

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 30.09.2025, h. 18:30
Pubblicazione | 01.10.2025, h. 07:00

FOPE

Euronext Growth Milan | Luxury Jewelry | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

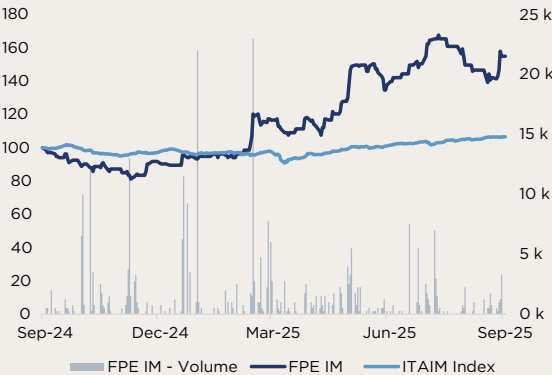
€ 47,00

prev. € 39,00

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	2,9x	2,5x	2,2x	1,9x
EV/EBITDA	14,5x	11,1x	9,7x	8,4x
EV/EBIT	17,7x	13,x	11,3x	9,7x
P/E	26,x	19,3x	16,2x	13,8x
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	19,40	22,10	25,50
EBIT	12,11	16,50	19,00	22,20
Net Income	8,38	11,30	13,45	15,85
Net Financial Position	(3,26)	(6,97)	(10,18)	(13,38)
EBITDA margin	20,2%	22,3%	22,6%	23,0%
EBIT margin	16,5%	19,0%	19,4%	20,0%
Net income margin	11,4%	13,0%	13,8%	14,3%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 40,40
Target price	€ 47,00
Upside/(Downside) potential	16,3%
Ticker - Bloomberg Code	FPE IM
Market Cap (€/mln)	€ 218,14
EV (€/mln)	€ 214,88
Free Float (% on ordinary shares)	9,00%
Shares Outstanding	5.399.608
52-week high	€ 44,60
52-week low	€ 21,40
Average Daily Volumes (3 months)	784

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	1,5%	10,4%	30,3%	51,9%
to FTSE Italia Growth	0,3%	5,1%	20,9%	45,4%
to Euronext STAR Milan	1,0%	7,9%	20,8%	49,0%
to FTSE All-Share	0,8%	3,4%	20,2%	29,6%
to EUROSTOXX	-1,4%	7,0%	27,0%	43,2%
to MSCI World Index	-1,2%	3,2%	14,0%	37,1%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROA	17,4%	20,7%	21,3%	22,1%
ROIC	19,9%	25,1%	27,5%	29,4%
ROE	18,5%	21,7%	22,8%	23,6%
Current Ratio	3,34	3,88	3,95	4,05

Source: FactSet

1H25A Results

Nel 1H25A il Gruppo ha registrato ricavi pari a € 43,02 mln, in crescita del 45,1% rispetto ai € 29,64 mln del 1H24A, trainati dalle positive performance nei principali mercati internazionali ed emergenti, oltre che dal contributo del mercato italiano. L'EBITDA si attesta a € 10,60 mln, quasi triplicato rispetto ai € 3,70 mln del 1H24A, con un EBITDA margin del 24,6% (12,5% nel 1H24A), grazie all'aumento dei volumi e agli interventi di efficientamento produttivo. L'EBIT raggiunge € 9,10 mln, in forte crescita rispetto ai € 2,44 mln del periodo di confronto, con un EBIT margin pari al 21,0%. L'utile netto si attesta a € 5,63 mln, più che triplicato rispetto agli € 1,59 mln del 1H24A. A livello patrimoniale, la NFP risulta cash positive per € 3,24 mln, in linea con il dato di fine 2024, a conferma della solidità finanziaria del Gruppo.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, 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 € 19,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 22,3%. 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 € 25,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,0%), 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 € 13,38 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 € 265,8 mln. L'equity value di FOPE utilizzando i market multiples risulta essere pari € 241,8 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 253,8 mln. Il target price è di € 47,00, 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	36,80	41,40	46,80
Services	16,67	19,65	22,30	24,80	27,70
Employees	5,72	6,86	8,20	9,20	10,50
Other operating costs	1,11	1,14	1,20	1,20	1,20
EBITDA	16,95	14,80	19,40	22,10	25,50
<i>EBITDA Margin</i>	<i>25,4%</i>	<i>20,2%</i>	<i>22,3%</i>	<i>22,6%</i>	<i>23,0%</i>
D&A	2,29	2,69	2,90	3,10	3,30
EBIT	14,66	12,11	16,50	19,00	22,20
<i>EBIT Margin</i>	<i>22,0%</i>	<i>16,5%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,4%</i>	<i>20,0%</i>
Financial management	(0,88)	(0,61)	(1,00)	(0,55)	(0,50)
EBT	13,78	11,50	15,50	18,45	21,70
Taxes	3,71	3,12	4,20	5,00	5,85
Net Income	10,08	8,38	11,30	13,45	15,85

