

UPDATE

EQUITY RESEARCH

# FOPE

**ISIM**  
**INTEGRÆ**

Euronext Growth Milan | Luxury Jewelry | Italy

Produzione 05/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 06/10/2023, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 41,50**

prev. € 41,50

Risk

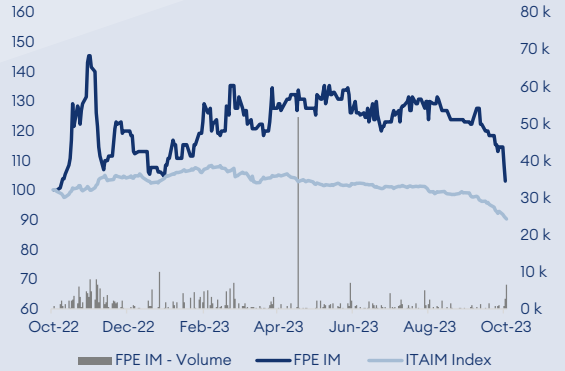


Medium

Upside potential

**60,8%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 25,80
Target price	€ 41,50
Upside/(Downside) potential	60,8%
Ticker	FPE IM
Market Cap (€/mln)	139,31
EV (€/mln)	137,81
Free Float	11,30%
Share Outstanding	5.399.608
52-week high	€ 38,60
52-week low	€ 25,00
Average daily volumes (3 months)	700

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	62,2	68,5	78,4	87,8
EBITDA	15,8	17,5	20,6	23,5
EBIT	13,9	15,3	17,9	20,4
Net Profit	10,8	11,1	12,9	14,8
NFP	(1,50)	1,54	(2,07)	(7,07)
EBITDA margin	25,5%	25,5%	26,3%	26,8%
EBIT margin	22,4%	22,3%	22,8%	23,2%
Net Profit margin	17,4%	16,2%	16,4%	16,8%

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
Alessandro Colombo | [alessandro.colombo@integraesim.it](mailto:alessandro.colombo@integraesim.it)

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-19,38%	-20,86%	-23,21%	-0,77%
to FTSE Italia Growth	-10,51%	-10,21%	-9,16%	8,91%
to Euronext STAR Milan	-10,22%	-8,74%	-8,18%	2,69%
to FTSE All-Share	-14,99%	-17,72%	-24,12%	-27,05%
to EUROSTOXX	-15,41%	-15,10%	-18,60%	-19,69%
to MSCI World Index	-14,85%	-16,74%	-25,18%	-14,32%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,7 x	7,9 x	6,7 x	5,9 x
EV/EBIT	9,9 x	9,0 x	7,7 x	6,8 x
P/E	12,9 x	12,6 x	10,8 x	9,4 x

## 1H23A Results

Il Gruppo ha comunicato di aver generato ricavi pari a € 34,68 mln, in aumento del 25,4% rispetto al 1H22A, pari a € 27,66 mln. L'EBITDA è pari a € 9,08 mln, in forte aumento rispetto al 1H22A, in cui era pari a € 6,65 mln. L'EBITDA Margin si attesta al 26,2%, mostrando un incremento rispetto alla marginalità del primo semestre del 2022 (24,0%). L'EBIT si attesta a € 8,09 mln (€ 5,71 mln nel 1H22A), corrispondente ad un EBIT Margin del 23,3%, in crescita rispetto al 20,6% dello stesso periodo dell'esercizio precedente. Il Net Income si attesta pari a € 5,57 mln, rispetto ad un risultato registrato nel primo semestre del 2022 pari a € 4,70 mln. La NFP passa da € 1,50 mln cash positive del FY22A a € 4,97 mln di debito nel 1H23A.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo parzialmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore di ricavi FY23E pari a € 68,50 mln ed un EBITDA pari a € 17,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 25,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possano aumentare fino a € 87,80 mln (CAGR 22A-25E: 12,2%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 23,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,8%), in crescita rispetto a € 15,83 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 25,5%).

