

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

G.M. Leather

Euronext Growth Milan | Tannery | Italy

Produzione 07/04/2023, h. 18:30

Pubblicazione 11/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 6,55

prev. € 6,45

Risk



Medium

Upside potential

292,3%

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	40,8	63,0	72,0	83,0
VoP	42,4	63,4	72,2	83,2
EBITDA	5,0	7,3	8,6	9,9
EBIT	3,3	5,1	6,4	7,8
Net Income	2,0	3,3	4,2	5,3
EBITDA margin	12,2%	11,6%	11,9%	11,9%
EBIT margin	8,1%	8,1%	8,9%	9,4%
Net Income margin	4,9%	5,2%	5,8%	6,4%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,67
Target price	€ 6,55
Upside/(Downside) potential	292,3%
Ticker	GML IM
Market Cap (€/mln)	€ 18,76
EV (€/mln)	€ 34,15
Free Float	13,79%
Share Outstanding	11.235.000
52-week high	€ 1,95
52-week low	€ 1,50
Average daily volumes (3 months)	7.500

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-6,70%	-4,02%	-1,76%	N/A
to FTSE Italia Growth	-5,54%	-3,86%	-6,35%	N/A
to Euronext STAR Milan	-3,09%	-6,43%	-15,53%	N/A
to FTSE All-Share	-3,99%	-11,91%	-29,63%	N/A
to EUROSTOXX	-6,60%	-11,28%	-27,28%	N/A
to MSCI World Index	-7,62%	-9,32%	-14,34%	N/A

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	6,9 x	4,7 x	4,0 x	3,4 x
EV/EBIT	10,3 x	6,7 x	5,3 x	4,4 x
P/E	9,3 x	5,8 x	4,5 x	3,5 x

FY22A Results

Il valore dei Ricavi si attesta a € 40,83 mln, rispetto a un valore pari a € 49,69 mln registrato a fine 2021 (Pro-forma) e a € 45,00 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA, pari a € 4,98 mln, registra un incremento pari al 14,0% rispetto ai € 4,37 mln dell'esercizio precedente (Pro-forma) e risulta in linea alle nostre precedenti stime pari a € 5,00 mln. L'EBITDA *Margin*, pari al 12,2%, risulta superiore rispetto al dato Pro-forma dell'esercizio precedente (8,8%) e alle nostre stime (11,1%). Il Net Income si attesta a € 2,01 mln (€ 2,47 mln nel FY21A*), in leggera flessione rispetto a € 2,45 mln delle nostre precedenti stime, soprattutto per effetto dei maggiori ammortamenti.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A e dell'operazione straordinaria con Palladio SpA (affitto del ramo d'azienda e sublocazione di immobili strumentali), modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Ricavi FY23E pari a € 63,00 mln ed un EBITDA pari a € 7,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 11,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei Ricavi possa aumentare fino a € 94,00 mln (CAGR 22A-26E: 23,2%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 11,25 mln (corrispondente ad una marginalità del 12,0%), in crescita rispetto a € 4,98 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 12,2%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di G.M. Leather sulla base della metodologia DCF. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,50%) restituisce un equity value pari a € 73,6 mln. Il target price è di € 6,55, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A*	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	49,69	40,83	63,00	72,00	83,00	94,00
Other Revenues	0,27	1,54	0,35	0,15	0,15	0,15
Value of Production	49,97	42,37	63,35	72,15	83,15	94,15
COGS	25,57	20,62	30,55	34,70	39,90	45,10
Services	15,54	11,61	17,30	19,50	22,40	25,30
Use of assets owned by others	0,62	0,76	1,40	1,60	2,00	2,30
Employees	3,71	4,10	6,50	7,40	8,55	9,75
Other Operating Expenses	0,16	0,30	0,30	0,35	0,40	0,45
EBITDA	4,37	4,98	7,30	8,60	9,90	11,25
<i>EBITDA Margin</i>	8,8%	12,2%	11,6%	11,9%	11,9%	12,0%
D&A	0,76	1,68	2,20	2,20	2,10	2,00
EBIT	3,60	3,30	5,10	6,40	7,80	9,25
<i>EBIT Margin</i>	7,2%	7,8%	8,1%	8,9%	9,4%	9,8%
Financial Management	(0,30)	(0,98)	(0,60)	(0,60)	(0,50)	(0,40)
EBT	3,30	2,32	4,50	5,80	7,30	8,85
Taxes	0,83	0,31	1,25	1,60	2,00	2,45
Net Income	2,47	2,01	3,25	4,20	5,30	6,40

