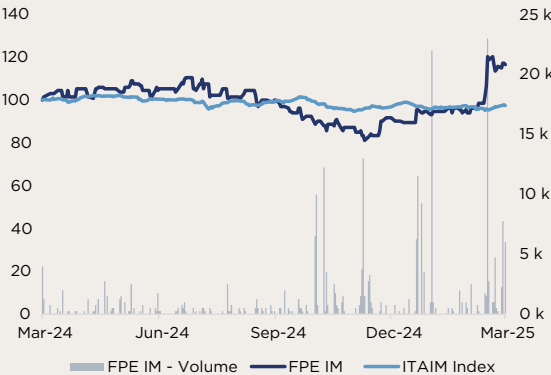
€ 39,00

prev. unchanged

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	2,2x	1,9x	1,7x	1,5x
EV/EBITDA	11,1x	9,4x	8,1x	7,0x
EV/EBIT	13,5x	11,3x	9,6x	8,2x
P/E	20,0x	16,5x	13,8x	11,7x
NFP/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Sales	73,43	87,00	97,80	110,80
EBITDA	14,80	17,40	20,25	23,50
EBIT	12,11	14,50	17,15	20,10
Net Income	8,38	10,15	12,10	14,30
Net Financial Position	(3,26)	(3,87)	(6,84)	(10,60)
EBITDA margin	20,2%	20,0%	20,7%	21,2%
EBIT margin	16,5%	16,7%	17,5%	18,1%
Net income margin	11,4%	11,7%	12,4%	12,9%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 31,00
Target price	€ 39,00
Upside/(Downside) potential	25,8%
Ticker - Bloomberg Code	FPE IM
Market Cap (€/mln)	€ 167,39
EV (€/mln)	€ 164,13
Free Float (% on ordinary shares)	9,00%
Shares Outstanding	5.399.608
52-week high	€ 32,60
52-week low	€ 21,40
Average Daily Volumes (3 months)	1.901

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	24,0%	27,0%	16,5%	16,5%
to FTSE Italia Growth	23,3%	26,4%	18,9%	19,1%
to Euronext STAR Milan	28,0%	29,0%	21,6%	24,4%
to FTSE All-Share	22,9%	13,3%	4,5%	4,7%
to EUROSTOXX	25,7%	17,2%	10,4%	10,7%
to MSCI World Index	26,4%	29,4%	16,2%	9,0%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROA	17,4%	18,8%	20,0%	21,0%
ROIC	19,9%	21,6%	24,0%	26,5%
ROE	18,5%	19,9%	21,1%	22,1%
Current Ratio	3,3x	3,8x	4,0x	4,2x

Source: FactSet

FY24A Results

Nel 2024, il Gruppo ha registrato ricavi pari a € 73,43 mln, in aumento del 10,1% rispetto ai € 66,67 mln del 2023 e superiore alle precedenti stime di € 70,00 mln. La performance è stata trainata dal rafforzamento degli investimenti commerciali nei principali mercati internazionali, in particolare negli Stati Uniti, nel Sud-Est asiatico e nell'Europa orientale, oltre che da un andamento positivo del mercato italiano. Nonostante una temporanea contrazione della marginalità dovuta a costi straordinari legati al potenziamento operativo e strutturale, il Gruppo ha mantenuto un'elevata redditività con un EBITDA *margin* pari al 20,2%. L'utile netto si è attestato a € 8,38 mln. A livello patrimoniale, la NFP è passata da una sostanziale neutralità (€ 0,03 mln nel 2023) a una posizione *cash positive* pari a € 3,26 mln al 31 dicembre 2024.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo ricavi FY25E pari a € 87,00 mln ed un EBITDA pari a € 17,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 110,80 mln (CAGR 24A-27E: 14,7%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 23,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,2%), in crescita rispetto a € 14,80 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,2%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP *cash positive* pari a € 10,60 mln. 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 1,0%) restituisce un equity value pari a € 211,4 mln. L'equity value di FOPE utilizzando i market multiples risulta essere pari € 209,8 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 210,6 mln. Il target price è di € 39,00, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Sales	66,77	73,43	87,00	97,80	110,80
Other revenues	0,87	0,89	0,90	0,90	0,90
Value of Production	67,64	74,32	87,90	98,70	111,70
COGS	27,18	31,87	38,40	42,75	48,00
Services	16,67	19,65	22,80	25,20	28,40
Employees	5,72	6,86	8,20	9,40	10,70
Other operating costs	1,11	1,14	1,10	1,10	1,10
EBITDA	16,95	14,80	17,40	20,25	23,50
<i>EBITDA Margin</i>	<i>25,4%</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,2%</i>
D&A	2,29	2,69	2,90	3,10	3,40
EBIT	14,66	12,11	14,50	17,15	20,10
<i>EBIT Margin</i>	<i>21,7%</i>	<i>16,3%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,0%</i>
Financial management	(0,88)	(0,61)	(0,60)	(0,55)	(0,50)
EBT	13,78	11,50	13,90	16,60	19,60
Taxes	3,71	3,12	3,75	4,50	5,30
Net Income	10,08	8,38	10,15	12,10	14,30

