

G.M. Leather	Italy	Euronext Growth Milan	Tannery
Rating: BUY	Target Price: € 6,30	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE Italia Growth	N/A	N/A	N/A	N/A
to Euronext STAR Milan	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A </td <td>N/A</td>	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 1,78
Target price	€ 6,30
Upside/(Downside) potential	253,7%
Bloomberg Code	GMLIM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 19,68
EV (€m)	€ 33,75
Free Float (Greenshoe Excluded)	12,41%
Share Outstanding (Greenshoe Excluded)	11.058.000
52-week high	N/A
52-week low	N/A
IPO Price (13/07/2022)	€ 1,75

Key Financials (€m)	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	50,0	55,5	68,0	72,9
EBITDA	4,4	5,0	7,2	8,0
EBIT	3,6	3,9	5,9	6,7
Net Profit	2,5	2,5	4,1	4,6
EBITDA margin	8,7%	8,9%	10,6%	11,0%
EBIT margin	7,2%	7,0%	8,7%	9,2%
Net Profit margin	4,9%	4,4%	6,0%	6,3%

Main Ratios	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	7,7	6,8	4,7	4,2
EV/EBIT (x)	9,4	8,7	5,7	5,0
P/E (x)	8,0	8,0	4,9	4,3

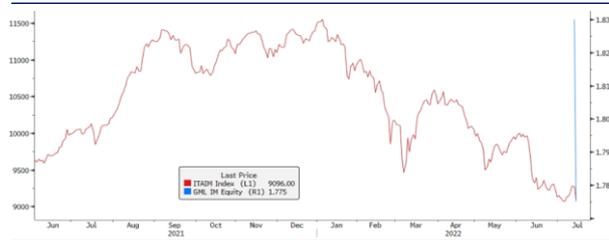
Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo

alessandro.colombo@integraesim.it

Stocks performance vs FTSE Italia Growth



Company Overview

Il Gruppo G.M. Leather, costituito dalla Famiglia Marcigaglia, situato ad Arzignano (Vicenza), è attivo da oltre 45 anni nel settore della concia e lavorazione pelli nel più grande distretto conciario italiano. G.M. Leather S.p.A. e la società interamente controllata SNAM S.r.l. si occupano delle attività di approvvigionamento della materia prima (pelli grezze bovine e pelli semilavorate "Wet Blue") e commercializzazione sia della materia prima che del prodotto finito. La società interamente controllata Genesi S.r.l., che si occupa delle lavorazioni a maggiore valore aggiunto e personalizzazione (riconcia, tintura, rifinitura, controllo qualità), permette al Gruppo di presidiare la filiera produttiva dell'industria conciaria, anche attraverso storiche relazioni con alcuni partner attivi nel distretto nelle attività di lavorazione maggiormente standardizzate.

Market

Il Gruppo, attraverso la propria attività, opera nel settore dell'industria conciaria. L'industria conciaria italiana è prima nella classifica mondiale dei maggiori produttori, con una quota in valori percentuali che ha raggiunto nel 2020 il 23% del totale globale (63% per quanto riguarda l'area UE). Il valore del mercato italiano, rapportato a quello mondiale, ha mostrato dal 2010 al 2020 un forte incremento in termini di incidenza passando dal 17,5% al 23%, con una forte accelerazione dal 2014. Le esportazioni italiane sono state pari a circa € 2,5 mld, rispetto ad un totale complessivo del mercato domestico pari a € 3,5 mld. Il distretto veneto dell'industria conciaria ha riportato nel 2021 un valore della produzione sui livelli del 2018 in forte crescita rispetto al 2020 che era stato impattato dalla pandemia Covid-19 (+27%), e con un valore rispetto al totale italiano pari a circa il 65%.

Valuation Update

Data la mancanza di società comparabili, abbiamo condotto la valutazione

dell'equity value di G.M. Leather sulla base della sola metodologia DCF. Il DCF method

(che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al

2,5%) restituisce un equity value pari a € 69,6 mln. Il target price è di € 6,30, rating

BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Azionariato e Struttura del Gruppo	5
1.3.1	Corporate Governance	6
1.4	Key People	7
2.	Il Business Model	8
2.1	Business process	8
2.1.1	Procurement	8
2.1.2	Lavorazioni preliminari e Conciatura	9
2.1.3	Riconcia, Tintura, Ingrasso	9
2.1.4	Asciugatura	10
2.1.5	Rifinitone e Test	10
2.1.6	Classificazione, misurazione e vendita pellame lavorato e finito	12
2.2	Ricerca & Sviluppo	13
2.3	Prodotti e Servizi	14
2.4	Sostenibilità	16
2.5	Clienti e Fornitori	17
2.5.1	Clienti	17
2.5.2	Fornitori	18
3.1	L'industria conciaria italiana	19
3.2	Il Distretto Veneto della Pelle	23
4.	Posizionamento Competitivo	24
4.1	SWOT Analysis	25
5.	Economics & Financials	26
5.1	FY21A Results	27
5.2	FY22E – FY26E Estimates	29
5.3	Use of Proceeds	32
6.	Valuation	33
6.1	DCF Method	33
7.	Equity Value	35

1. Company Overview

1.1 L'attività

Il Gruppo G.M. Leather, costituito dalla Famiglia Marcigaglia, situato ad Arzignano (Vicenza), è attivo da oltre 45 anni nel settore della concia e lavorazione pelli nel più grande distretto conciario italiano.

Il Gruppo opera attraverso una struttura fortemente integrata. In particolare:

- G.M. Leather S.p.A. (l'Emittente) e la società interamente controllata SNAM S.r.l. si occupano delle attività di approvvigionamento della materia prima (pelli grezze bovine e pelli semilavorate "Wet Blue"¹) e commercializzazione sia della materia prima che del prodotto finito;
- La società interamente controllata Genesi S.r.l., che si occupa delle lavorazioni a maggiore valore aggiunto e personalizzazione (riconcia, tintura, rifinitura, controllo qualità), permette al Gruppo di presidiare la filiera produttiva dell'industria conciaria, anche attraverso storiche relazioni con alcuni partner attivi nel distretto nelle attività di lavorazione maggiormente standardizzate.

Il Gruppo, attraverso un'intensa attività produttiva, commerciale e di Ricerca & Sviluppo si pone come partner per primari clienti internazionali (76,2% del fatturato) e italiani (23,8% del fatturato) quali distributori e brand attivi nel settore dell'arredamento, della moda e pelletteria, dimostrando capacità di anticipare sia i trend sia le richieste del mercato di riferimento, oltre che di sviluppo e personalizzazione dei prodotti secondo le specifiche dei clienti, con consegna del prodotto finito con tempistiche fortemente competitive.

Chart 1 – Raw and Wet Blue Leather

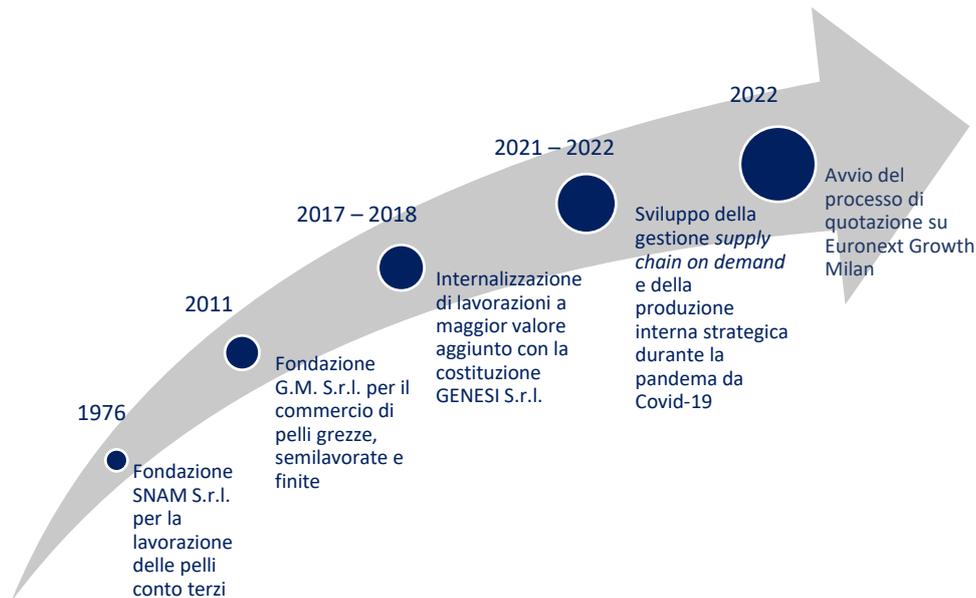


Source: Gruppo G.M. Leather

¹ Pelle animale con eliminazione del pelo (c.d. calcinaio), scarnata, conciata (ovvero con aggiunta di cromo alla fine della conservazione/base di lavorazioni successive) a pieno spessore.

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



Source: Gruppo G.M. Leather

- Nel 1976 viene fondata SNAM S.r.l. attiva nella lavorazioni delle pelli conto terzi dalla famiglia Marcigaglia. Tra gli anni 80' e 90' vengono realizzate economia di scala incrementando il giro d'affari attraverso l'installazione di quattro nuovi macchinari e due presse a piatto grande;
- Nel 2011, l'operatività si focalizza sulla commercializzazione di pelli sia grezze sia semilavorate, che finite, esternalizzando le lavorazioni a terzisti attraverso la fondazione di G.M. S.r.l. da Carmen Marcigaglia. Nel 2015 viene ceduta l'attività di lavorazione di SNAM, la quale si focalizza sulla commercializzazione di pelli semilavorate (*Wet Blue*). Contestualmente G.M. S.r.l. riesce a diventare un partner strategico per importanti brand e distributori dell'arredamento a livello internazionale;
- Tra il 2017 ed il 2018 viene costituita GENESI S.r.l per integrare alcune lavorazioni a maggiori valore aggiunto, marginalità e personalizzazione e rispondere in modo più veloce ed efficace alle richieste dei clienti e del mercato, ottenendo un presidio maggiore sulla filiera del pellame. Nel 2018, vengono create partnership industriali strategiche ed il Gruppo, contestualmente, decide di investire in modo strutturato nell'attività di Ricerca & Sviluppo proponendo con prezzi competitivi, tempi brevi e con alta qualità sempre più campionature e prodotti alla clientela;
- Durante il periodo pandemico da Covid-19, il Gruppo ha potuto acquistare a prezzi fortemente competitivi le pelli grezze e semilavorate attraverso lo sviluppo della gestione della *supply chain on demand* basata sulla ottimizzazione della gestione del magazzino, incrementando la marginalità della gestione;
- Nel 2022 viene avviato il processo di quotazione su Euronext Growth Milan del Gruppo. Viene inoltre definito un modello di governance aziendale strategico riportando al CEO la responsabilità del Controllo di gestione, inserendo un nuovo CFO, un *Fashion Business Director* per lo sviluppo del settore *luxury* ed un *Commercial Business Director* orientato al consolidamento e sviluppo del settore arredamento. Il tutto avviene con particolare focus alle tematiche green e di sostenibilità.