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A*	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	3,25	5,84	10,60	10,90	11,10	11,30
Account receivable	12,43	16,38	15,90	16,90	18,80	20,00
Inventories	12,07	10,81	13,65	14,80	16,55	18,80
Account payable	8,66	7,48	10,90	11,20	12,80	14,60
Operating Working Capital	15,84	19,71	18,65	20,50	22,55	24,20
Other receivable	2,55	3,49	2,00	1,90	1,85	1,85
Other payable	1,55	1,56	2,05	1,95	1,90	1,80
Net Working Capital	16,84	21,64	18,60	20,45	22,50	24,25
Severance Indemnities & Other Provisions	0,31	0,37	0,70	0,85	1,00	1,10
NET INVESTED CAPITAL	19,78	27,10	28,50	30,50	32,60	34,45
Share Capital	0,09	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Reserves	3,16	9,59	11,36	14,21	17,89	22,54
Net Income	2,47	2,01	3,25	4,20	5,30	6,40
Equity	5,72	11,72	14,72	18,52	23,30	29,05
Cash & Cash Equivalent	0,72	1,18	1,22	1,27	1,30	2,60
Short Term Debt to Bank	7,78	9,30	6,50	5,40	4,80	4,00
M/L Term Debt to Bank	7,00	7,27	8,50	7,85	5,80	4,00
Net Financial Position	14,06	15,39	13,78	11,98	9,30	5,40
SOURCES	19,78	27,10	28,50	30,50	32,60	34,45

*Pro-forma

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	3,30	5,10	6,40	7,80	9,25
Taxes	0,31	1,25	1,60	2,00	2,45
NOPAT	2,99	3,85	4,80	5,80	6,80
D&A	1,68	2,20	2,20	2,10	2,00
Change in receivable	(3,95)	0,48	(1,00)	(1,90)	(1,20)
Change in inventories	1,26	(2,84)	(1,15)	(1,75)	(2,25)
Change in payable	(1,19)	3,42	0,30	1,60	1,80
Change in others	(0,93)	1,97	0,00	(0,00)	(0,10)
<i>Change in NWC</i>	<i>(4,80)</i>	<i>3,04</i>	<i>(1,85)</i>	<i>(2,05)</i>	<i>(1,75)</i>
Change in provisions	0,06	0,33	0,15	0,15	0,10
OPERATING CASH FLOW	(0,07)	9,42	5,30	6,00	7,15
Capex	(4,26)	(6,96)	(2,50)	(2,30)	(2,20)
FREE CASH FLOW	(4,33)	2,45	2,80	3,70	4,95
Financial Management	(0,98)	(0,60)	(0,60)	(0,50)	(0,40)
Change in Debt to Bank	1,78	(1,56)	(1,75)	(2,65)	(2,60)
Change in Equity	3,99	(0,25)	(0,40)	(0,52)	(0,65)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,46	0,04	0,05	0,03	1,30

Source: G.M. Leather and Integrae SIM estimates

Company Overview

Il Gruppo GM Leather, costituito dalla Famiglia Marcigaglia e situato ad Arzignano (Vicenza), è attivo da oltre 45 anni nel settore della concia e lavorazione pelli nel più grande distretto conciario italiano. GM Leather SpA. e la controllata SNAM Srl. 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. Inoltre, il Gruppo opera anche attraverso la società interamente controllata Genesi Srl, che si occupa delle lavorazioni a maggiore valore aggiunto e personalizzazione (riconcia, tintura, rifinitura, controllo qualità), permettendo 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 R&D si pone come partner per primari clienti internazionali e italiani, quali distributori e brand attivi nel settore dell’arredamento, della moda e della pelletteria. L’attività core del Gruppo GM Leather, all’interno della filiera della pelle, è quella dell’industria conciaria.

FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	40,83	4,98	12,2%	3,30	2,01	15,39
FY22E	45,00	5,00	11,1%	3,80	2,45	12,01
Change	-9,3%	-0,4%	1,1%	-13,1%	-17,9%	N/A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Marco Malagutti, Amministratore Delegato di G.M. Leather, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Chiudiamo con soddisfazione il nostro primo bilancio da società quotata con ottimi risultati economici, finanziari e patrimoniali resi possibili grazie agli ingenti investimenti e alle scelte strategiche realizzate nell’ultimo triennio sotto la guida di Carmen Marcigaglia e all’impegno di tutti i dipendenti e collaboratori. In tale contesto anche la proposta di nominare Simone Voltolin quale membro del Consiglio di Amministrazione rappresenta un ulteriore elemento per consentire al Gruppo di beneficiare della sua esperienza nel settore e di accelerare nel suo percorso di crescita. Il 2022 è stato caratterizzato dalla rilevante attività di R&D finalizzata al consolidamento del segmento storico dell’arredamento e, soprattutto, allo sviluppo del mercato strategico del Luxury. A confermare la rilevanza strategica del mercato del Luxury sono da evidenziare gli investimenti effettuati in risorse umane con assunzione di personale con comprovate esperienze nell’area commerciale e nell’area produzione e in macchinari e attrezzature di ultima generazione 4.0. Le sinergie di Gruppo hanno consentito lo sviluppo continuo e smart di innovazioni di prodotto e processo in grado di ampliare il portafoglio articoli, indispensabile per rispondere velocemente alle mutevoli richieste del mercato, cercando di intercettare le richieste sempre più esigenti con prodotti tailor made derivanti dalla capacità ed esperienza e di sviluppare soluzioni per ogni tipo di clientela. La sinergia con la realtà industriale ha permesso, inoltre, la realizzazione di una produzione massiva di campionature e nuovi articoli che sarà in grado di fidelizzare il portafoglio clienti e ampliarlo ulteriormente nel segmento strategico del Luxury. La buona disponibilità finanziaria ha permesso di continuare a pianificare gli approvvigionamenti sfruttando le condizioni di mercato più vantaggiose in una logica di mantenimento di un livello di scorte adeguato a soddisfare prontamente le esigenze dei clienti e fidelizzare i fornitori strategici.”*

Il valore dei Ricavi si attesta a € 40,83 mln, rispetto a un valore pari a € 49,69 mln registrato a fine 2021 (Pro-forma) e a € 45,00 mln stimati nel nostro precedente report. La contrazione rispetto al 2021 risulta principalmente causata dal calo delle vendite di semilavorato, legato alla contrazione di ordini dal sud est asiatico, al contempo si registra un incremento del fatturato di “prodotto finito” a più elevata marginalità.

L’EBITDA, pari a € 4,98 mln, registra un incremento pari al 14,0% rispetto ai € 4,37 mln dell’esercizio precedente (Pro-forma) e risulta in linea alle nostre precedenti stime pari a € 5,00 mln. L’EBITDA Margin, pari al 12,2%, risulta superiore rispetto al dato Pro-forma dell’e-

esercizio precedente (8,8%) e alle nostre stime (11,1%). L'aumento dell'EBITDA nel corso del FY22A è dovuto principalmente ad incremento del fatturato di "prodotto finito" e minori costi per materie prime, per servizi e per lavorazioni esterne.

L'EBIT si attesta a € 3,30 mln (€ 3,60 mln nel FY21A*), rispetto a nostre stime pari a € 3,80 mln. L'EBIT *Margin* risulta pari al 7,8%, rispetto al dato Pro-forma al FY21A* del 7,2% e nostre stime pari al 8,4%. Questi dati sono influenzati dal rilevante incremento degli ammortamenti e svalutazioni che passano da € 0,76 mln del FY21A* a € 1,68 mln del FY22A (+119,8%). Infatti la somma Net Income + ammortamenti/svalutazioni si attesta a € 3,69 mln (€ 3,24 mln nel FY21A*) in linea con le nostre stime pari a € 3,65 mln.