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	14,76	15,37	16,85	16,75	16,35
Account receivable	14,38	17,26	19,25	21,50	24,30
Inventories	15,72	15,75	19,10	21,50	24,30
Account payable	4,11	5,57	6,50	7,30	8,30
Operating Working Capital	25,98	27,44	31,85	35,70	40,30
Other receivable	3,35	2,83	3,00	3,10	3,20
Derivatives	0,70	3,15	3,00	3,00	3,00
Other payable	2,07	2,77	3,20	3,40	3,80
Net Working Capital	27,96	30,65	34,65	38,40	42,70
Severance & other provisions	2,64	3,92	4,45	4,75	5,00
NET INVESTED CAPITAL	40,08	42,10	47,05	50,40	54,05
Share capital	5,40	5,40	5,40	5,40	5,40
Reserves	24,58	31,58	35,37	39,74	44,95
Net Income	10,08	8,38	10,15	12,10	14,30
Equity	40,05	45,36	50,92	57,24	64,65
Cash & cash equivalents	11,26	15,15	15,87	19,84	24,60
Short term financial debt	5,90	7,88	6,00	6,50	7,00
M/L term financial debt	5,39	4,00	6,00	6,50	7,00
Net Financial Position	0,03	(3,26)	(3,87)	(6,84)	(10,60)
SOURCES	40,08	42,10	47,05	50,40	54,05

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	12,11	14,50	17,15	20,10
Taxes	3,12	3,75	4,50	5,30
NOPAT	9,00	10,75	12,65	14,80
D&A	2,69	2,90	3,10	3,40
Change in NWC	(2,69)	(4,00)	(3,75)	(4,30)
<i>Change in receivable</i>	<i>(2,88)</i>	<i>(1,99)</i>	<i>(2,25)</i>	<i>(2,80)</i>
<i>Change in inventories</i>	<i>(0,03)</i>	<i>(3,35)</i>	<i>(2,40)</i>	<i>(2,80)</i>
<i>Change in payable</i>	<i>1,46</i>	<i>0,93</i>	<i>0,80</i>	<i>1,00</i>
<i>Change in others</i>	<i>(1,24)</i>	<i>0,41</i>	<i>0,10</i>	<i>0,30</i>
Change in provisions	1,28	0,53	0,30	0,25
OPERATING CASH FLOW	10,27	10,18	12,30	14,15
Capex	(3,29)	(4,38)	(3,00)	(3,00)
FREE CASH FLOW	6,98	5,80	9,30	11,15
Financial Management and Other	(0,61)	(0,60)	(0,55)	(0,50)
Change in Financial debt	0,60	0,11	1,00	1,00
Change in equity	(3,08)	(4,59)	(5,78)	(6,89)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	3,89	0,72	3,97	4,76

Source: FOPE Historical Data 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 Novecento, 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.