1.3 Azionariato e Struttura del Gruppo

Table 1 – Shareholders

Shareholders	% Shares
Assunta Srl	81,39%
Smart Capital SpA	6,20%
Free Float	12,41%

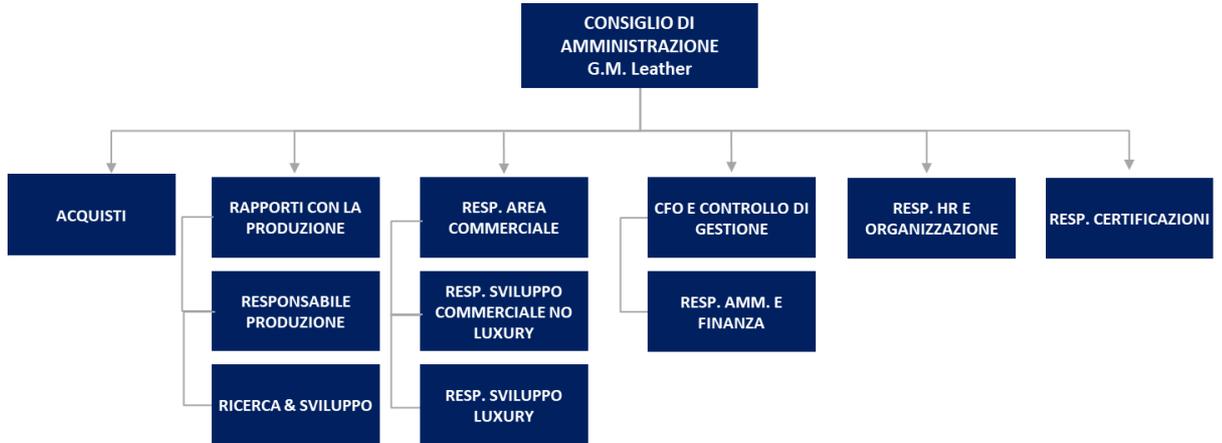
Source: Gruppo G.M. Leather

La maggioranza del capitale sociale del Gruppo G.M. Leather è detenuta da Assunta Srl, interamente riconducibile al Presidente del Consiglio di Amministrazione Carmen Marcigaglia, con una quota dell'81,39% e da Smart Capital SpA per il 6,20%. La parte restante è detenuta dal mercato per il 12,41%.

G.M. Leather S.p.A. è controllata al 100% da Assunta S.r.l., *holding* controllata interamente da Carmen Marcigaglia. La Società G.M. Leather S.p.A. è inoltre la Capogruppo e detiene al 100% le controllate SNAM S.r.l. e Genesi S.r.l..

1.3.1 Corporate Governance

Chart 3 – Organization



Source: Gruppo G.M. Leather

Il Gruppo comprende, ad oggi, 93 dipendenti *full time equivalent* (FTE), di cui 12 operanti per G.M. Leather S.p.A., 67 per Genesi S.r.l. e 14 per SNAM S.r.l..

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 5 membri e rimarrà in carica sino all’approvazione del bilancio al 31 dicembre 2024. In particolare:

- Carmen Marcigaglia: Presidente del Consiglio di Amministrazione;
- Marco Malagutti: Amministratore Delegato;
- Maria Grazia Dorigo, già CFO del Gruppo: Consigliere;
- Carlo Carpano: Consigliere;
- Massimo Folador: Consigliere Indipendente.

Il Collegio Sindacale è composto da tre sindaci effettivi e due sindaci supplenti, e rimarrà in carico fino all’approvazione del bilancio al 31 dicembre 2024.

- Gianmaria Bortoletto: Presidente del Collegio Sindacale;
- Laura Puddu e Pietro Carena: sindaci effettivi;
- Matteo Porqueddu e Katia Agostini: sindaci supplenti.

1.4 Key People

Carmen Marcigaglia – Presidente

Con una formazione in ambito amministrativo e contabile, l'imprenditrice e Presidente del Gruppo possiede un'esperienza trentennale nell'ambito produttivo, con un occhio di riguardo alla formazione e gestione del personale ed al contestuale sviluppo delle loro competenze.

Marco Malagutti – CEO e Responsabile Controllo di Gestione

Laureato in Giurisprudenza presso l'Università degli Studi di Parma, Marco Malagutti riveste diversi ruoli all'interno del settore bancario e finanziario svolgendo funzioni apicali di direzione in Veneto Banca, Banca MPS, Banca Antonveneta e Banca Agricola Mantovana. Nel settore della conceria invece, vanta esperienze in ambito di direzione ed organizzazione aziendale.

Maria Grazia Dorigo – CFO

Dopo la laurea in Economia e Commercio presso l'Università degli Studi di Trento, Maria Grazia Dorigo ha sostenuto un *Master Executive in Corporate Finance* presso l'SDA Bocconi. Per quanto riguarda le esperienze professionali, la CFO del Gruppo vanta numerose esperienze nel settore industriale in ambito di *corporate & compliance, finance, organizzazione, M&A, controllo e pianificazione* in società sia pubbliche che private. Inoltre, ha lavorato nei settori *consumer goods, luxury, commitment, information technology, utilities & waste management, sanità e welfare*.

2. Il Business Model

2.1 Business process

L'attività *core* del Gruppo G.M. Leather, all'interno della filiera della pelle, è quella dell'industria conciaria. Quest'ultima si posiziona tra l'industria alimentare, che si occupa dell'attività di allevamento di animali da macello, al recupero e conservazione del pellame grezzo, e l'industria manifatturiera, ovvero il luogo dove avviene la produzione e la vendita del prodotto finito in pelle.

Nell'attività di produzione, il Gruppo G.M. Leather strategicamente internalizza le attività a maggior valore aggiunto, marginalità e personalizzazione, e si affida ad alcuni terzisti del distretto di Arzignano per le lavorazioni maggiormente standardizzate. Infatti, il Gruppo risulta pronta ad esternalizzare quei processi laddove siano presenti requisiti di incremento della marginalità ed efficienza produttiva, combinando in modo flessibile lavorazioni interne ed esterne in ottica di economicità.

Chart 4 – Business process



Source: Gruppo G.M. Leather

2.1.1 Procurement

Per quanto riguarda la logistica in entrata, attraverso G.M. Leather e SNAM, il Gruppo opera attraverso due canali; l'acquisto della materia prima fresca, ovvero quella pelle che consente di ottimizzare i processi produttivi interni, viene acquistata principalmente dall'Europa. La pelle fresca, infatti, permette di processare direttamente la materia prima senza la necessità di asportare il sale utilizzato a livello conservativo. L'acquisto invece della pelle semilavorata *Wet Blue* viene effettuata direttamente dal Brasile, uno tra i produttori mondiali di riferimento che processa il pellame secondo gli standard qualitativi prescritti dalla legislazione del paese. Questo tipo di materia prima risulta complementare permettendo al Gruppo un miglior *pricing* ed una continuità di approvvigionamento.

I fornitori del Gruppo, principalmente macelli o società satellite degli stessi, risultano fidelizzati da rapporti di comprovata esperienza e partnership consolidate negli anni.

Il personale interno del Gruppo G.M. Leather, inoltre, avvia un processo chiave sulla lavorazione del pellame, ovvero un processo di verifica e perizia della materia prima per constatare eventuali anomalie e difformità. Questa fase viene fatta solitamente sia a parte su normali banchi a scelta, sia durante l'operazione di pressatura.

2.1.2 Lavorazioni preliminari e Conciatura

Le lavorazioni a minore valore aggiunto vengono affidate dal Gruppo a terzisti fidelizzati nel corso del tempo, consentendo di ottimizzare i processi produttivi. Sicuramente alcune di queste sono rappresentate da tutte le lavorazioni preliminari a cui vengono sottoposte le pelli.

La prima fase di lavorazione a cui vengono sottoposte le pelli è il “Rinverdimento”, fase in cui le pelli riacquistano l’acqua persa durante la fase di conservazione.

La fase per rilassare uniformemente la struttura delle fibre e rimuovere pelo ed epidermide invece prende il nome di “Calcinaio” e viene effettuata nello stesso bottale del rinverdimento.

La terza fase esternalizzata è la “Scarnatura”, in cui viene rimosso il tessuto sottocutaneo ed il grasso residuo rilassando la fibra del pellame per i successivi trattamenti mediante prodotti chimici.

Successivamente avviene il processo di “Decalcinazione/Macerazione” che consiste nella decomposizione dei resti dell’epidermide attraverso l’eliminazione della calce presente nel pellame e nel monitoraggio del pH per la successiva macerazione. La Macerazione è un trattamento con enzimi che possono essere di varie origini, anche se in genere si tratta di estratti da ghiandole pancreatiche animali.

L’operazione di preparazione alla concia, in cui la pelle risulta un intreccio fibroso proteico purificato il cui pH risulta più simile a quello del derma umano, invece, prende il nome di “Piclaggio”.

L’ultima lavorazione preliminare infine è la “Concia”. Essa rappresenta la fase iniziale che permette di aumentare la resistenza termica e meccanica del cuoio, ridurre la capacità di idratazione e gonfiamento, aumentare la resistenza all’attacco acido, alcalino ed enzimatico in modo da ottenere cuoi che si prestano alla produzione di articoli in pelle.

La concia, ovvero il trattamento a cui vengono sottoposte le pelli al fine di conservarle e lavorarle, affidata ai terzi e quindi esternalizzata dal Gruppo, avviene attraverso tre fasi:

- **Pressatura:** preparazione dei pellami per i futuri trattamenti chimici. La pressatura rappresenta la fase in cui viene eliminata la parte di acqua in eccesso in maniera che il materiale possa essere facilmente trasportato;
- **Spaccatura:** divisione in due della pelle attraverso due cilindri ed una lama rotante su due volani che effettua il taglio;
- **Rasatura:** fase in cui lo spessore della pelle viene ulteriormente affinato allargando le fibre incollate dall’operazione di pressatura.

2.1.3 Riconcia, Tintura, Ingrasso

Genesi, al fine di ottimizzare l’efficienza industriale del Gruppo, si occupa delle successive tre preparazioni delle pelli. Queste fasi, essendo lavorazioni a maggior valore aggiunto, vengono costantemente monitorate dai vari responsabili ed implementate da macchinari di ultima generazione.

- **Riconcia:** eseguita in bottali in legno, attraverso l’utilizzo di acqua, prodotti naturali o sintetici, la pelle viene lavorata al fine di renderla pronta alla fase di tintura;
- **Tintura:** processo mediante il quale, con l’ausilio di un bagno d’acqua ristretto ed a bassa temperatura, si permette la dispersione e la penetrazione del colorante nella miglior maniera possibile. Questa operazione può avvenire con coloranti acidi, basici, anfoteri e metallo-complessi;
- **Ingrasso:** attraverso emulsioni dati da grassi, oli e cere sintetici e naturali, evita l’incollamento delle fibre del pellame durante le fasi dell’asciugatura.