## 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 € 253,2 mln. L'equity value di FOPE utilizzando i market multiples risulta essere pari € 195,0 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 224,1 mln. Il target price è di € 41,50, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	40,31	62,16	68,50	78,40	87,80
Other Revenues	0,40	0,59	0,50	0,50	0,50
<b>Value of Production</b>	<b>40,71</b>	<b>62,75</b>	<b>69,00</b>	<b>78,90</b>	<b>88,30</b>
COGS	16,22	26,00	28,30	31,30	34,90
Services	11,24	15,00	17,00	20,50	22,80
Employees	3,74	4,58	5,00	5,50	6,10
Other Operating Expenses	0,72	1,35	1,20	1,00	1,00
<b>EBITDA</b>	<b>8,79</b>	<b>15,83</b>	<b>17,50</b>	<b>20,60</b>	<b>23,50</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>21,8%</i>	<i>25,5%</i>	<i>25,5%</i>	<i>26,3%</i>	<i>26,8%</i>
D&A	2,01	1,92	2,25	2,75	3,10
<b>EBIT</b>	<b>6,78</b>	<b>13,91</b>	<b>15,25</b>	<b>17,85</b>	<b>20,40</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>16,8%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,3%</i>	<i>22,8%</i>	<i>23,2%</i>
Financial Management	0,05	(0,75)	(0,50)	(0,50)	(0,50)
<b>EBT</b>	<b>6,83</b>	<b>13,16</b>	<b>14,75</b>	<b>17,35</b>	<b>19,90</b>
Taxes	1,80	2,33	3,65	4,50	5,15
<b>Net Income</b>	<b>5,03</b>	<b>10,83</b>	<b>11,10</b>	<b>12,85</b>	<b>14,75</b>
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b>					
<b>Fixed Asset</b>	<b>12,76</b>	<b>14,15</b>	<b>14,20</b>	<b>13,90</b>	<b>13,30</b>
Account receivable	9,32	12,36	17,60	20,20	22,40
Inventories	10,31	13,92	16,20	18,10	20,00
Account payable	4,46	4,69	5,00	6,00	6,70
<b>Operating Working Capital</b>	<b>15,18</b>	<b>21,60</b>	<b>28,80</b>	<b>32,30</b>	<b>35,70</b>
Other Receivable	1,30	3,10	3,50	3,70	3,90
Derivatives	0,79	0,13	1,00	1,20	1,40
Other Payable	3,31	4,10	4,50	5,00	5,50
<b>Net Working Capital</b>	<b>13,96</b>	<b>20,72</b>	<b>28,80</b>	<b>32,20</b>	<b>35,50</b>
Severance Indemnities & Provision	2,76	2,74	3,00	3,30	3,70
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>23,97</b>	<b>32,14</b>	<b>40,00</b>	<b>42,80</b>	<b>45,10</b>
Share Capital	5,40	5,40	5,40	5,40	5,40
Reserves and Retained Profits	15,41	17,41	21,96	26,62	32,02
Net Profit	5,03	10,83	11,10	12,85	14,75
<b>Equity</b>	<b>25,84</b>	<b>33,64</b>	<b>38,46</b>	<b>44,87</b>	<b>52,17</b>
Cash and Cash Equivalent	11,98	11,52	9,46	14,07	20,07
Short-Term Financial debt	5,11	5,02	5,50	6,00	6,50
M/L Term Financial Debt	5,00	5,00	5,50	6,00	6,50
<b>Net Financial Position</b>	<b>(1,88)</b>	<b>(1,50)</b>	<b>1,54</b>	<b>(2,07)</b>	<b>(7,07)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>23,97</b>	<b>32,14</b>	<b>40,00</b>	<b>42,80</b>	<b>45,10</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	13,91	15,25	17,85	20,40
Taxes	2,33	3,65	4,50	5,15
<b>NOPAT</b>	<b>11,59</b>	<b>11,60</b>	<b>13,35</b>	<b>15,25</b>
D&A	1,92	2,25	2,75	3,10
Change in receivable	(3,04)	(5,24)	(2,60)	(2,20)
Change in inventories	(3,61)	(2,28)	(1,90)	(1,90)
Change in payable	0,23	0,31	1,00	0,70
Other Changes	(0,34)	(0,87)	0,10	0,10
Change in NWC	(6,76)	(8,08)	(3,40)	(3,30)
Change in Provision	(0,02)	0,26	0,30	0,40
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>6,72</b>	<b>6,04</b>	<b>13,00</b>	<b>15,45</b>
Capex	(3,31)	(2,30)	(2,45)	(2,50)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>3,41</b>	<b>3,74</b>	<b>10,55</b>	<b>12,95</b>
Financial Management	(0,75)	(0,50)	(0,50)	(0,50)
Change in Payable to Banks	(0,09)	0,98	1,00	1,00
Change in Equity	(3,03)	(6,28)	(6,44)	(7,45)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>(0,46)</b>	<b>(2,06)</b>	<b>4,61</b>	<b>6,00</b>