FY24A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY24A	73,43	14,80	20,2%	12,11	8,38	(3,26)
FY24E	70,00	15,60	22,3%	13,00	9,05	2,38
Change	4,9%	-5,1%	-2,1%	-6,8%	-7,4%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Esprimiamo un giudizio positivo sul risultato delle vendite del 2024, che conferma la capacità di crescere sui mercati e affermare il valore del brand e dell'esclusivo prodotto. Il mercato americano si è distinto per il raggiungimento di ottimi risultati così come i paesi del sud est asiatico e oriente verso i quali abbiamo incrementato gli investimenti. Gli interventi di ottimizzazione eseguiti sui processi produttivi e le consolidate nuove condizioni operative, hanno garantito un'evasione degli ordini in linea con i tempi pianificati, recuperando anche il gap sui volumi di prodotto evaso registrato a fine giugno 2024. L'esercizio ha visto un incremento dei costi operativi che hanno ridotto la marginalità rispetto al 2023: i maggiori costi sono imputabili ad un impegno di carattere straordinario per il recupero dell'efficienza produttiva e ad un'attività di consolidamento della struttura con acquisizione di risorse qualificate, in corso anche per l'anno 2025, sia per i reparti produttivi sia di supporto delle filiali. La PFN è risultata positiva e in miglioramento rispetto al 2023 nonostante gli investimenti realizzati e l'assorbimento di risorse finanziarie generato dalla fisiologica crescita del capitale circolante conseguente alla crescita del business. Relativamente al 2025, nei primi mesi registriamo con soddisfazione un significativo incremento del volume di ordini rispetto al medesimo periodo del 2024, da parte di tutti i mercati, che ci consente di guardare con positività allo sviluppo del business per l'esercizio in corso, con attese di vendita in crescita. 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 collaborazione, ritengo confortino le stime positive. Inoltre, la politica di copertura sui fabbisogni di oro messa in atto, abbinata alla revisione dei prezzi di listino, sta neutralizzando le fluttuazioni delle quotazioni dell'oro a salvaguardia della marginalità delle vendite ipotizzata per l'esercizio in corso e dell'efficientamento dei maggiori costi operativi che la struttura deve affrontare.”.*

I ricavi si attestano a € 73,43 mln, rispetto a un valore pari a € 66,67 mln registrato a fine 2023 e a € 70,00 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita è stata trainata principalmente dai mercati americano, del Sud-Est asiatico e orientale, verso i quali sono stati potenziati gli investimenti commerciali. Anche il mercato italiano, sempre oggetto di particolare attenzione, ha evidenziato buone performance, soprattutto grazie ai clienti attivi nelle aree a vocazione turistica. Le nuove collezioni lanciate nel corso del 2024 hanno ottenuto risultati molto positivi, mentre le linee e i pezzi “timeless”, presenti sul mercato da diversi anni, continuano a riscuotere un elevato gradimento. A livello geografico, l'86,0% del fatturato è stato realizzato all'estero, in linea con quanto rilevato nell'esercizio 2023.

L'EBITDA si attesta a € 14,80 mln, in diminuzione rispetto ai € 16,95 mln del FY23A e risulta in lieve flessione rispetto alle nostre stime per l'anno pari a € 15,60 mln. Nonostante il calo, il Gruppo è stato in grado di mantenere un sostanzioso EBITDA

margin pari al 20,2% (25,4% nel corso del FY23A), anche a fronte dell'aumento dei costi legato a interventi straordinari finalizzati al recupero dell'efficienza produttiva e al potenziamento della struttura aziendale, attraverso l'acquisizione di risorse qualificate nei reparti produttivi e nelle funzioni di supporto delle filiali.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 2,69 mln, si attesta a € 12,11 mln (€ 14,66 mln nel 2023), rispetto a nostre stime pari a € 13,00 mln. L'EBIT Margin risulta pari al 16,3%, rispetto ad un dato al FY23A del 21,7% e nostre stime pari al 18,4%, principalmente a causa dell'incremento della quota di ammortamento degli investimenti tecnologici e di natura commerciale. Il Net Income si attesta a € 8,38 mln (€ 10,08 mln nel FY23A), rispetto a nostre precedenti stime pari a € 9,05 mln.