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	14,76	15,37	15,50	15,90	16,60
Account receivable	14,38	17,26	18,50	20,70	23,40
Inventories	15,72	15,75	19,10	21,50	24,30
Account payable	4,11	5,57	6,00	7,10	8,20
Operating Working Capital	25,98	27,44	31,60	35,10	39,50
Other receivable	3,35	2,83	3,50	4,00	4,50
Derivatives	0,70	3,15	4,00	4,10	4,20
Other payable	2,07	2,77	4,50	5,00	5,50
Net Working Capital	27,96	30,65	34,60	38,20	42,70
Severance & other provisions	2,64	3,92	5,00	5,20	5,40
NET INVESTED CAPITAL	40,08	42,10	45,10	48,90	53,90
Share capital	5,40	5,40	5,40	5,40	5,40
Reserves	24,58	31,58	35,37	40,24	46,03
Net Income	10,08	8,38	11,30	13,45	15,85
Equity	40,05	45,36	52,07	59,08	67,28
Cash & cash equivalents	11,26	15,15	18,97	23,18	27,38
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)	(6,97)	(10,18)	(13,38)
SOURCES	40,08	42,10	45,10	48,90	53,90

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	12,11	16,50	19,00	22,20
Taxes	3,12	4,20	5,00	5,85
NOPAT	9,00	12,30	14,00	16,35
D&A	2,69	2,90	3,10	3,30
Change in NWC	(2,69)	(3,95)	(3,60)	(4,50)
<i>Change in receivable</i>	<i>(2,88)</i>	<i>(1,24)</i>	<i>(2,20)</i>	<i>(2,70)</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>0,43</i>	<i>1,10</i>	<i>1,10</i>
<i>Change in others</i>	<i>(1,24)</i>	<i>0,21</i>	<i>(0,10)</i>	<i>(0,10)</i>
Change in provisions	1,28	1,08	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	10,27	12,33	13,70	15,35
Capex	(3,29)	(3,03)	(3,50)	(4,00)
FREE CASH FLOW	6,98	9,30	10,20	11,35
Financial Management and Other	(0,61)	(1,00)	(0,55)	(0,50)
Change in Financial debt	0,60	0,11	1,00	1,00
Change in equity	(3,08)	(4,59)	(6,43)	(7,66)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	3,89	3,82	4,22	4,19

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.

1H25A Results

TABLE 2 - 1H24A VS 1H25A

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H25A	43,02	10,60	24,6%	9,10	5,63	(3,24)
1H24A	29,64	3,70	12,5%	2,44	1,59	(3,26)*
Change	45,2%	186,6%	12,2%	272,5%	254,4%	n/a

Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/2024

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Siamo soddisfatti del risultato raggiunto nel primo semestre che testimonia il consolidamento del posizionamento distintivo del nostro brand nel panorama del lusso internazionale. Tutti i mercati che vedono la nostra presenza hanno contribuito alla crescita dei volumi di vendita: i mercati del sud est asiatico e oriente - sui quali stiamo investendo - così come i mercati europei, americani e l'Italia. Anche il mercato statunitense, attore importante per la nostra crescita, non evidenzia segnali di preoccupazione nonostante l'applicazione dei nuovi dazi. Gli interventi di ottimizzazione eseguiti sui processi produttivi, tuttora in corso per incrementare la capacità produttiva, e le consolidate nuove condizioni operative, hanno garantito un'evasione degli ordini in linea con i tempi pianificati. I volumi di vendita incrementali e la marginalità primaria sulle vendite hanno generato un'incidenza positiva sui costi operativi di struttura e migliorato la marginalità che abbiamo registrato a livello di EBITDA e utile netto. La politica di copertura finanziaria sui fabbisogni di materia prima ha permesso di neutralizzare l'impatto delle forti oscillazioni che stanno caratterizzando il prezzo dell'oro. Il secondo semestre dell'esercizio in corso si è aperto con segnali incoraggianti: la raccolta ordini mostra un andamento in linea con le previsioni di budget. Prosegue la proficua collaborazione con la nostra rete di concessionari e confermiamo l'aspettativa di una chiusura positiva dell'esercizio in corso.”.*