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*.

## 1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	34,68	9,08	26,2%	8,09	5,57	4,97
1H22A	27,66	6,65	24,0%	5,71	4,70	(1,50)*
Change	25,4%	36,6%	2,2%	41,6%	18,6%	N/A

\*NFP al 31/12/2022  
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Il risultato testimonia il processo di stabile crescita del Gruppo sui mercati di riferimento. Come ormai consolidato nell’esperienza della nostra società, i mercati esteri, con in testa l’America, hanno sostanzialmente generato tale risultato, in questo periodo anche con il contributo del mercato italiano che ha mantenuto il passo. Nel mese di giugno abbiamo inaugurato una nostra boutique monomarca a Tokyo Ginza a conferma degli interessanti risultati registrati in Giappone, mercato ancora molto giovane per noi. Il miglioramento della capacità di delivery dei processi produttivi ha inciso positivamente sul volume complessivo delle vendite, consentendo di evadere nei tempi programmati il portafoglio ordini registrato a inizio anno. Procede la proficua collaborazione con i nostri concessionari e confermiamo l’aspettativa di una positiva chiusura dell’esercizio in corso.”*

Il Gruppo, nella relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2023, ha comunicato di aver generato ricavi pari a € 34,68 mln, in aumento del 25,4% rispetto al 1H22A, pari a € 27,66 mln. L’incremento dei ricavi è principalmente riconducibile alla crescita del volume degli ordini di vendita raccolti nel corso del semestre e all’evasione dell’importante portafoglio ordini registrato nel FY22A.

L’EBITDA è pari a € 9,08 mln, in forte aumento rispetto al 1H22A, in cui era pari a € 6,65 mln. L’EBITDA *Margin* si attesta al 26,2%, mostrando un incremento rispetto alla marginalità del primo semestre del 2022 (24,0%). L’incremento della marginalità riflette il significativo aumento dei ricavi e risulta ancora più significativo se si considerano le ingenti spese in marketing e comunicazione sostenute dal Gruppo, al fine di sostenere le diverse attività realizzate e funzionali allo sviluppo commerciale. Le spese per le iniziative di marketing comprendono i costi per la partecipazione alle manifestazioni fieristiche internazionali, i programmi di comunicazione su stampa e on-line e le iniziative ed eventi di marketing realizzati direttamente in collaborazione con i gioiellieri concessionari.

L’EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,00 mln, si attesta a € 8,09 mln (€ 5,71 mln nel 1H22A), corrispondente ad un EBIT *Margin* del 23,3%, in crescita rispetto al 20,6% dello stesso periodo dell’esercizio precedente. Il Net Income si attesta pari a € 5,57 mln, rispetto ad un risultato registrato nel primo semestre del 2022 pari a € 4,70 mln. Si evidenzia che il Net Income è stato influenzato da una posta negativa di *financial management* pari a € 0,39 mln, dovuti ad un effetto combinato di perdite su cambi e da un innalzamento dei tas-

si d'interesse.

La NFP passa da € 1,50 mln *cash positive* del FY22A a € 4,97 mln di debito nel 1H23A. Il peggioramento è riconducibile al forte incremento delle giacenze in magazzino di oro fino e diamanti, nonché alla crescita dei crediti commerciali, proporzionale ed imputabile alla crescita dei volumi di vendita. Si ricorda, infine, che la produzione di FOPE lavora solo su ordinazione e non su *stock*.

## FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Sales</b>			
New	68,50	78,40	87,80
Old	70,00	78,40	87,80
Change	-2,1%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>			
New	17,50	20,60	23,50
Old	17,85	20,60	23,50
Change	-2,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA %</b>			
New	25,5%	26,3%	26,8%
Old	25,5%	26,3%	26,8%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>			
New	15,25	17,85	20,40
Old	15,35	17,85	20,40
Change	-0,7%	0,0%	0,0%
<b>Net Income</b>			
New	11,10	12,85	14,75
Old	11,25	13,15	15,05
Change	-1,3%	-2,3%	-2,0%
<b>NFP</b>			
New	1,54	(2,07)	(7,07)
Old	(4,81)	(9,53)	(15,16)
Change	N/A	N/A	N/A

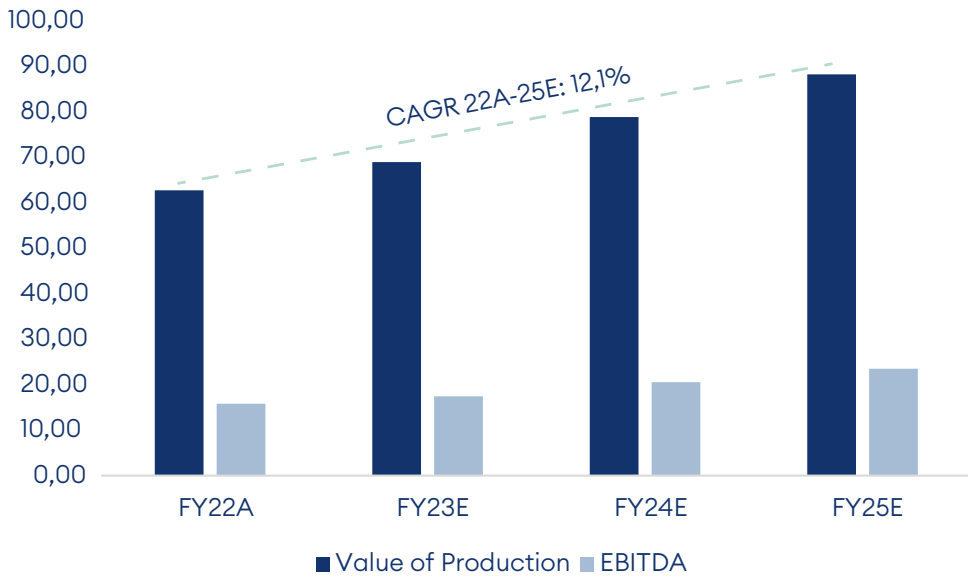
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo parzialmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un valore di ricavi FY23E pari a € 68,50 mln ed un EBITDA pari a € 17,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 25,5%. La marginalità risulta in linea rispetto al dato del FY22A (25,5%), 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 € 87,80 mln (CAGR 22A-25E: 12,2%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 23,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,8%), in crescita rispetto a € 15,83 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 25,5%).

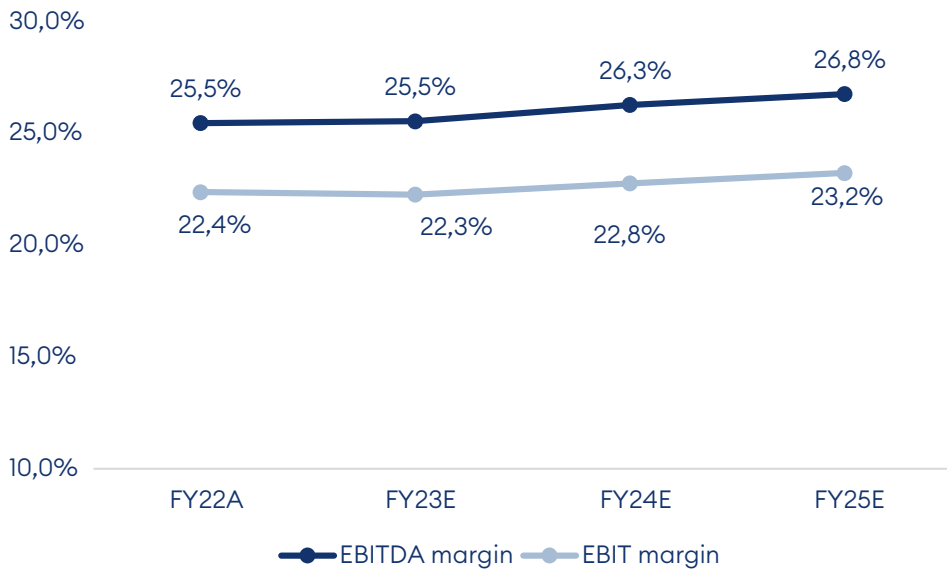
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY25E una NFP cash positive pari a € 7,07 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY22A-25E