A livello patrimoniale, la NFP vede un netto miglioramento, passando da una situazione di neutralità dell'esercizio 2023 (€ 0,03 mln) a un valore *cash positive* e pari a € 3,26 mln nel FY24A. Il dato riflette gli interventi di ottimizzazione dei processi produttivi, che hanno consentito al Gruppo l'evasione degli ordini secondo i tempi pianificati e risulta ancor più significativo considerando gli investimenti fatti durante l'anno. Tra questi, si segnala la realizzazione dei SiS (corner di arredi personalizzati FOPE all'interno dei punti vendita dei concessionari), nonché l'acquisto, finalizzato nel corso del 2024, del magazzino adiacente alla sede aziendale, che garantirà la disponibilità di nuovi spazi e permetterà l'ampliamento dei reparti produttivi. Infine, sono proseguite le ultime attività di completamento e integrazione del nuovo sistema informatico, di cui il Gruppo sta già riscontrando benefici in termini di solidità e completezza della base informativa, nonché di facilità di accesso ai dati.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Sales			
New	87,00	97,80	110,80
Old	81,55	91,35	n/a
Change	6,7%	7,1%	n/a
EBITDA			
New	17,40	20,25	23,50
Old	19,45	22,35	n/a
Change	-10,5%	-9,4%	n/a
EBITDA Margin			
New	20,0%	20,7%	21,2%
Old	23,9%	24,5%	n/a
Change	-3,9%	-3,8%	n/a
EBIT			
New	14,50	17,15	20,10
Old	16,55	19,25	n/a
Change	-12,4%	-10,9%	n/a
Net Income			
New	10,15	12,10	14,30
Old	11,65	13,55	n/a
Change	-12,9%	-10,7%	n/a
NFP			
New	(3,87)	(6,84)	(10,60)
Old	(5,66)	(9,95)	n/a
Change	n/a	n/a	n/a

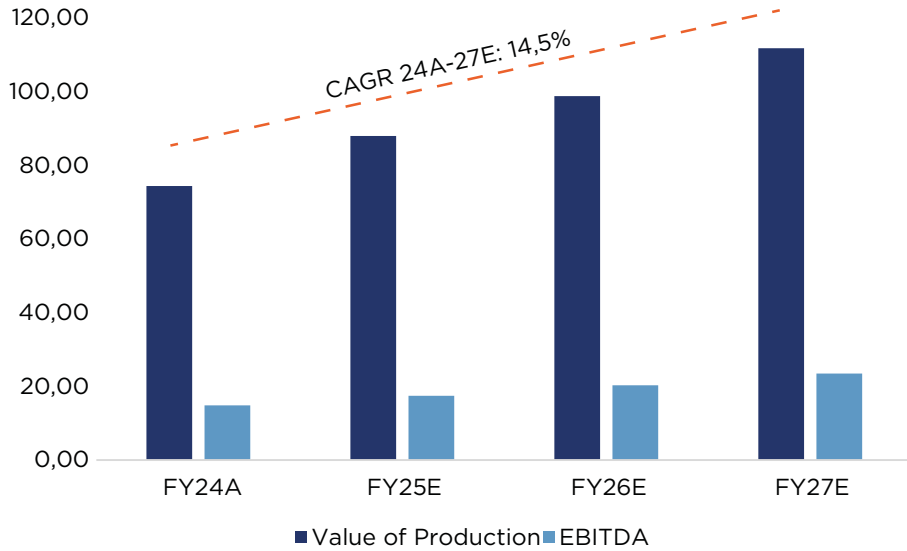
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo ricavi FY25E pari a € 87,00 mln ed un EBITDA pari a € 17,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 110,80 mln (CAGR 24A-27E: 14,7%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 23,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,2%), in crescita rispetto a € 14,80 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,2%).