I ricavi del 1H25A si attestano a € 43,02 mln, in forte crescita rispetto ai € 29,64 mln registrati nello stesso periodo del 2024. L'espansione è stata trainata in particolare dai mercati internazionali, con performance molto positive in America ed Europa – in particolare Germania e Regno Unito – e nei mercati emergenti come Giappone, Corea del Sud e Sud-Est asiatico, al centro della strategia di espansione del Gruppo. Anche il mercato italiano ha contribuito positivamente, sostenuto dalla domanda dei clienti attivi nelle aree a vocazione turistica. Il lancio delle nuove collezioni, insieme al successo delle linee consolidate, ha rafforzato la penetrazione commerciale, con l'86,0% circa del fatturato realizzato all'estero, in linea con l'esercizio precedente. La crescita risulta particolarmente significativa anche al netto dell'aumento medio dei listini, pari a circa il 16,0%, applicato nei primi mesi dell'anno per compensare la volatilità del prezzo dell'oro.

L'EBITDA del 1H25A si attesta a € 10,60 mln, in forte crescita rispetto ai € 3,70 mln del 1H24A. L'EBITDA margin raggiunge il 24,6%, in significativo miglioramento rispetto al 12,5% registrato nello stesso periodo dell'anno precedente, riflettendo l'effetto combinato dell'aumento dei volumi (sostenuto dagli interventi di ottimizzazione eseguiti sui processi produttivi) e della marginalità primaria sulle vendite.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,50 mln, si attesta a € 9,10 mln, in

forte miglioramento rispetto ai € 2,44 mln registrati nel primo semestre del 2024, con un EBIT margin pari al 21,0% (8,0% nel 1H24A). Il Net Income raggiunge € 5,63 mln, risultato più che triplicato rispetto agli € 1,59 mln del 30 giugno 2024.

Sul fronte patrimoniale, la NFP conferma un profilo finanziario solido, risultando cash positive per € 3,24 mln, in linea con il dato di fine 2024 (€ 3,26 mln). Il mantenimento di una posizione finanziaria netta positiva appare particolarmente rilevante alla luce degli investimenti in corso per l'espansione produttiva e commerciale, tra cui il potenziamento della capacità interna e lo sviluppo di nuovi canali distributivi.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Sales			
New	87,00	97,80	110,80
Old	87,00	97,80	110,80
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			
New	19,40	22,10	25,50
Old	17,40	20,25	23,50
Change	11,5%	9,1%	8,5%
EBITDA Margin			
New	22,3%	22,6%	23,0%
Old	20,0%	20,7%	21,2%
Change	2,3%	1,9%	1,8%
EBIT			
New	16,50	19,00	22,20
Old	14,50	17,15	20,10
Change	13,8%	10,8%	10,4%
Net Income			
New	11,30	13,45	15,85
Old	10,15	12,10	14,30
Change	11,3%	11,2%	10,8%
NFP			
New	(6,97)	(10,18)	(13,38)
Old	(3,87)	(6,84)	(10,60)
Change	n/a	n/a	n/a

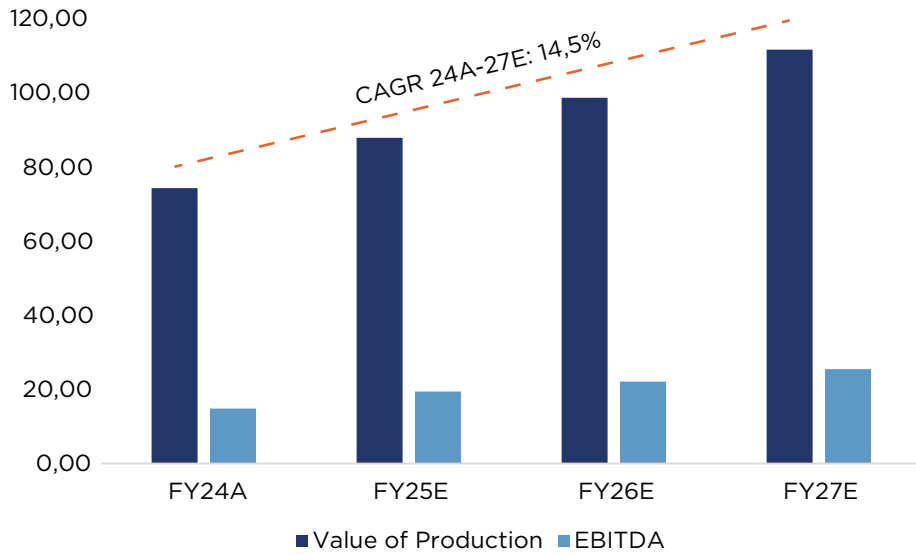
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, 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 € 19,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 22,3%. 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 € 25,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,0%), in crescita rispetto a € 14,80 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,2%).