Il Net Income si attesta a € 2,01 mln (€ 2,47 mln nel FY21A*), in leggera flessione rispetto a € 2,45 mln delle nostre precedenti stime, soprattutto per effetto dei maggiori ammortamenti sopra descritti. Si evidenzia, inoltre, che il Net Income è stato influenzato dall'aumento degli oneri finanziari appesantiti sia dalla dinamica dell'euribor (si stima un impatto aggiuntivo nel 2022 pari a circa € 0,20 mln), sia dalla volatilità del cambio USD/EURO che, in considerazione del fatto che la prevalenza degli incassi e dei pagamenti avviene in USD, ha penalizzato i risultati consolidati per circa € 0,30 mln.

A conferma della bontà della gestione finanziaria del Gruppo, si evidenzia che in ottica prudenziale la Società ha provveduto a concludere nel 2022 contratti di copertura tassi sulla maggior parte dei finanziamenti a medio-lungo termine con la formula "out strike" (strike 1,0% e soglia 3,0% sull'euribor) sulla capogruppo G.M. Leather S.p.A. e "double strike" (strike 1,0% + altro strike 3,0% sull'euribor) per Snam e Genesi.

La NFP, infine, mostra un aumento da € 14,06 mln del FY21A* a € 15,39 mln del FY22A più che bilanciato dall'incremento dell'EBITDA con un rapporto NFP/EBITDA che passa dal 3,22 x del 2021 al 3,09 x del 2022.

FY23E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-26E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues				
New	63,00	72,00	83,00	94,00
Old	60,50	69,00	78,20	88,00
Change	4,1%	4,3%	6,1%	6,8%
EBITDA				
New	7,30	8,60	9,90	11,25
Old	7,00	8,20	9,60	11,00
Change	4,3%	4,9%	3,1%	2,3%
EBITDA %				
New	11,6%	11,9%	11,9%	12,0%
Old	11,6%	11,9%	12,3%	12,5%
Change	0,0%	0,1%	-0,3%	-0,5%
EBIT				
New	5,10	6,40	7,80	9,25
Old	5,70	6,90	8,50	9,80
Change	-10,5%	-7,2%	-8,2%	-5,6%
Net Income				
New	3,25	4,20	5,30	6,40
Old	3,85	4,70	5,90	6,80
Change	-15,6%	-10,6%	-10,2%	-5,9%
NFP				
New	13,78	11,98	9,30	5,40
Old	8,91	5,01	0,06	(5,79)
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

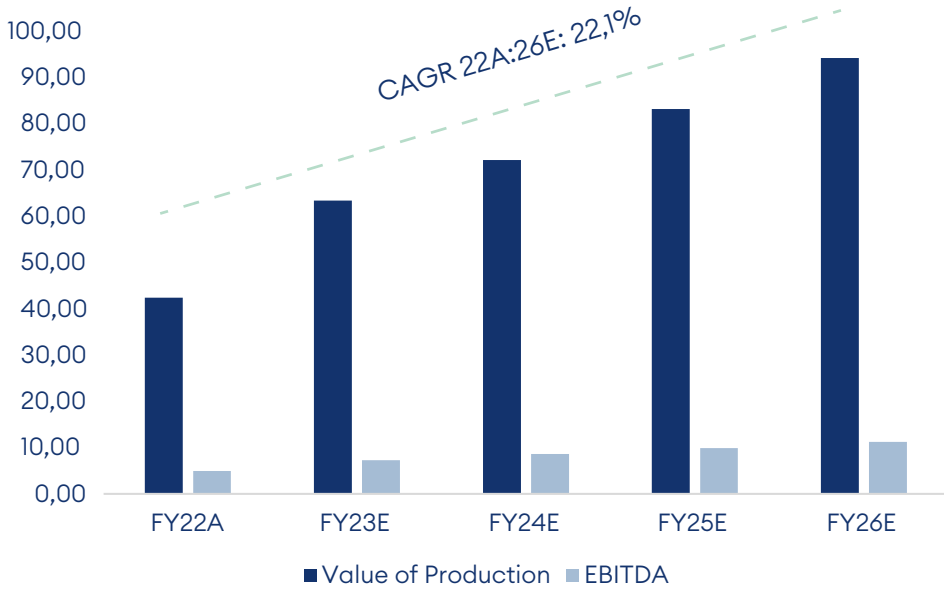
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A e dell'operazione straordinaria con Palladio SpA (affitto del ramo d'azienda e sublocazione di immobili strumentali), modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Ricavi FY23E pari a € 63,00 mln ed un EBITDA pari a € 7,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 11,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei Ricavi possa aumentare fino a € 94,00 mln (CAGR 22A-26E: 23,2%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 11,25 mln (corrispondente ad una marginalità del 12,0%), in crescita rispetto a € 4,98 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 12,2%).