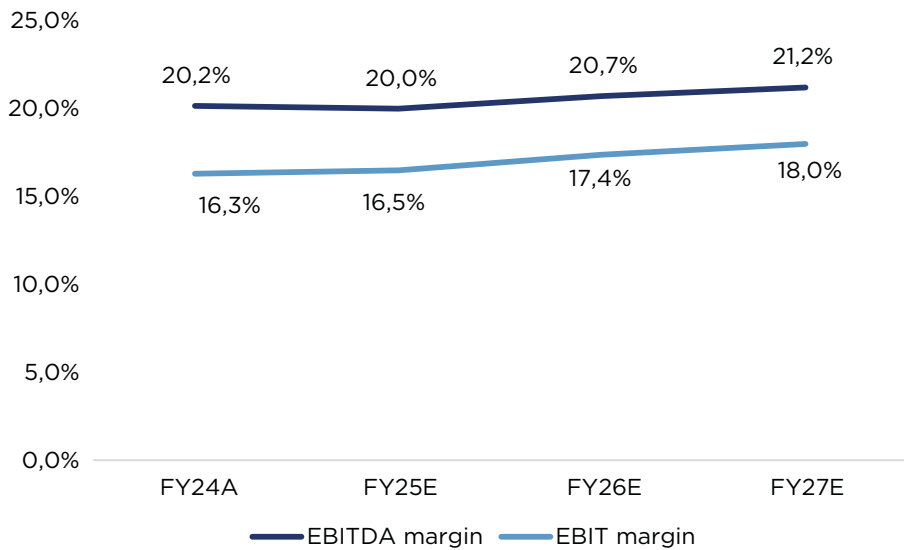
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP *cash positive* pari a € 10,60 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY24A - FY27E



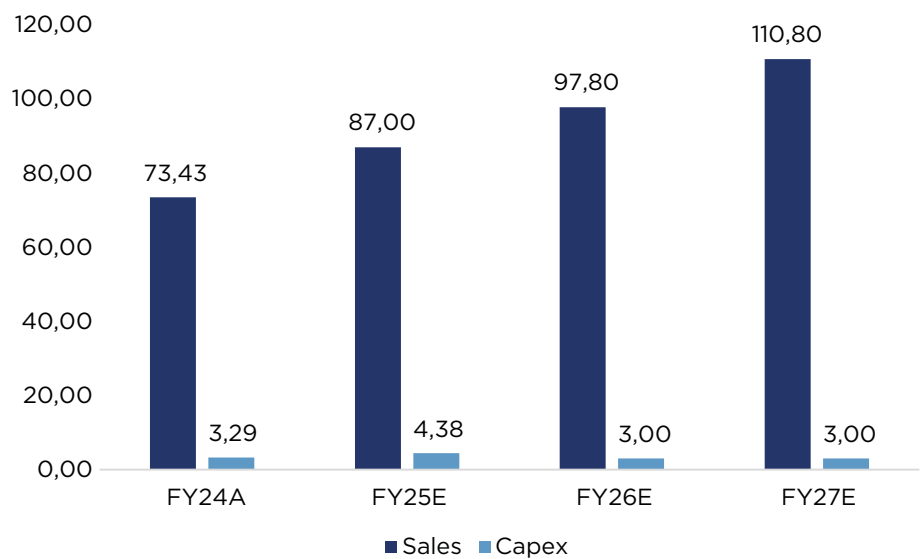
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN % FY24A- FY27E