2.1.4 Asciugatura

Le pelli dopo la riconcia, la tintura e l'ingrasso vengono nuovamente affidate ai terzisti fidelizzati del Gruppo per essere asciugate, operazione che richiede dai 3 ai 4 giorni. Questa operazione permette di far perdere alle pelli un'importante quantità d'acqua che altrimenti dovrebbe essere eliminata forzatamente con uno spreco significativo di energia. L'asciugaggio può avvenire con diversi metodi:

- **Asciugaggio a telaio:** operazione in cui il pellame bagnato viene steso su una superficie e con l'ausilio di speciali pinze viene bloccato su un telaio. Successivamente, il telaio viene posizionato in verticale aprendo e distendendo la superficie della pelle;
- **Asciugaggio a Retorsa:** fase in cui attraverso la Retorsa² viene fatta passare ed incrociare la pelle per mezzo di un rullo, al fine di togliere l'acqua e di distendere la pelle prima dell'operazione successiva;
- **Asciugaggio sottovuoto:** attraverso vari piani riscaldati (da due a otto), la superficie del pellame viene estesa per essere asciugata mediante la circolazione di acqua calda che, riscaldando i piani, permette la trasmissione di calore alle pelli formando una camera stagna;
- **Asciugaggio a Catena Aerea:** fase conclusiva di asciugaggio in cui le pelli vengono appese al di sopra di una catena aerea che sfrutta il normale spostamento dell'aria calda, dal basso verso l'alto, condizionando il materiale e portandolo all'umidità desiderata.

Chart 5 – Frame drying and Overhead chain drying



Source: Gruppo G.M. Leather

2.1.5 Rifinitone e Test

Con rifinitone, attività svolta internamente da Genesi, si intende il miglioramento delle caratteristiche fisiche dell'articolo con diverse tecniche, le quali possono rendere l'articolo più o meno interessante commercialmente. La rifinitone viene quindi considerata un'attività fondamentale al fine di migliorare il prodotto per renderlo *tailor made*. Tra le tipologie di interventi che vengono effettuati nell'attività di rifinitone possiamo trovare le tecniche di:

- **Rolling Coating:** attività di spalmatura uniforme sulla superficie della pelle di prodotti semiliquidi in modo da garantire un effetto di "tamponatura a mano";
- **Spruzzatura:** operazione di rifinitura della pelle in modo da garantire all'articolo un effetto spruzzo attraverso una *Sprayng Machine*;
- **Tunnel di essiccazione:** essiccazione dei film di rifinitone mediante tunnel a stadi di temperatura indipendente;
- **Stampa (esternalizzata):** fase di stampa degli articoli per arredamento attraverso stampe a piatto o rotative o con disegni diversi;

² Macchinario utilizzato durante l'operazione di asciugaggio, in gergo detta anche "messa a vento".

- **Botti di follonaggio:** operazione di bottalatura per ammorbidire e rilassare la superficie del pellame, senza il rischio di un deposito superficiale dei prodotti di rimonta;
- **Inchiodatura a secco (esternalizzata):** processo per rendere l'aspetto del pellame liscio e disteso e per essere nuovamente lavorato sulle linee di spruzzatura, stendendo le pelli su un telaio con l'utilizzo di pinze, e un successivo inserimento all'interno di forni;
- **Rimonta:** processo in cui si riutilizza la *Spraying Machine* con una miscela di spruzzatura;
- **Fissaggio:** operazione finalizzata ad aumentare le resistenze fisiche del prodotto finito attraverso fissativi a base acquosa;
- **Kelatura:** rimozione di eventuali difetti del pellame.

Chart 6 – Spraying Machine and Dry Nailing finishing techniques

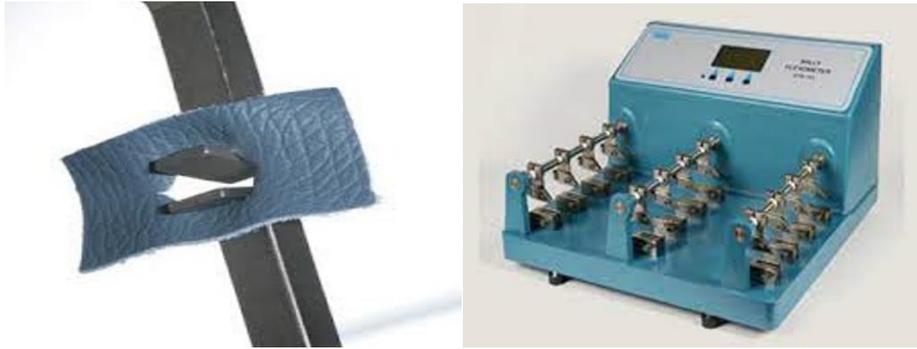


Source: Gruppo G.M. Leather

Per quanto concerne la fase finale di rifinizione, Genesi, per garantire la sicurezza e la fruibilità dei prodotti, testa le pelli destinate all'arredamento o alla pelletteria sia attraverso test "Chimici", ovvero test su prodotti finiti, regolamentati dalla Comunità Europea, per limitare e vietare l'utilizzo dei prodotti chimici ritenuti pericolosi, che "Fisici" per assicurare il cliente sulla conformità del materiale. Tra le tipologie di test di quest'ultima categoria sono presenti:

- **Solidità allo sfregamento:** chiamato "*Veslic Test*", testa la tenuta dello strato di rifinizione ad un passaggio ripetuto di un feltrino sulla superficie del cuoio;
- **Solidità alla luce:** test per determinare, esponendo per un determinato periodo di tempo direttamente alla luce di una lampada allo xeno, il cambiamento di colore della superficie del materiale;
- **Adesione della rifinizione:** test attraverso il quale, per mezzo di un dinamometro, viene calcolata in Newton/mm la forza necessaria per staccare le barrette dal supporto dato l'incollaggio precedentemente di alcune piastrine alla pelle in questione;
- **Resistenza allo strappo singolo:** calcolo della forza media per strappare un pezzo di pelle, preventivamente fustellata, con un taglio longitudinale al centro;
- **Resistenza alla flessione ripetuta:** test tipico per valutare la durata della vita di un divano, nel quale viene testata la resistenza alla flessione soprattutto per quei punti dove le sollecitazioni risultano più frequenti;
- **pH e indice differenziale:** test caratteristico per determinare l'acidità del pellame.

Chart 7 – Tear resistance and Resistance to repeated bending



Source: Gruppo G.M. Leather

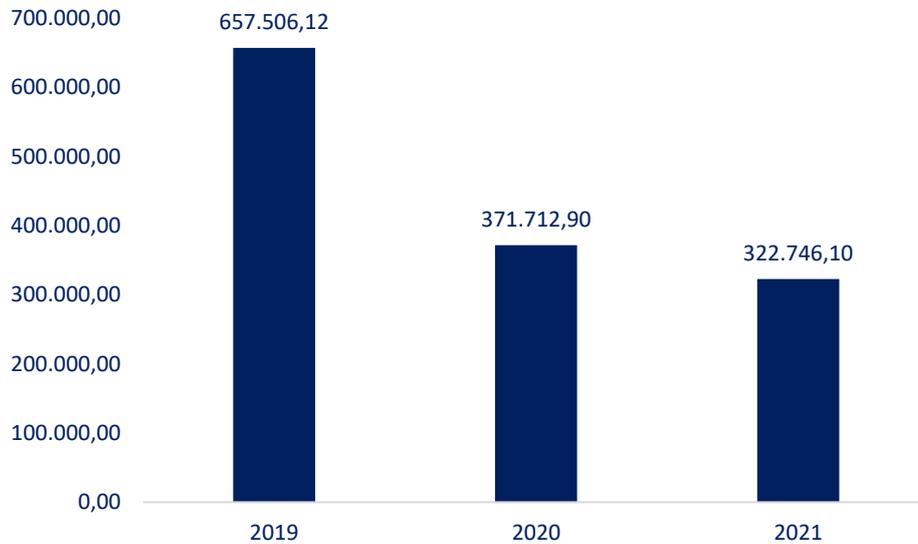
2.1.6 Classificazione, misurazione e vendita pellame lavorato e finito

Garantita la sicurezza e la fruibilità dei prodotti, le società del Gruppo classificano le pelli in base a criteri prestabiliti internamente o dettati dal cliente. La classificazione delle pelli avviene sia in fase finale, per verificare lo *standing* del prodotto prima della consegna finale al cliente attraverso una scala definita internamente, sia in fase iniziale, per quanto riguarda la materia prima, in modo che sia valorizzata al meglio in sede di destinazione per il processo produttivo più adeguato. Se le pelli non soddisfano le esigenze dei clienti possono essere scartate risottoposte a lavorazioni. Una volta scelte e selezionate, le pelli non presentano una superficie misurabile. Perciò esse vengono ulteriormente rifilate da una macchina misuratrice in modo da poter essere spedite e fatturate al cliente al metro quadrato.

La fase di vendita del pellame lavorato e del prodotto finito per i mercati dell'arredamento, delle conerie, della pelletteria e dell'*automotive aftermarket* invece, è affidata esclusivamente a G.M. Leather.

2.2 Ricerca & Sviluppo

Chart 8 – Evolution of R&D investments



Source: Gruppo G.M. Leather, elaborazione Integrae SIM

Come mostrato dal grafico sopra riportato, nonostante tale attività sia sempre stata fatta nel corso del tempo, il Gruppo G.M. Leather dal 2019 ha investito costantemente in Ricerca & Sviluppo, programmando tali investimenti secondo relazioni tecnico-economiche.

L'attività di Ricerca & Sviluppo, effettuata da tecnici con esperienza nel settore conciario, risulta un collante di successo per processare diverse tipologie di prodotto, sviluppandone diverse combinazioni. I risultati degli investimenti in Ricerca & Sviluppo permettono al Gruppo di sviluppare costantemente lavorazioni, diverse combinazioni di prodotto e colori con diversi gradi di resistenza all'usura fino ad arrivare a soluzioni sempre più sostenibili come l'assenza di utilizzo di prodotti chimici ed il *no waste environment*.

Infatti, per quanto riguarda la lavorazione della pelle e la relativa produzione, il Gruppo, attraverso il proprio *team*, considera necessaria l'implementazione continua di modelli di processi della direzione produttiva. Per il Gruppo è riduttivo parlare quindi di campionatura del prodotto poiché esso è in grado di rispondere a qualsiasi richiesta della clientela attraverso la propria rete produttiva ed all'approccio *tailor made* lungo tutta la filiera.

Il Gruppo G.M. Leather in sostanza, struttura la divisione Ricerca & Sviluppo per anticipare i trend del mercato e soddisfare le specifiche richieste dai clienti.

2.3 Prodotti e Servizi

Il Gruppo G.M. Leather dispone di un ampio portafoglio di pelli finite e *Wet Blue* che possono essere sottoposte ad una elevata diversità di lavorazioni, specifiche e *tailor made*, adattandole alle richieste di personalizzazione del cliente. Quest'ultimo, inoltre, viene continuamente supportato e assistito durante tutto il processo di produzione del prodotto finale fino alla fase di post-vendita. Il Gruppo, oltre che essere dotato un'un'elevata qualità del prodotto utilizzato nella filiera produttiva, vanta una presenza internazionale sul mercato.