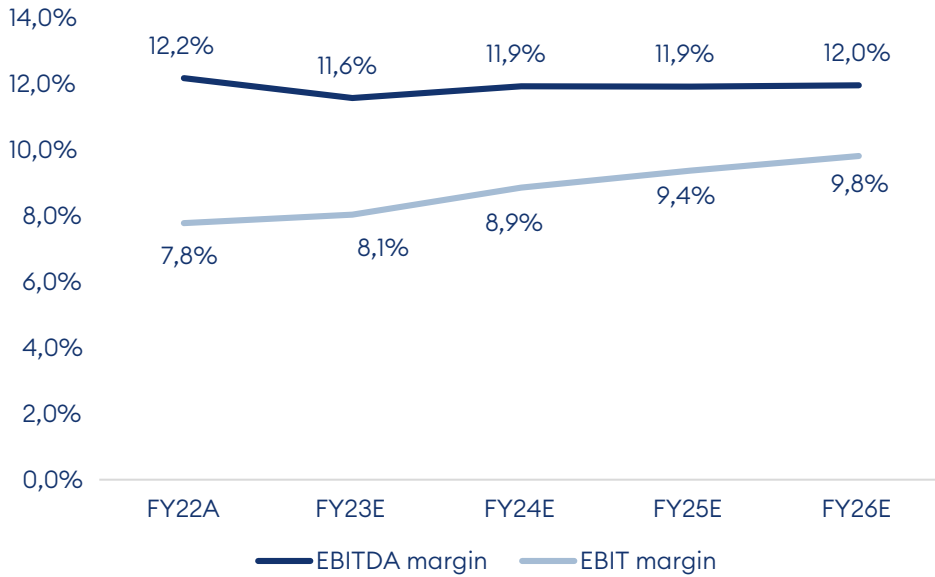
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione della distribuzione di dividendi, proposta dal Consiglio di Amministrazione, per un valore pari a circa € 0,25 mln (*payout ratio* consolidato pari a circa il 12,3%). Le nostre precedenti stime, infatti, non prevedevano la distribuzione di dividendi agli azionisti. Crediamo che le stesse politiche di dividendo potranno essere perseguite dalla Società anche nel corso dei successivi anni di piano considerando un *payout ratio* consolidato costante e coincidente con quello annunciato.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY22A-26E



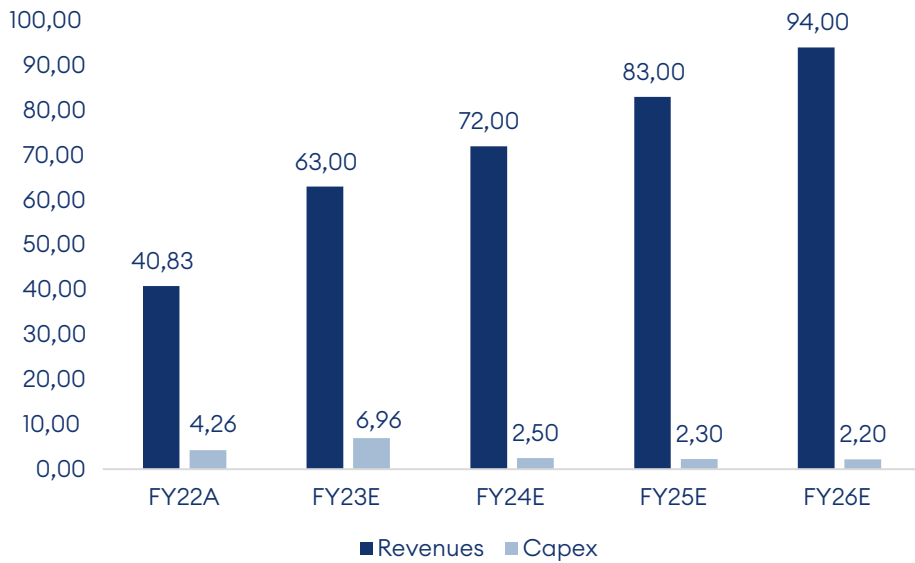
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY22A-26E