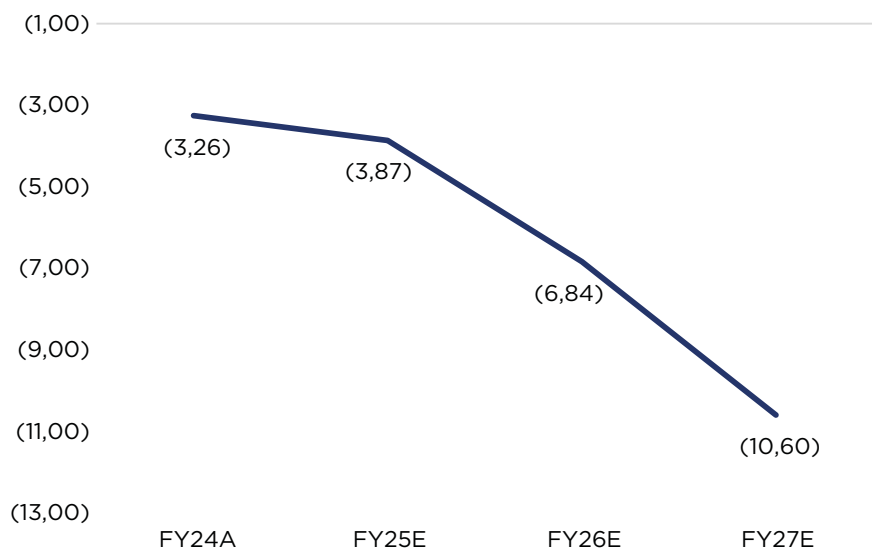
Source: Integrae SIM

CHART 3 - CAPEX FY24A - FY27E



Source: Integrae SIM

CHART 4 - NFP FY24A - FY27E



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		9,04%	
D/E 25,00%	Risk Free Rate 2,67%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 1,00%
Kd 3,00%	Market premium 7,26%	β Relevered 1,2	Ke 10,76%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 1,0%. Ne risulta quindi un WACC di 9,04%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFE actualized	45,9	22%
TV actualized DCF	162,2	78%
Enterprise Value	208,1	100%
NFP (FY24A)	(3,3)	
Equity Value	211,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 211,4 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
	3,0%	338,5	303,8	275,4	251,6	231,6	214,4	199,5
	2,5%	310,0	280,9	256,7	236,2	218,6	203,3	190,0
	2,0%	286,7	261,9	240,9	222,9	207,3	193,7	181,6
	1,5%	267,2	245,7	227,3	211,4	197,4	185,1	174,2
	1,0%	250,6	231,8	215,5	201,3	188,7	177,5	167,5
	0,5%	236,5	219,8	205,2	192,4	180,9	170,7	161,6
	0,0%	224,2	209,3	196,1	184,4	174,0	164,6	156,1

Source: Integrae SIM

Market Multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di FOPE, 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		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Compagnie Financiere Richemont SA	14,7 x	13,3 x	12,9 x	18,8 x	16,8 x	14,9 x	23,8 x	21,2 x	19,3 x
Kering SA	9,8 x	8,8 x	7,9 x	17,4 x	14,8 x	12,8 x	20,2 x	16,1 x	13,2 x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	12,1 x	11,1 x	10,0 x	15,6 x	14,3 x	13,0 x	21,8 x	19,5 x	17,5 x
Hermes International SCA	32,6 x	29,0 x	25,9 x	36,4 x	32,4 x	28,7 x	52,6 x	45,2 x	40,1 x
Brunello Cucinelli S.p.A.	20,3 x	18,3 x	16,6 x	34,6 x	30,9 x	27,5 x	53,2 x	46,4 x	40,2 x
Median	14,7 x	13,3 x	12,9 x	18,8 x	16,8 x	14,9 x	23,8 x	21,2 x	19,3 x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	255,88	269,18	302,86
EV/EBIT	271,91	287,44	299,94
P/E	241,66	256,48	275,54
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	191,91	201,89	227,15
EV/EBIT	203,93	215,58	224,95
P/E	181,25	192,36	206,66
Equity Value			
EV/EBITDA	195,78	208,73	237,75
EV/EBIT	207,80	222,42	235,55
P/E	181,25	192,36	206,66
Average	194,94	207,84	226,65

Source: Integrae SIM

L'equity value di FOPE è stato calcolato utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 209,8 mln.**

Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	210,6
Equity Value DCF (€/mln)	211,4
Equity Value Multiples (€/mln)	209,8
Target Price (€)	39,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 210,6 mln.

Il target price è quindi di € 39,00 (prev. € 39,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	14,0x	11,9x	10,2x	8,8x
EV/EBIT	17,1x	14,3x	12,1x	10,3x
P/E	25,1x	20,7x	17,4x	14,7x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	11,1x	9,4x	8,1x	7,0x
EV/EBIT	13,5x	11,3x	9,6x	8,2x
P/E	20,0x	16,5x	13,8x	11,7x

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 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 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
03/04/2024	27,40	Buy	40,50	Medium	Update
05/08/2024	28,60	Buy	40,50	Medium	Breaking News
07/10/2024	25,80	Buy	39,00	Medium	Update
17/01/2025	25,40	Buy	39,00	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 SpA has formalized 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 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 Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	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, EV/EBIT 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 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, Integrae SIM played the role of global coordinator.