Source: Integrae SIM

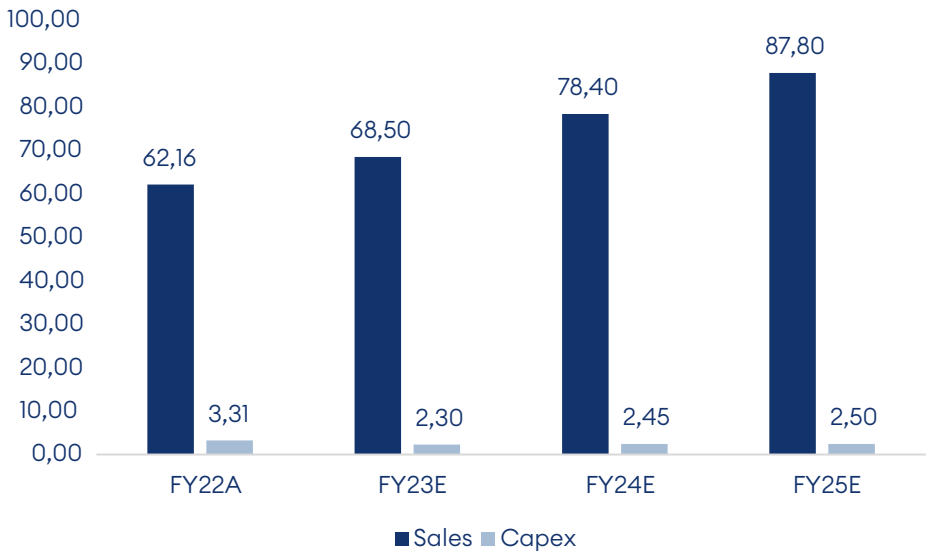
CHART 2 - MARGIN FY22A-25E



Source: Integrae SIM

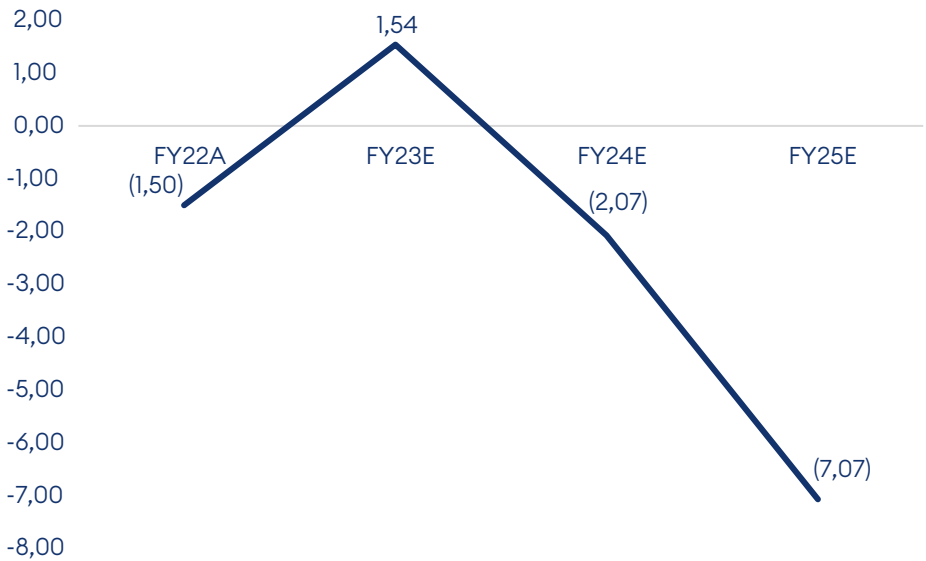


CHART 3 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP FY22A-25E



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				9,92%
D/E 33,33%	Risk Free Rate 3,64%	$\beta$ Adjusted 0,94	$\alpha$ (specific risk) 1,00%	
$K_d$ 3,00%	Market Premium 8,33%	$\beta$ Relevered 1,17	$K_e$ 12,50%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 1,0%. Ne risulta quindi un WACC di 9,92%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	68,5	27%
TV actualized DCF	183,1	73%
<b>Enterprise Value</b>	<b>251,7</b>	<b>100%</b>
NFP (FY22A)	(1,5)	
<b>Equity Value</b>	<b>253,2</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 253,2 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
	2,5%	369,5	338,9	312,8	290,2	270,5	253,2	237,8
	2,0%	346,5	319,7	296,5	276,3	258,5	242,8	228,7
	1,5%	326,7	303,0	282,3	264,0	247,9	233,5	220,6
	1,0%	309,6	288,4	269,7	253,2	238,4	225,1	213,2
	0,5%	294,7	275,6	258,6	243,4	229,9	217,6	206,5
	0,0%	281,5	264,1	248,6	234,7	222,1	210,8	200,4
	-0,5%	269,9	254,0	239,7	226,8	215,1	204,5	194,8

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		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Compagnie Financière Richemont SA	10,2 x	9,5 x	8,9 x	12,9 x	12,0 x	11,1 x	15,8 x	14,5 x	13,2 x
Kering SA	7,7 x	7,1 x	6,6 x	10,0 x	9,2 x	8,4 x	14,3 x	12,8 x	11,7 x
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	13,1 x	12,0 x	11,0 x	16,8 x	15,2 x	14,0 x	21,9 x	20,2 x	18,5 x
Hermès International SCA	27,6 x	24,5 x	21,9 x	30,8 x	27,5 x	24,8 x	43,9 x	39,7 x	36,1 x
Brunello Cucinelli SpA	15,0 x	13,5 x	12,0 x	27,0 x	24,3 x	21,6 x	42,6 x	38,1 x	33,4 x
<b>Peer median</b>	<b>13,1 x</b>	<b>12,0 x</b>	<b>11,0 x</b>	<b>16,8 x</b>	<b>15,2 x</b>	<b>14,0 x</b>	<b>21,9 x</b>	<b>20,2 x</b>	<b>18,5 x</b>

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	229,1	247,6	259,0
EV/EBIT	256,0	271,7	285,6