Chart 9 – Supply chain



Source: Gruppo G.M. Leather, elaborazione Integrae SIM

Per raggiungere questi obiettivi, il Gruppo si avvale di un'efficace *supply chain*. Innanzi tutto, viene monitorato giornalmente il costo delle materie prime, attraverso algoritmi interni, in modo che possano essere comprate al minor costo possibile. La formalizzazione dei contratti invece, avviene in conformità agli standard del cosiddetto contratto numero 6 del commercio internazionale delle pelli. La programmazione è un processo fondamentale per il Gruppo G.M. Leather per adempiere *on demand just in time* alle richieste del cliente finale. Infine, il Gruppo, per controllare la qualità e la quantità degli obiettivi, monitora costantemente tutte le lavorazioni e le fasi esternalizzate ed affidate a terzi.

Dal punto di vista della clientela, essa si riferisce prevalentemente ai settori della pelletteria, della moda, dell'arredamento e dell'*automotive*. Queste sono anche le linee di ricavo del Gruppo. Infatti, la linea di ricavo "Arredamento" risulta essere quella maggiore con il 54,4% del fatturato nel corso del 2021. All'interno di questa linea di ricavo, le pelli finite vengono vendute alle aziende attive nella produzione di arredamento imbottito di media ed alta gamma e distributori sia *wholesale* che *retail*. Le concerie e i distributori di pelli semilavorate *Wet Blue* invece, rappresentano il 43% dei ricavi del Gruppo nel 2021 attraverso la vendita di pelli semilavorate che vengono poi successivamente rivendute dal cliente. L'1,8% di fatturato invece, è concentrato nella linea di ricavo "*Automotive*", precisamente officine e operatori attivi nell'*automotive aftermarket*. In conclusione, nel 2022, è stato avviato il segmento "*Luxury*". Di conseguenza, attualmente la linea pelletteria è suddivisa in:

- Pelletteria segmento medio, che nel 2021 ha rappresentato lo 0,8% dei ricavi;
- Pelletteria segmento *luxury*.

Per quanto concerne il primo segmento, la vendita di pelli finite è rivolta ad aziende attive nella produzione di abbigliamento e accessori personali in pelle, mentre il nuovo segmento *luxury* ha l'obiettivo di servire la fascia alta del settore della pelletteria, attraverso lavorazioni e prodotti di elevata qualità e con possibilità di incrementare il *pricing* e la relativa marginalità. Le due direttrici principali per lo sviluppo del segmento *luxury* sono rappresentate da:

- **Product Development:** per merito dell'implementazione di un macchinario *green friendly* di ultima generazione ed il continuo investimento in attività di Ricerca & Sviluppo, in modo da non essere in futuro solo fornitori ma partner commerciali ed industriali;
- **Business Development:** per creare partnership industriali e produttive con i brand della fascia alta del mercato, è stato ritenuto adatto l'ingresso nel Gruppo figure

manageriali con pluriennali esperienze e relazioni in *brand* internazionali dell'alta moda e del lusso;

L'implementazione del nuovo segmento permetterà al Gruppo di scindere anche la direzione commerciale, suddividendola in due distinte *business line*:

- L'area *no luxury*, che si occupa principalmente del settore arredamento. Quest'ultima è attualmente seguita da un direttore che coordina tramite un proprio team l'attività di agenti dislocati sul territorio che hanno il compito di curare e sviluppare la gestione dei clienti finali;
- L'area *luxury*, ancora in fase di sviluppo, che grazie all'inserimento di una figura di *account manager*, permetterà di seguire le relazioni commerciali per ciascun brand.

Alcuni esempi di articoli del segmento *non luxury* sono rappresentati dalla tipologia di pelle "Amalfi", ovvero una pelle bovina spessa circa 0,9/1,1 mm fornita direttamente in Italia di origine europea; sempre di origine europea e fornita in Italia è presente il pellame di cuoio "Outlaw", invece, il modello di cuoio "Sunshine" è di origine brasiliana e dotato sempre di uno spessore di circa 0,9/1,1 mm.

Per quanto riguarda gli articoli del segmento *luxury*, possiamo ritrovare ad esempio la pelle "Rodin", un articolo per pelletteria che presenta un aspetto semilucido, con una mano morbida e frenante. Il prodotto viene ottenuto utilizzando una pelle di bovetto al cromo morbido con grana irregolare e con uno spessore finito di 1,3-1,4 mm. Il prodotto "Eiger", invece, presenta un aspetto lucido con una micro-grana caratteristica, derivante dalla lavorazione del pellame di bovetto al cromo liscio e fermo, con uno spessore finito di 1,2 mm. La tipologia "Orsay", spessa circa 1,6-1,7 mm e prodotto con grana fine e regolare e pelle di bovetto al cromo nappato, assume un colore semi lucido ed uniforme. La "Fujiyama", infine, bottolata e con un aspetto naturale, è caratterizzata da un effetto lucido sulle punte essendo prodotta dalla pelle di un bovetto al cromo molto morbido e con grana *float*.

Chart 10 – Some G.M. Leather Group products



Source: Gruppo G.M. Leather

2.4 Sostenibilità

Un punto focale del Gruppo G.M. Leather è rappresentato dalla particolare attenzione posta alle tematiche *green* e di sostenibilità. Infatti, il Gruppo ha sviluppato un modello di business considerando gli aspetti ambientali, sociali ed economici atti a preservare l'ambiente per i dipendenti, per la popolazione e le nuove generazioni.

Dal punto di vista sociale, la famiglia Marcigaglia sostiene come sponsor una squadra di calcio di Arzignano di giovani dai 6 fino ai 17 anni, promuovendo il sostegno economico all'acquisto di materiale sportivo, alla formazione tecnica e di *coaching*.

Il Gruppo, inoltre, si impegna a promuovere la crescita sostenibile adottando un comportamento preventivo e di controllo dell'inquinamento. Nello specifico, nel 2022 verrà utilizzato un cogeneratore specifico per la produzione di energia elettrica in modo da ridurre i consumi energetici del 22%, il BTZ al 100% e le emissioni di CO2 nell'ambiente del 21,3%.

Nel processo produttivo, in ambito di *waste management*, il Gruppo, sempre nel 2022, intende effettuare investimenti in macchinari per industria 4.0 per un importo complessivo pari a € 1,45 mln per ridurre la maggior parte degli scarti e, attraverso un ulteriore impianto, ridurre i prodotti chimici del 30%.

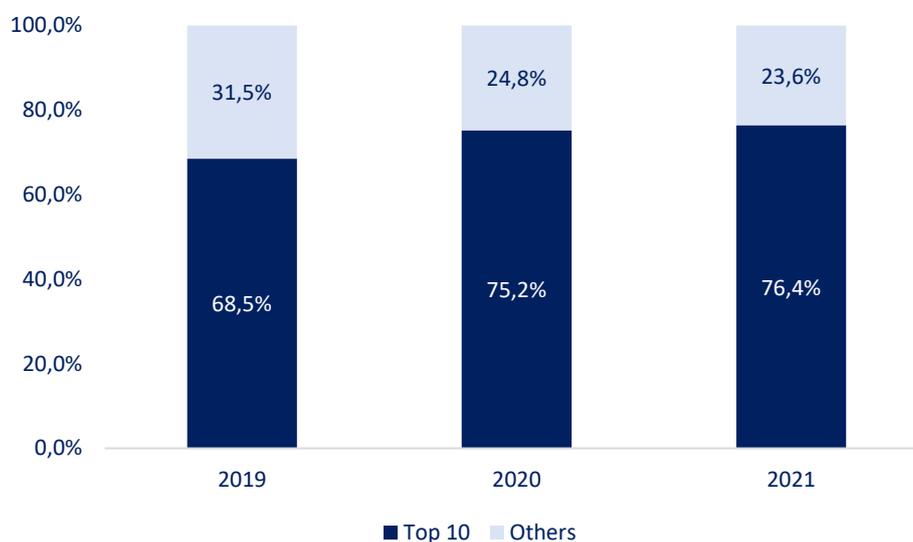
In collaborazione con ARPAV e con il Consorzio Acque del Chiampo, il Gruppo monitora periodicamente il consumo di acqua e prodotti inquinanti al fine di ridurre i consumi. Dal punto di vista ambientale invece, il Gruppo si impegnerà ad acquistare, attraverso il progetto *Beleafing in partnership* con la provincia di Vicenza ed IUAV Venezia, 400 piante: 200 per SNAM e 200 per G.M. Leather. Il progetto consiste nel migliorare la qualità dell'aria e del clima attraverso una campagna di forestazione per purificare l'aria e per aumentare la biodiversità.

Nei prossimi anni il Gruppo G.M. Leather, in linea con l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile sottoscritta dai 193 Paesi Membri delle Nazioni Unite e in ottica di una "economia integrale", vuole continuare ad implementare una cultura aziendale basata su iniziative ed investimenti coerenti con la sostenibilità economica ambientale e sociale nella logica delle 3 "P", ovvero: prosperità, pianeta e persone. Nel 2022 è anche previsto l'ottenimento della certificazione europea *Blue Angel* per la tutela dell'ambiente e la salute dei consumatori.

2.5 Clienti e Fornitori

2.5.1 Clienti

Chart 11 – Top 10 Client Weight



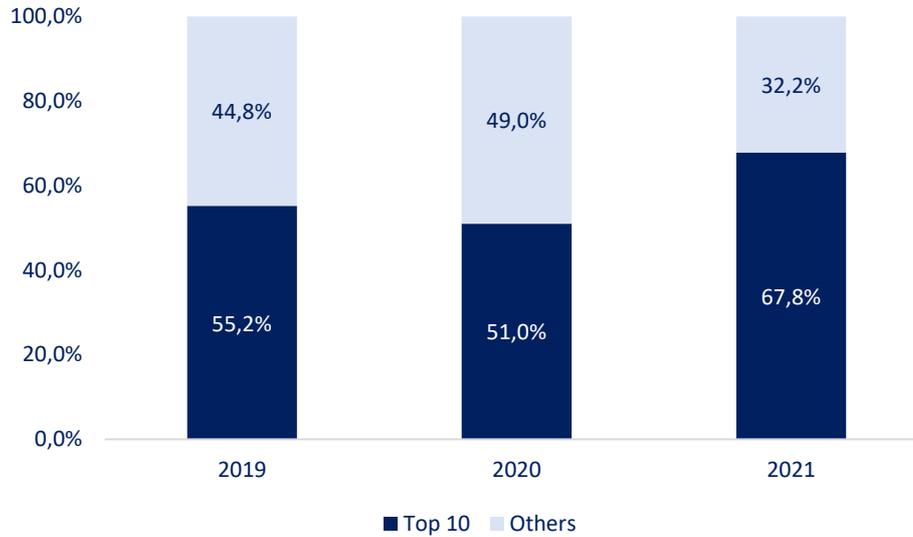
Source: Gruppo G.M. Leather

Il grafico riporta l'incidenza dei 10 principali clienti del Gruppo nel corso degli ultimi 3 anni. Si denota come l'incidenza dei primi 10 clienti sul totale dei ricavi è cresciuta dal 68,5% del 2019 al 76,4% del 2021. Nello specifico, il primo cliente del Gruppo ha un'incidenza del 23,6% nel 2021 ed è attivo nel settore delle conchierie, mentre il secondo e il terzo cliente hanno un'incidenza rispettivamente del 18,7% e del 13,4% e sono attivi nel settore dell'arredamento. Il Gruppo, inoltre, nel corso del triennio ha ridotto i propri clienti, passando dai 180 nel 2019 ai 125 nel 2021, con un ricavo medio per cliente che passa da € 0,14 mln a € 0,40 mln. Questa dinamica riflette la capacità del Gruppo G.M. Leather di focalizzarsi sulla costruzione di partnership con i propri clienti nel medio/lungo termine aumentando il fatturato generato per cliente, attraverso la proposta di soluzioni innovative e fortemente personalizzate, nonché mantenendo i *driver* tipici dell'artigianalità imprenditoriale, come:

- L'offerta di prodotti *tailor made*;
- Una *supply chain* efficace ed efficiente;
- Una rapidità nei tempi di risposta al cliente e nell'evasione degli ordini.