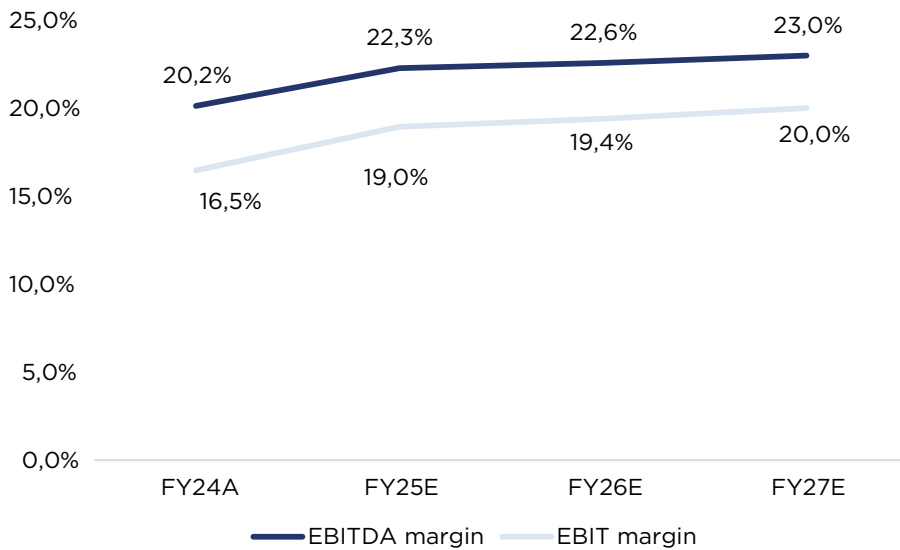
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP *cash positive* pari a € 13,38 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY24A - FY27E



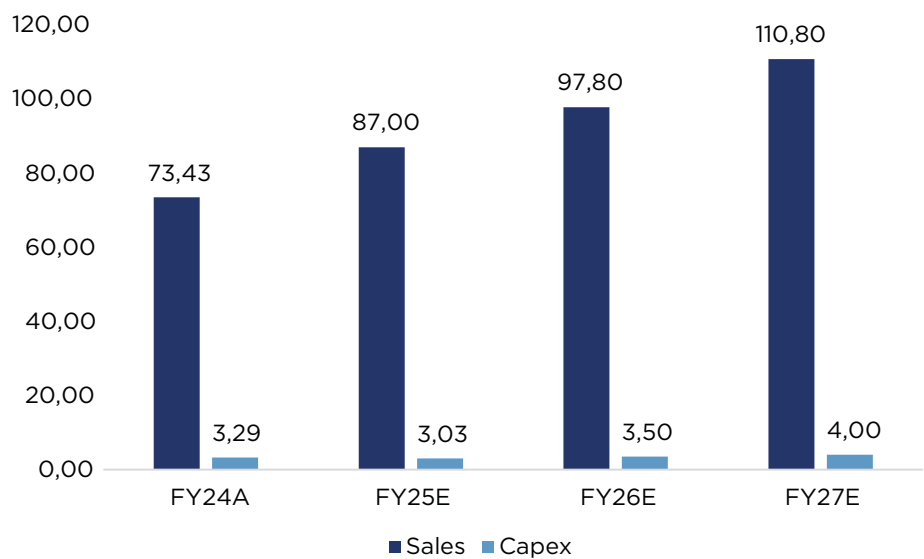
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN % FY24A- FY27E