P/E	242,8	259,6	273,0
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	227,5	249,7	266,0
EV/EBIT	254,5	273,7	292,7
P/E	242,8	259,6	273,0
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	170,6	187,3	199,5
EV/EBIT	190,9	205,3	219,5
P/E	182,1	194,7	204,8
<b>Average</b>	<b>181,2</b>	<b>195,7</b>	<b>207,9</b>

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di FOPE, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a circa € 259,9 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 195,0 mln.**

# Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	224,1
Equity Value DCF (€/mln)	253,2
Equity Value multiples (€/mln)	195,0
<b>Target Price (€)</b>	<b>41,50</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 224,1 mln. **Il target price è quindi di € 41,50 (prev. € 41,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	14,1x	12,7x	10,8x	9,5x
EV/EBIT	16,0x	14,6x	12,5x	10,9x
P/E	20,7x	20,2x	17,4x	15,2x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,7 x	7,9 x	6,7 x	5,9 x
EV/EBIT	9,9 x	9,0 x	7,7 x	6,8 x
P/E	12,9 x	12,6 x	10,8 x	9,4 x

Source: Integrae SIM

# Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

## Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe 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
11/10/2022	26,20	Buy	30,50	Medium	Update
18/01/2023	30,00	Buy	30,50	Medium	Breaking News
03/04/2023	33,20	Buy	41,50	Medium	Update
13/07/2023	33,20	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](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 esti-

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

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

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

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

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

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

### Conflict of interest

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

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