2.5.2 Fornitori

Chart 12 – Top 10 Supplier Weight



Source: Gruppo G.M. Leather

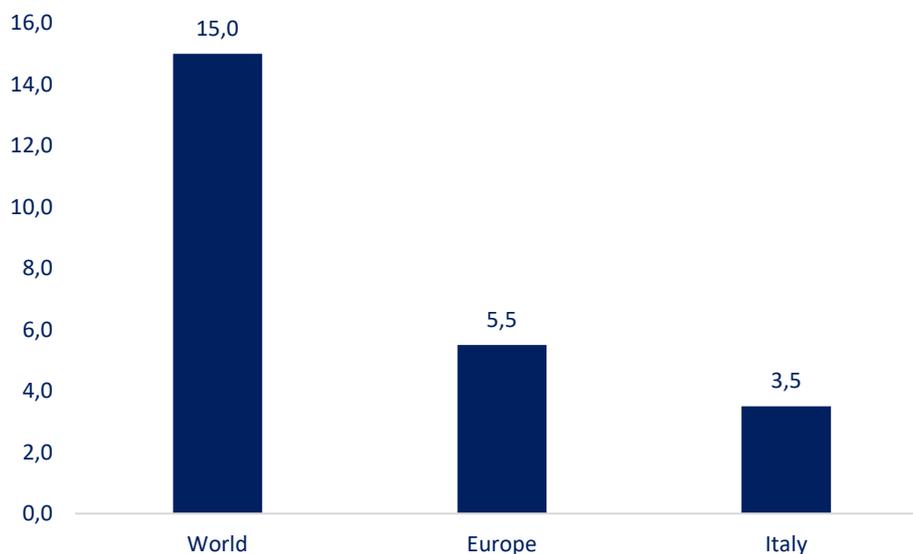
Il grafico riporta l'incidenza dei 10 principali fornitori del Gruppo nel corso degli ultimi 3 anni. L'incidenza dei primi 10 fornitori è aumentata dal 51% del 2020 al 67,8% del 2021, per effetto di una migliore selezione dei fornitori e una riduzione degli acquisti di prodotti chimici (in linea con la strategia di riduzione dell'impatto ambientale intrapresa dal Gruppo), espressa anche dal numero di fornitori che è passato da 396 a 185. Di conseguenza, i fornitori sono stati selezionati secondo criteri di economicità ed efficienza in modo da garantire la continuità dei processi produttivi del Gruppo, in particolare per i fornitori di prodotti chimici. I fornitori del Gruppo sono società satellite dei gruppi di macellazione internazionali oppure concerie che vendono pelli grezze/semilavorate e terzisti per quanto concerne le lavorazioni che non vengono svolte internamente, oltre a *supplier* di prodotti chimici per le operazioni di rifinitura e tintura svolte internamente da Genesi. Il grafico sopra riportato evidenzia una crescente importanza dei primi 10 fornitori con cui il Gruppo G.M. Leather ha sviluppato rapporti di lunga data che garantiscono la fornitura tempestiva di un qualsiasi quantitativo di pellame richiesto e l'esecuzione delle lavorazioni necessarie per il completamento del processo produttivo.

3. Il Mercato

Il Gruppo, attraverso la propria attività, opera nel settore dell'industria conciaria.

3.1 L'industria conciaria italiana

Chart 13 – Tanning industry market value (€/mld)



Source: Risultati Economici Industria Italiana Conciaria 2018-2019-2020 - UNIC

L'industria conciaria italiana è prima nella classifica mondiale dei maggiori produttori, con una quota in valori percentuali che ha raggiunto nel 2020 il 23% del totale globale (63% per quanto riguarda l'area UE). Il valore del mercato italiano, rapportato a quello mondiale, ha mostrato dal 2010 al 2020 un forte incremento in termini di incidenza passando dal 17,5% al 23%, con una forte accelerazione dal 2014.

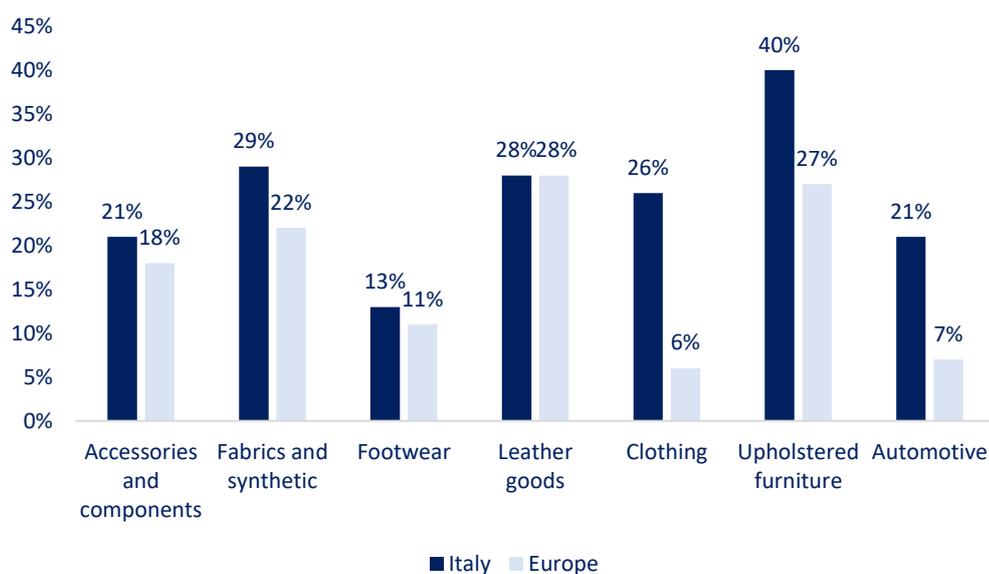
Chart 14 – Italian tanning market value and production volumes 2018-2021E (€/mld and sqm/mln)



Source: Risultati Economici Industria Italiana Conciaria 2018-2019-2020 – UNIC

Il 2020 è stato influenzato principalmente dal blocco delle attività legato alle restrizioni imposte dalla pandemia di Covid-19, pur mantenendo la *leadership* italiana nel mercato. Analizzando il 2021, l'industria conciaria italiana ha riportato una crescita del 23% in termini di valore della produzione e del 13% in termini di milioni di metri quadri di pelle prodotte, riavvicinandosi ai livelli pre-pandemici del 2019. In particolare, la ripresa del mercato è emersa nel settore di destinazione delle pelli utilizzate nell'arredamento oltre che nel settore della moda, mentre si è osservata una maggiore arretratezza all'interno del comparto *automotive*. Le principali difficoltà emerse in questo settore, invece, riguardando principalmente i costi e le difficoltà di approvvigionamento della materia prima, dei prodotti chimici e dei costi energetici.

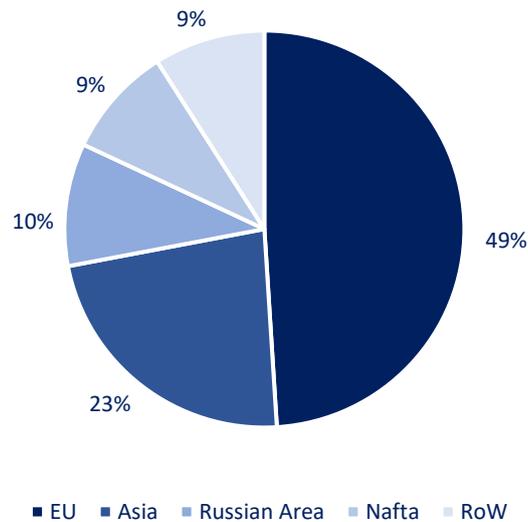
Chart 15 – Sales trend of the tanning industry destination sectors



Source: Linea Pelle Nota congiunturale terzo trimestre 2021

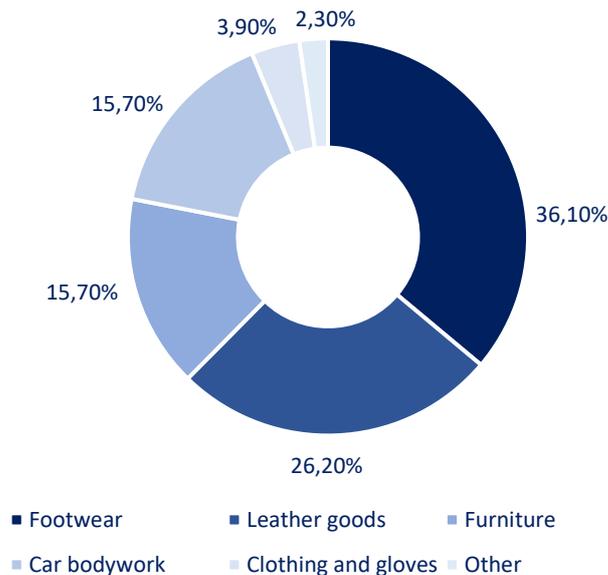
Secondo la nota congiunturale di Linea Pelle, nei primi 9 mesi del 2021 tutti i principali settori di destinazione dell'industria conciaria hanno riportato vendite in crescita rispetto allo stesso periodo di riferimento nel 2020, i quali hanno risentito dell'impatto del Covid-19. In particolare, due dei principali settori di destinazione delle vendite del Gruppo G.M. Leather hanno riportato le maggiori crescite: la pelletteria, con tassi di crescita del 28% in Italia e in Europa e l'arredamento imbottito, in cui l'Italia ha sovraperformato la crescita europea (40% rispetto al 27%).

Chart 16 – Italian tanning industry export by destination area (2020 data)



Source: Risultati Economici Industria Italiana Conciaria 2018-2019-2020 - UNIC

Chart 17 – Italian tanning industry export by destination sector (2020 data)



Source: Risultati Economici Industria Italiana Conciaria 2018-2019-2020 - UNIC

Le esportazioni italiane sono state pari a circa € 2,5 mld, rispetto ad un totale complessivo del mercato domestico pari a € 3,5 mld, principalmente destinate in Europa (49%), Asia (23%) ed in via residuale in Area Russa (10%), Nafta (9%) e resto del mondo (9%) per un totale di 115 paesi. In tutti gli anni il mercato ha mostrato una forte propensione all'export con tassi sempre superiori al 70% ed in particolare il 2021 è atteso al 72,6% con € 3,1 mld di esportazioni, rispetto al 71,7% del 2019 e al 71,4% del 2020. L'incidenza delle esportazioni dell'Italia rispetto a quelle mondiali ha mostrato una forte crescita dal 2015 passando dal 24% a circa il 30% nel 2020. Considerando invece i settori di destinazione, troviamo principalmente quello della calzatura al 36,1% delle vendite, seguito dalla pelletteria al 26,2%, dall'arredamento e dalla carrozzeria

entrambe al 15,7% e in via residuale da abbigliamento e guanti al 3,9% e da altre categorie al 2,3%.