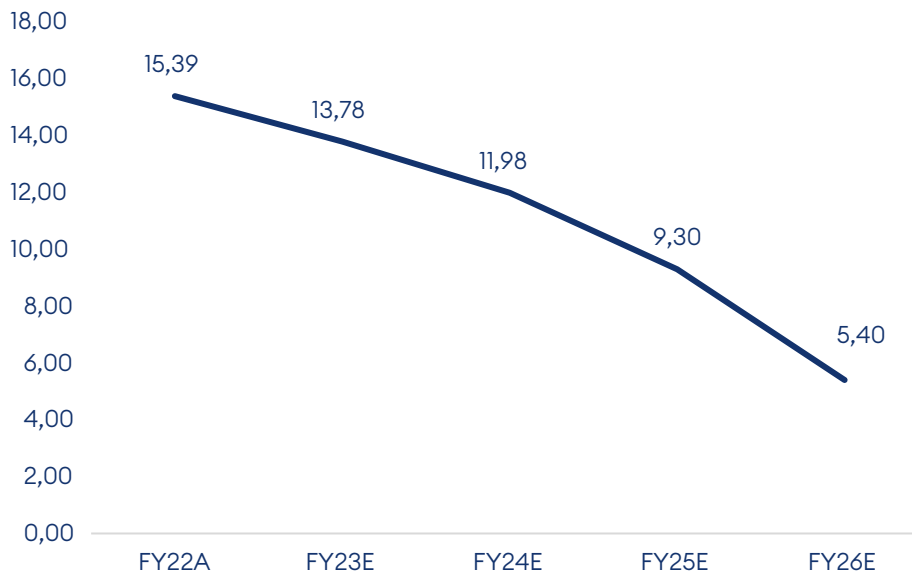
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY22A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP FY22A-26E



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di G.M. Leather sulla base della metodologia DCF.

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			10,87%
D/E 53,85%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 1,00	α (specific risk) 2,50%
K_d 2,50%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,39	K_e 15,75%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 10,87%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	17,4	20%
TV actualized DCF	71,6	80%
Enterprise Value	89,0	100%
NFP (FY22A)	15,4	
Equity Value	73,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€ 73,6 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
	2,5%	112,4	102,6	94,0	86,4	79,8	73,8	68,5
	2,0%	105,0	96,2	88,5	81,7	75,6	70,2	65,3
	1,5%	98,5	90,6	83,6	77,4	71,9	66,8	62,3
	1,0%	92,8	85,6	79,3	73,6	68,5	63,8	59,6
	0,5%	87,7	81,2	75,4	70,1	65,4	61,1	57,2
	0,0%	83,2	77,2	71,9	67,0	62,6	58,6	54,9
	-0,5%	79,1	73,6	68,7	64,2	60,0	56,3	52,8

Source: Integrae SIM

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	
Equity Value DCF (€/mln)	73,6
Target Price (€)	6,55

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 73,6 mln. **Il target price è quindi di € 6,55 (prev. € 6,45). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	17,9 x	12,2 x	10,3 x	9,0 x
EV/EBIT	27,0 x	17,4 x	13,9 x	11,4 x
P/E	36,6 x	22,6 x	17,5 x	13,9 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	6,9 x	4,7 x	4,0 x	3,4 x
EV/EBIT	10,3 x	6,7 x	5,3 x	4,4 x
P/E	9,3 x	5,8 x	4,5 x	3,5 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
15/07/2022	1,78	Buy	6,30	Medium	Initiation of Coverage
12/08/2022	1,70	Buy	6,20	Medium	Breaking News
03/10/2022	1,56	Buy	6,45	Medium	Update
27/02/2023	1,75	Buy	6,45	Medium	Breaking News

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or 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, Integræ SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the G.M. Leather SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by G.M. Leather SpA;
- It carries out media marketing activities on behalf of G.M. Leather SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.