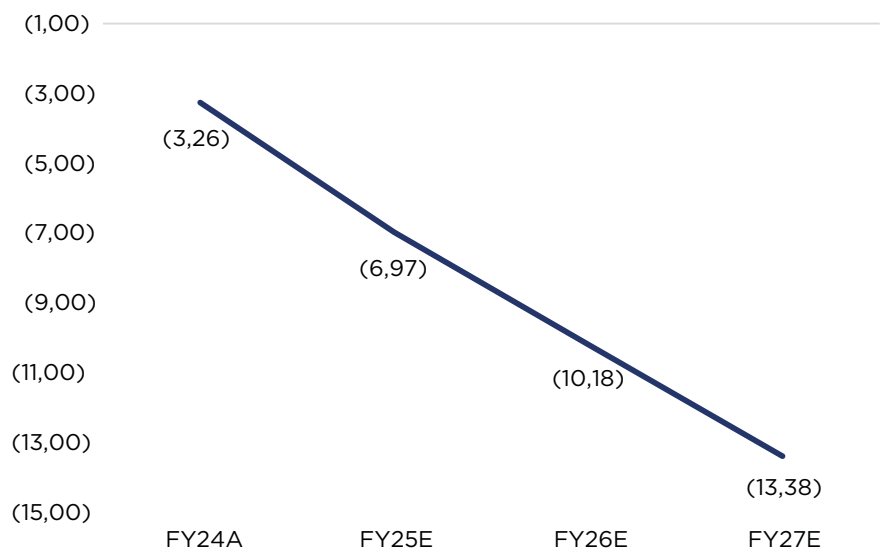
Source: Integrae SIM

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		9,49%	
D/E 25,00%	Risk Free Rate 2,51%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 1,00%
Kd 3,00%	Market premium 7,46%	β Relevered 1,2	Ke 11,32%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 1,0%. Ne risulta quindi un WACC di 9,49%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFE actualized	69,8	27%
TV actualized DCF	192,8	73%
Enterprise Value	262,5	100%
NFP (FY24A)	(3,3)	
Equity Value	265,8	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 265,8 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
	3,0%	403,0	366,5	336,1	310,3	288,3	269,1	252,3
	2,5%	373,2	342,2	315,9	293,4	273,8	256,7	241,6
	2,0%	348,4	321,6	298,6	278,7	261,2	245,8	232,1
	1,5%	327,4	303,9	283,6	265,8	250,1	236,1	223,6
	1,0%	309,4	288,7	270,5	254,4	240,2	227,4	215,9
	0,5%	293,8	275,3	258,9	244,3	231,3	219,6	208,9
	0,0%	280,2	263,5	248,6	235,3	223,3	212,5	202,6

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	13,8 x	13,0 x	19,5 x	17,4 x	15,8 x	24,5 x	22,0 x	20,2 x
Kering SA	14,0 x	12,8 x	11,4 x	19,4 x	16,7 x	13,5 x	22,2 x	17,1 x	13,2 x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	12,5 x	11,9 x	10,8 x	17,1 x	16,1 x	14,7 x	24,5 x	22,2 x	19,9 x
Hermes International SCA	29,8 x	27,4 x	24,7 x	33,4 x	30,7 x	27,6 x	49,6 x	43,2 x	38,7 x
Brunello Cucinelli S.p.A.	17,8 x	16,2 x	14,7 x	30,7 x	27,7 x	24,6 x	45,5 x	40,5 x	35,1 x
Median	14,7 x	13,8 x	13,0 x	19,5 x	17,4 x	15,8 x	24,5 x	22,2 x	20,2 x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	285,18	304,98	331,50
EV/EBIT	321,75	330,60	350,76
P/E	277,04	298,31	320,17
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	213,89	228,74	248,63
EV/EBIT	241,31	247,95	263,07
P/E	207,78	223,73	240,13
Equity Value			
EV/EBITDA	220,85	238,92	262,00
EV/EBIT	248,28	258,13	276,45
P/E	207,78	223,73	240,13
Average	225,64	240,26	259,53

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 € 241,8 mln.**

Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	253,8
Equity Value DCF (€/mln)	265,8
Equity Value Multiples (€/mln)	241,8
Target Price (€)	47,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 253,8 mln.

Il target price è quindi di € 47,00 (prev. € 39,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	16,9x	12,9x	11,3x	9,8x
EV/EBIT	20,7x	15,2x	13,2x	11,3x
P/E	30,3x	22,5x	18,9x	16,0x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	14,5x	11,1x	9,7x	8,4x
EV/EBIT	17,7x	13,0x	11,3x	9,7x
P/E	26,0x	19,3x	16,2x	13,8x

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, Alessia Di Florio and Giada Croci 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
07/10/2024	25,80	Buy	39,00	Medium	Update
17/01/2025	25,40	Buy	39,00	Medium	Breaking News
31/03/2025	31,00	Buy	39,00	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 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, Integræe 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, Integræe 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 he 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) Integræe 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 Integræe 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, Integræe SIM played the role of global coordinator.