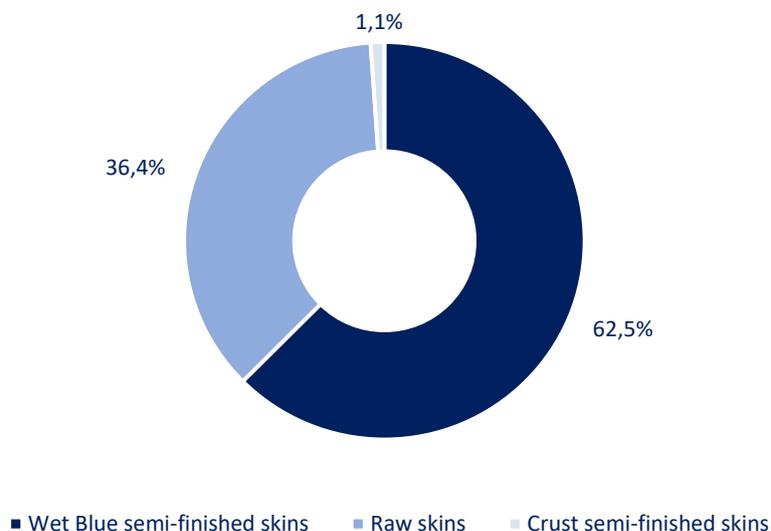
Table 2 – Origin of the leather produced (2020 data)

Type of Leather	Volume (mln sqm)	Value (€/mln)
Bovine skins	75,0	2.610,2
Calf skins	6,6	331,1
Sheep skins	8,5	242,4
Goat skins	6,7	188,6
Other animals skins	0,4	88,8
Total	97,3	3.461,1

Source: Risultati Economici Industria Italiana Conciaria 2018-2019-2020 – UNIC

Nel corso del 2020 sono stati prodotti circa 97,3 mln di metri quadri di pellame in Italia, proveniente principalmente da pelli bovine (circa il 77,1% del totale prodotto pari a 75 mln di metri quadri), seguite dalle pelli ovine (8,7% pari a 8,5 milioni di metri quadri), le pelli caprine (6,9% del totale prodotto per 6,7 mln di metri quadri), le pelli vitelline (6,8%) e le pelli di altri animali (0,4%). Il pellame è stato importato da 108 paesi principalmente nelle aree UE (57%) e Sudamerica (24%). Le materie prime dell'industria conciaria nel 2020 sono suddivise in pelli lavorate *Wet Blue* per il 62,5%, pelli grezze per il 36,4% e pelli semilavorate *Crust*³ per l'1,1%.

Chart 18 – Italian tanning industry export by destination sector (2020 data)



Source: Risultati Economici Industria Italiana Conciaria 2018-2019-2020 - UNIC

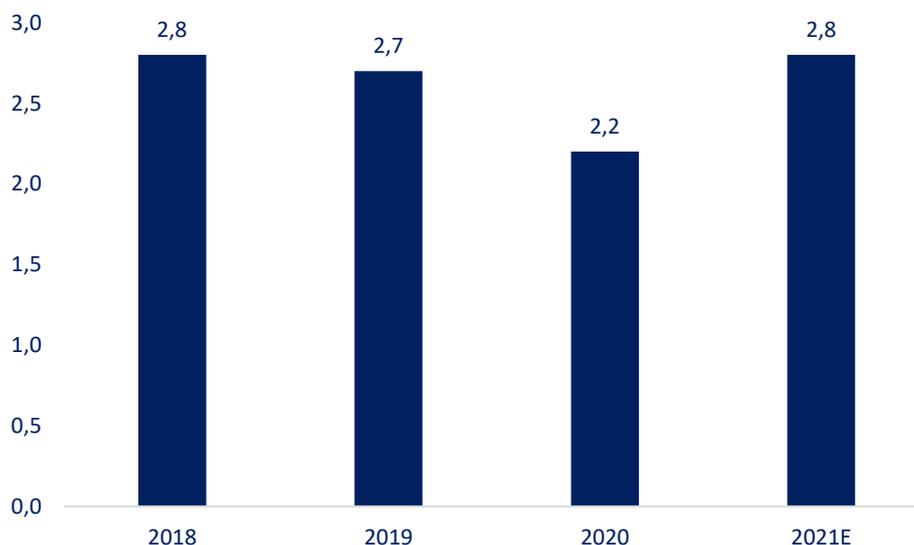
³ Pelle *Wet Blue* spaccata dal pieno spessore con ottenimento di 2 parti (Fiore *Wet Blue* e Crosta *Wet Blue*) e con tintura.

3.2 Il Distretto Veneto della Pelle

Il Distretto Veneto della Pelle è il primo polo italiano per l'industria conciaria e uno dei maggiori a livello sia europeo che mondiale. Nella zona, Arzignano si è affermata negli ultimi cinquant'anni come polo mondiale dell'imprenditoria conciaria e rimane il comune più importante in cui si trova il 38% delle unità produttive e opera il 49% degli addetti. In tale circostanza per accrescere la riconoscibilità del prodotto e della sua qualità, una delle principali fonti di vantaggio competitivo, e dare un'identificazione alla città di Arzignano, in data 4 ottobre 2021, il Comune ha depositato la richiesta di registrazione per la creazione del marchio «Capitale della Pelle». In questo modo alla città sono ricollegati diversi eventi, attività e servizi e alle aziende e al distretto consente di sviluppare future valorizzazioni territoriali ed industriali. Il marchio permette al distretto di essere riconosciuto come un leader del settore, grazie anche a:

- **Esperienza**, fondando la valorizzazione del marchio su tutte le competenze e le esperienze accumulate negli anni e sull'interazione quotidiana tra gli attori della produzione presenti sul territorio e le industrie ancillari che operano al loro servizio;
- **Sostenibilità**, attraverso un piano di miglioramento ambientale, con lo scopo di potenziare e sviluppare ulteriormente la sostenibilità dell'intero processo depurativo e sviluppare un'economia a ridotto impatto ambientale;
- **Formazione**, grazie a corsi post diploma per i tecnici della pelle *green*, esperti nella Ricerca & Sviluppo di prodotti in pelle e in cuoio per la moda, la calzatura, l'arredamento e l'*automotive*, nonché grazie a borse di studio per Master Universitari post-laurea per eco-giuristi.

Chart 19 – Veneto District tanning market value (€/mld)



Source: Risultati Economici Industria Italiana Conciaria 2018-2019-2020 – UNIC / Articolo Nord est economia del 29 dicembre 2021

Il distretto veneto dell'industria conciaria ha riportato nel 2021 un valore della produzione sui livelli del 2018 in forte crescita rispetto al 2020 che era stato impattato dalla pandemia Covid-19 (+27%), e con un valore rispetto al totale italiano pari a circa il 65%. Le esportazioni nel 2021 sono pari a circa € 2,2 mld con un tasso di export di circa il 78%.

4. Posizionamento Competitivo

Table 3 – Main Competitor (2020 data)

€ mln	Revenues	Ebitda	Ebitda %	Net Income	Net Income %	NFP
	2020	2020	2020	2020	2020	2020
Rino Mastrotto Group	252,1	48,4	19,2%	19,0	7,5%	135,3
Gruppo Mastrotto	231,7	30,1	13,0%	14,5	6,2%	(18,90)
Dani S.p.A.	128,1	10,2	8,0%	4,4	3,4%	19,7
Conceria Cadore	65,7	10,6	16,1%	6,2	9,4%	(9,10)
Crest Leather Italia S.r.l.	63,2	5,0	7,9%	2,1	3,4%	11,5
Finco 1865 S.p.A.	46,4	10,1	21,8%	5,6	12,1%	4,4
Futura Leathers S.p.A.	35,9	4,9	13,6%	2,4	6,6%	16,2
Conceria Tre Emme S.r.l.	20,9	4,3	20,6%	3,2	15,2%	0,1
Median	64,5	10,2	15%	5,0	7%	8,0
Gruppo G.M. Leather*	49,7	4,4	8,8%	2,5	5%	14,1

Source: Orbis, elaborazione Integrae SIM

*Dati Pro-Forma FY21A

Nello svolgimento del proprio business, il Gruppo compete con alcuni importanti *player* del mercato, nell'ambito della realizzazione di articoli in pelle e conterie. Nello specifico la principale differenza tra il Gruppo e i principali competitor è rappresentata dalla produzione del Gruppo di prodotti *tailor made* personalizzati e non di prodotti standard da catalogo per raggiungere obiettivi in termini di volume, di margine e in particolare di *customer satisfaction*.

Il Gruppo, inoltre, vanta alcuni importanti elementi distintivi nel segmento *luxury*, avviato nel 2022 ed in fase di sviluppo, con l'obiettivo di servire la fascia alta del settore della pelletteria, attraverso lavorazioni e prodotti di elevata qualità. I *driver* che consentono al Gruppo G.M. Leather un vantaggio competitivo in questo settore sono:

- Focus su vitelli, mezzi vitelli e bovine;
- Supply chain efficiente;
- Aggiornamento e ricerche continue su nuove possibilità di business;
- Strategia di comunicazione aggressiva ed incontri regolari con i maggiori clienti;
- Giusta comunicazione e abilità nell'instaurare relazioni con i clienti;
- Creazione di esperienze di vendita positive;
- Sviluppi e campionari in tempi rapidi;
- Investimenti sui processi *metal free*;
- Investimenti in Ricerca & Sviluppo per garantire prodotti altamente innovativi;
- Tecnologia g2 di ultima generazione;
- Listini sempre aggiornati e competitivi;
- Prezzi fortemente competitivi;
- Prezzi negoziati con i clienti;
- Prodotti capaci di soddisfare le richieste dei clienti;
- Replica degli articoli in vitello su base bovina.

4.1 SWOT Analysis

Strengths:

- *Player* storico di riferimento per il mercato, con un management e un personale altamente qualificato;
- Solide relazioni con i terzisti attivi nel distretto e *partnership* con clienti di elevato *standing*;
- Capacità di garantire un prodotto finito di qualità e con tempi fortemente competitivi;
- Ricerca & Sviluppo strutturata per soddisfare al meglio le specifiche richieste dei clienti;
- Forte propensione all'*export* e all'internazionalizzazione, grazie ad una rete commerciale sviluppata nei principali mercati internazionali.

Weaknesses:

- Controllo informatizzato per processi produttivi, fasi e tempistiche non ancora implementato.

Opportunities:

- Possibilità di svilupparsi all'interno del segmento *luxury* con elevate marginalità;
- Ampliamento della base clientela nel settore arredamento, che è previsto in crescita nel 2022 anche grazie ad agevolazioni fiscali con focus su *high return business* e *export*.

Threats:

- Possibili aggregazioni di *competitor*;
- Fenomeni di *shortage* per acquisto di pellame grezzo, semilavorato e prodotti chimici;
- Difficoltà dei terzisti nel garantire lo svolgimento delle lavorazioni esternalizzate in tempi rapidi o a costi ragionevoli;

5. Economics & Financials

Table 4 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY20A	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	29,24	49,69	55,25	67,60	72,75	77,70	82,65
Other Revenues	0,53	0,27	0,20	0,35	0,15	0,15	0,15
Value of Production	29,77	49,97	55,45	67,95	72,90	77,85	82,80
COGS	11,72	25,57	28,40	35,15	37,70	40,15	42,60
Services	11,08	15,54	17,35	19,95	21,40	22,80	24,20
Use of assets owned by others	0,50	0,62	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Employees	2,85	3,71	3,90	4,80	4,95	5,10	5,25
Other Operating Expenses	0,16	0,16	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
EBITDA	3,47	4,37	4,95	7,20	8,00	8,95	9,90
<i>EBITDA Margin</i>	<i>11,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,0%</i>
D&A	0,91	0,76	1,05	1,30	1,30	1,10	1,20
EBIT	2,56	3,60	3,90	5,90	6,70	7,85	8,70
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,0%</i>	<i>8,7%</i>	<i>9,2%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,5%</i>
Financial Management	(0,26)	(0,30)	(0,30)	(0,20)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
EBT	2,30	3,30	3,60	5,70	6,55	7,75	8,60
Taxes	0,48	0,83	1,15	1,65	1,95	2,25	2,50
Net Income	1,82	2,47	2,45	4,05	4,60	5,50	6,10

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY20A	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	4,62	3,25	5,15	4,60	4,10	3,75	3,30
Account receivable	8,69	12,43	10,80	14,70	16,00	17,20	18,35
Inventories	9,85	12,07	11,85	13,95	15,00	15,90	16,80
Account payable	7,95	8,66	6,60	8,60	9,15	9,80	10,40
Operating Working Capital	10,60	15,84	16,05	20,05	21,85	23,30	24,75
Other receivable	1,84	2,55	2,25	1,55	1,10	1,05	1,10
Other payable	1,21	1,55	1,80	2,05	1,95	1,90	1,80
Net Working Capital	11,22	16,84	16,50	19,55	21,00	22,45	24,05
Severance Indemnities & Other Provisions	0,22	0,31	0,45	0,65	0,80	0,95	1,15
NET INVESTED CAPITAL	15,62	19,78	21,20	23,50	24,30	25,25	26,20
Share Capital	0,09	0,09	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Reserves	4,88	3,16	9,18	11,63	15,68	20,28	25,78
Net Income	1,82	2,47	2,45	4,05	4,60	5,50	6,10
Equity	6,79	5,72	11,74	15,79	20,39	25,89	31,99
Cash & Cash Equivalent	1,23	0,72	3,89	4,29	4,49	4,74	8,14
Short Term Debt to Bank	5,13	7,78	7,00	7,50	6,45	3,20	1,90
M/L Term Debt to Bank	4,92	7,00	6,35	4,50	1,95	0,90	0,45
Net Financial Position	8,82	14,06	9,46	7,71	3,91	(0,64)	(5,79)
SOURCES	15,62	19,78	21,20	23,50	24,30	25,25	26,20

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	3,60	3,90	5,90	6,70	7,85	8,70
Taxes	0,83	1,15	1,65	1,95	2,25	2,50
NOPAT	2,78	2,75	4,25	4,75	5,60	6,20
D&A	0,76	1,05	1,30	1,30	1,10	1,20
Change in receivable	(3,73)	1,63	(3,90)	(1,30)	(1,20)	(1,15)
Change in inventories	(2,22)	0,22	(2,10)	(1,05)	(0,90)	(0,90)
Change in payable	0,71	(2,06)	2,00	0,55	0,65	0,60
Change in others	(0,37)	0,55	0,95	0,35	0,00	(0,15)
<i>Change in NWC</i>	<i>(5,61)</i>	<i>0,34</i>	<i>(3,05)</i>	<i>(1,45)</i>	<i>(1,45)</i>	<i>(1,60)</i>
Change in provisions	0,08	0,14	0,20	0,15	0,15	0,20
OPERATING CASH FLOW	(1,99)	4,28	2,70	4,75	5,40	6,00
Capex	0,6	(2,9)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
FREE CASH FLOW	(1,39)	1,33	1,95	3,95	4,65	5,25
Financial Management	(0,30)	(0,30)	(0,20)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Change in Debt to Bank	4,73	(1,43)	(1,35)	(3,60)	(4,30)	(1,75)
Change in Equity	(3,55)	3,57	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,51)	3,17	0,40	0,20	0,25	3,40

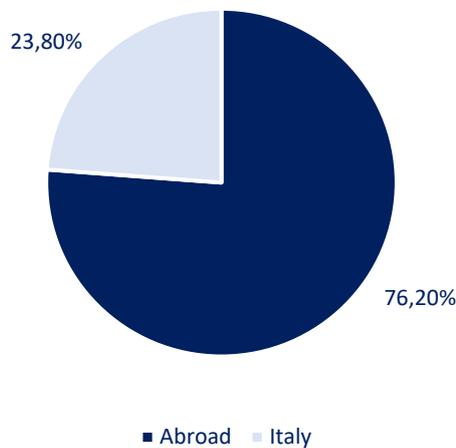
Source: stime Integrae SIM

*Dati Pro-forma

5.1 FY21A Results

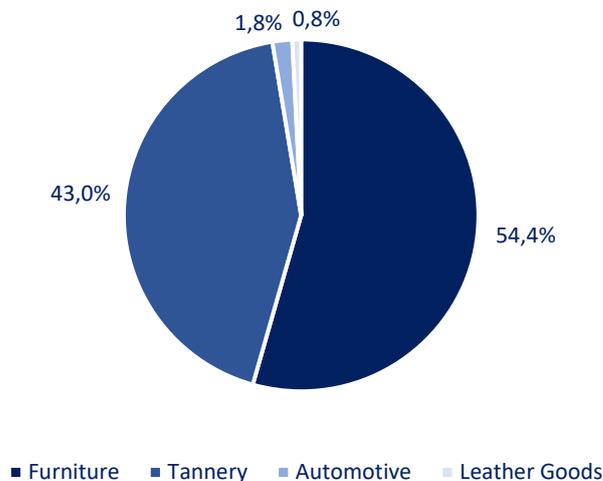
I dati di bilancio consolidato al 31/12/2021 riflettono la pro-formazione dell'operazione di scissione parziale in programma nel primo semestre del 2022 con la quale verranno scorporati, a favore di Assunta Immobiliare S.r.l. (Società esterna all'area di consolidamento), gli asset immobiliari e le attività *non core* rispetto all'attività conciaria considerata principale. I risultati evidenziano un valore di ricavi pari a € 49,69 mln, facendo registrare un aumento del 70,0% rispetto al dato del FY20A colpito dagli effetti della pandemia da Covid-19 pari a € 29,24 mln. L'aumento è principalmente attribuibile all'aumento dei volumi provenienti dai clienti storici dell'arredo e dall'aumento del fatturato della controllata SNAM. In particolare, si evidenzia come i ricavi verso l'Italia sono pari al 23,8% e verso l'estero pari al 76,2%, a conferma della forte propensione all'internazionalizzazione e all'esportazione del Gruppo. Con riferimento ai settori di destinazione, i ricavi verso il settore arredamento sono pari al 54,4%, le conterie sono pari al 43,0%, l'*automotive* all'1,8% e la pelletteria allo 0,8%.

Chart 20 – Revenues Breakdown by geographical area FY21A



Source: Integrae SIM

Chart 21 – Revenues Breakdown by destination sector FY21A



Source: Integrae SIM

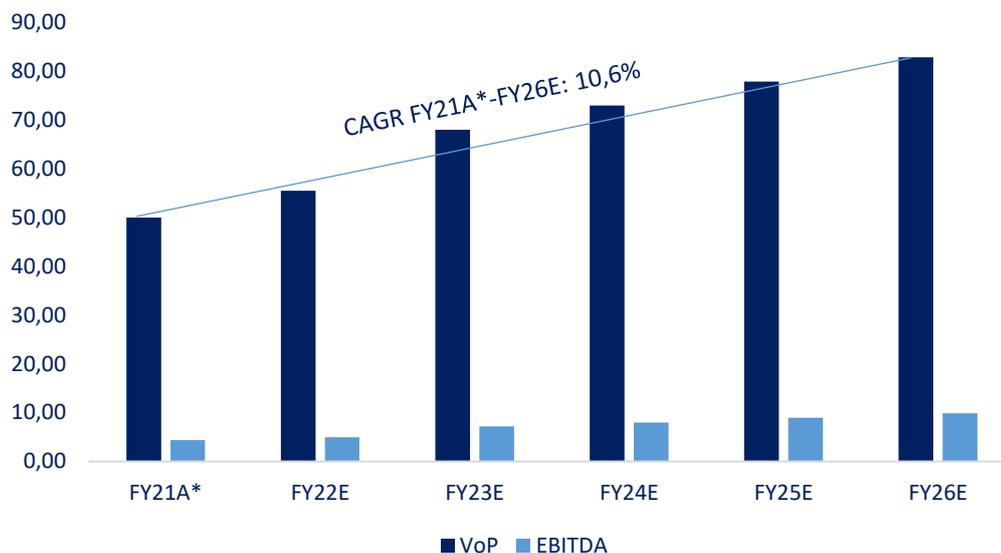
L'EBITDA si attesta ad un valore pari a € 4,37 mln, in miglioramento del 25,8% rispetto al dato del FY20A pari a € 3,47 mln. La marginalità, calcolata sul valore della produzione, passa dall'11,7% del 31/12/20 all'8,7% registrato nel FY21A principalmente a causa di un aumento generalizzato dei prezzi delle materie prime.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,76 mln, è pari a € 3,60 mln contro il valore del FY20A pari a € 2,56 mln e registra quindi una crescita del 40,7%. L'EBIT *margin* è pari a 7,2%, rispetto al dato del FY20A pari all'8,6%. Il Net Income è anch'esso in crescita e pari a € 2,47 mln (+35,9%).

A livello patrimoniale, nel FY21A la NFP passa da € 8,82 mln a € 14,06 mln di debito. Questa variazione negativa è dovuta principalmente all'accensione di nuovi finanziamenti nel 2021 a sostegno delle dinamiche del circolante e degli investimenti dell'esercizio. Il dato pro-forma, inoltre, tiene in considerazione il saldo dovuto per l'immobile di SNAM, oggetto della scissione.

5.2 FY22E – FY26E Estimates

Chart 22 – VoP, EBITDA 21A*-26E



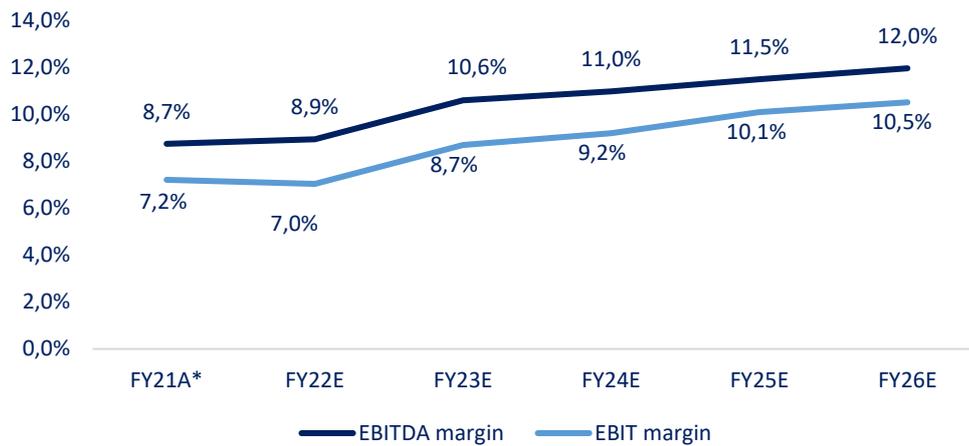
Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 49,97 mln del FY21A pro-forma a € 82,80 mln del FY26E (CAGR 21A*-26E: 10,6%).

Crediamo che negli anni di piano la crescita verrà trainata principalmente dai seguenti *driver*:

- Rafforzamento delle *partnership* industriali con la clientela storica facendo leva sulla qualità del prodotto, precisione e puntualità del servizio, nonché sulla capacità di anticipare e rispondere alle richieste del mercato;
- Proseguimento dell'intensa attività di Ricerca & Sviluppo al fine di offrire soluzioni innovative e tecnologiche grazie soprattutto al continuo ed efficace coinvolgimento dei tecnici del Gruppo nella progettazione dei prodotti finiti;
- Sfruttamento delle potenzialità di crescita di alcuni importanti clienti all'interno del settore dell'arredamento che al momento rappresentano solamente una quota marginale del fatturato del Gruppo. Crediamo che tale sviluppo potrà essere integrato grazie ad un'implementazione di efficaci politiche commerciali attraverso l'inserimento di un responsabile commerciale, così da permettere il presidio e lo sviluppo di relazioni con i clienti, anche attraverso agenti dedicati;
- Sviluppo del mercato della pelletteria attraverso l'ingresso di personale specializzato proveniente dal settore dell'alta moda. Il Gruppo, oltre ad aver già avviato delle sperimentazioni di alcune collezioni da proporre sul mercato attraverso una squadra di agenti dedicata, potrà contare su una produzione di tipo industriale, differente da quella artigianale tipica dello specifico settore di destinazione. Prevediamo, inoltre, che il Gruppo farà leva su un prezzo competitivo garantendo comunque la qualità del prodotto;
- Valutazione di opportunità di acquisizione di tipo sia verticale che orizzontale, al fine di entrare in nuovi mercati di destinazione, sviluppare nuove aree geografiche e ottenere importanti sinergie a livello di ottimizzazioni di costi e delle lavorazioni.

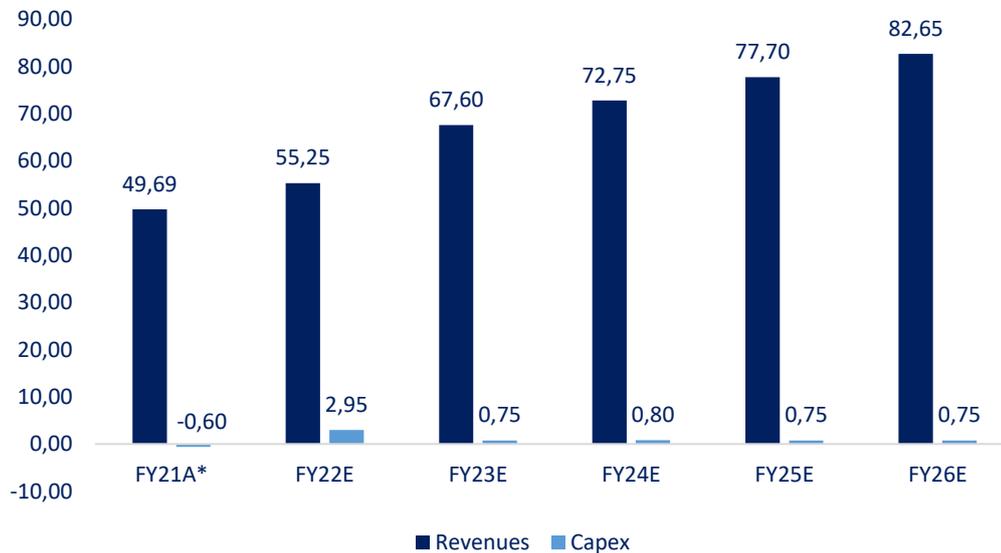
Chart 23 – EBITDA% and EBIT% 21A*-26E



Source: elaborazione Integrae SIM

Ci aspettiamo un incremento dell’EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da € 4,37 mln del FY21A pro-forma a € 9,90 mln del FY26E, per un EBITDA *margin* che crescerà sensibilmente dal 8,7% al 12,0% del FY26E. Prevediamo che la crescita della marginalità sarà trainata dall’incremento dei volumi di vendita derivanti dalla clientela consolidata, nonché dallo sviluppo della pelletteria che garantirà prodotti a più alta marginalità. Crediamo, inoltre, che il Gruppo valuterà operazioni straordinarie finalizzate ad un efficientamento di costi e di lavorazioni, permettendo quindi una costante crescita del margine operativo.

Chart 24 – Revenues, Capex 21A*-26E



Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di Capex, stimiamo che il Gruppo continuerà ad investire nelle attività di Ricerca & Sviluppo, fondamentali per proporre sempre più prodotti in linea con i trend del mercato e sulla base di specifiche personalizzazioni del cliente. Prevediamo, inoltre, investimenti per l’FY22E pari a circa € 2,95 mln, dovuti principalmente all’acquisto di nuovi macchinari dedicati alla nuova linea di pelletteria e alla capitalizzazione delle spese di quotazione. Per gli anni successivi, stimiamo investimenti pari a circa € 0,75 mln annui al fine di raggiungere il miglior

livello di efficienza del reparto produttivo e di sostenere la continua richiesta di miglioramenti tecnologici da parte del mercato.

Chart 25 – NFP 21A*-26E



Source: elaborazione Integrae SIM

Crediamo che la Società possa migliorare la propria NFP negli anni successivi al FY21A pro forma, grazie ai flussi di cassa positivi generati dal progressivo aumento del volume d'affari e della marginalità. In particolare, stimiamo che la NFP possa raggiungere un valore *cash positive* nel FY26E pari a € 5,79 mln.

5.3 Use of Proceeds

La Società ha concluso la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan al fine di reperire risorse finalizzate ad operazioni straordinarie strategiche volte a creare sinergia a livello produttivo-commerciale con lo scopo di coniugare il binomio di crescita:

- Dal lato produttivo, per l'ottimizzazione e razionalizzazione della filiera operativa come macchinari, lavorazioni e competenze tecniche;
- Dal lato commerciale, per aumentare la presenza nel segmento medio-alto e top della pelletteria e del *luxury*.

A livello di operazioni straordinarie, quindi, crediamo che il Gruppo individuerà delle società target al fine di favorire sia un'integrazione di tipo orizzontale sia di tipo verticale. In particolare:

- Per quanto riguarda la prima tipologia, prevediamo che il Gruppo individui società target con l'obiettivo di integrarsi orizzontalmente nella realizzazione di lavorazioni complementari di alto valore aggiunto e macchinari in grado di ottimizzare il processo produttivo aziendale. L'obiettivo è quello di aumentare la capacità ed efficienza produttiva e ridurre i costi di struttura ed industriali;
- Per quanto concerne la seconda metodologia, crediamo che il Gruppo voglia individuare società target operanti nella realizzazione del prodotto finale nel segmento della pelletteria di altissimo livello con l'obiettivo di incrementare vendite e marginalità nel segmento *luxury* e di perseguire un efficientamento produttivo attraverso le sinergie tra le strutture produttive e commerciali.

A livello di sostenibilità, prevediamo che il Gruppo voglia implementare una cultura aziendale basata su investimenti coerenti con la sostenibilità economica ambientale e sociale nella logica delle 3P ("prosperità, pianeta, persone") in linea con l'"Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile" sottoscritta dai 193 Paesi Membri delle Nazioni Unite. Nello specifico, il Gruppo continuerà sulla strada già intrapresa durante gli ultimi anni, mirando allo sviluppo di iniziative ad investimenti in ambito di:

- Riduzione dei consumi energetici;
- Riduzione delle emissioni di CO₂ e di altre sostanze chimiche;
- Riduzione degli scarti produttivi;
- Ottenimento di certificazioni in ambito ambientale;
- Iniziative per i dipendenti e *partnership* con la comunità del territorio.

6. Valuation

Data la mancanza di società comparabili con il Gruppo G.M. Leather, abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* del Gruppo sulla base della sola metodologia DCF.

6.1 DCF Method

Table 5 – WACC

WACC		7,07%
Risk Free Rate	2,47% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	81,82% Beta Relevered	1,6
Ke	11,38% Kd	2,50%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di Giugno 2022 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è stato fissato uguale a quello di mercato poiché il Beta calcolato in base ai *competitor* non risultava statisticamente significativo;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 7,07%.

Table 6 – DCF Valuation

DCF Equity Value		69,6
FCFO actualized	14,2	18%
TV actualized DCF	64,9	82%
Enterprise Value	79,1	100%
NFP (FY22E)	9,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, ne risulta un *equity value* di € 69,6 mln.

Table 7 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
Growth Rate (g)	2,5%	141,9	120,1	103,7	90,9	80,7	72,2	65,2
	2,0%	122,8	106,0	92,9	82,4	73,8	66,6	60,6
	1,5%	108,3	95,0	84,2	75,5	68,1	61,9	56,6
	1,0%	97,1	86,1	77,1	69,6	63,3	57,8	53,1
	0,5%	88,0	78,8	71,2	64,7	59,1	54,3	50,1
	0,0%	80,6	72,8	66,1	60,5	55,5	51,2	47,4
	-0,5%	74,4	67,6	61,8	56,8	52,4	48,5	45,0

Source: Integrae SIM

7. Equity Value

Table 8 – Equity Value

Equity Value (€/mln)	
Equity Value DCF (€/mln)	69,6
Target Price (€)	6,30

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value pari a circa € 69,6 mln. **Il target price è quindi di € 6,30, rating BUY rischio MEDIUM.**

Table 9 – Implied Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
67,0	15,4x	10,6x	9,6x	19,6x	13,0x	11,4x
68,0	15,6x	10,8x	9,7x	19,9x	13,1x	11,6x
69,0	15,9x	10,9x	9,8x	20,1x	13,3x	11,7x
70,0	16,1x	11,0x	9,9x	20,4x	13,5x	11,9x
71,0	16,3x	11,2x	10,1x	20,6x	13,6x	12,0x
72,0	16,5x	11,3x	10,2x	20,9x	13,8x	12,2x
73,0	16,7x	11,5x	10,3x	21,1x	14,0x	12,3x

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 and Alessandro Colombo are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

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

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
------	-------	----------------	--------------	------	---------

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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 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, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) 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 G.M. Leather S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by G.M. Leather S.p.A.;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.