

UPDATE

EQUITY RESEARCH

G.M. Leather

Euronext Growth Milan | Tannery | Italy

Produzione 10/04/2024, h. 18:30

Pubblicazione 11/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 5,30

prev. € 5,30

Risk



Medium

Upside potential

345,2%

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	40,9	50,0	55,0	65,0
VoP	41,7	50,5	55,5	65,5
EBITDA	6,2	7,6	8,5	10,2
EBIT	3,9	5,0	5,7	7,4
Net Income	2,0	3,0	3,6	4,9
EBITDA margin	15,1%	15,2%	15,5%	15,7%
EBIT margin	9,6%	10,0%	10,4%	11,3%
Net Income margin	5,0%	6,0%	6,5%	7,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,19
Target price	€ 5,30
Upside/(Downside) potential	345,2%
Ticker	GML IM
Market Cap (€/mln)	€ 13,37
EV (€/mln)	€ 39,02
Free Float	13,62%
Share Outstanding	11.235.750
52-week high	€ 1,82
52-week low	€ 1,12
Average daily volumes (3 months)	8.016

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.itEdoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,0%	-11,2%	-19,0%	-28,7%
to FTSE Italia Growth	-0,6%	-9,6%	-20,3%	-15,5%
to Euronext STAR Milan	-1,4%	-11,4%	-34,9%	-25,9%
to FTSE All-Share	-1,9%	-22,6%	-41,9%	-52,0%
to EUROSTOXX	-0,8%	-23,1%	-40,6%	-44,8%
to MSCI World Index	-1,5%	-20,3%	-37,9%	-52,2%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	6,3 x	5,1 x	4,6 x	3,8 x
EV/EBIT	9,9 x	7,8 x	6,8 x	5,3 x
P/E	6,6 x	4,5 x	3,7 x	2,7 x

FY23A Results

Il valore dei Ricavi si attesta su un valore di € 40,90 mln, in linea rispetto a un valore pari a € 40,83 mln registrato a fine 2022 e leggermente inferiore a € 45,50 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA, pari a € 6,18 mln, registra un incremento pari al 24,2% rispetto ai € 4,98 mln dell'esercizio precedente e risulta in linea alle nostre precedenti stime pari a € 6,18 mln. L'EBITDA *Margin*, pari al 15,1%, risulta superiore rispetto al dato dell'esercizio precedente (12,2%) e alle nostre stime (13,2%). L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,26 mln (€ 1,68 nel FY22A), si attesta a € 3,92 mln (€ 3,30 mln nel FY22A), rispetto a nostre stime pari a € 3,80 mln. Il Net Income si attesta a € 2,04 mln (€ 2,01 mln nel FY22A), in linea rispetto a € 2,10 mln delle nostre precedenti stime.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Ricavi FY24E pari a € 50,00 mln ed un EBITDA pari a € 7,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei Ricavi possa aumentare fino a € 77,00 mln (CAGR 23A-27E: 17,1%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 12,35 mln (corrispondente ad una marginalità del 16,0%), in crescita rispetto a € 6,18 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 15,1%). A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP per il FY24E, giungendo a un valore pari a circa € 22,44 mln di debito.

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 € 59,5 mln. Il target price è di € 5,30, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	40,83	40,90	50,00	55,00	65,00	77,00
Other Revenues	1,54	0,81	0,50	0,50	0,50	0,60
Value of Production	42,37	41,71	50,50	55,50	65,50	77,60
COGS	20,62	17,26	20,80	22,80	26,80	31,70
Services	11,61	11,86	14,40	15,75	18,55	21,80
Use of assets owned by others	0,76	0,76	0,90	1,00	1,20	1,40
Employees	4,10	5,37	6,50	7,10	8,35	9,85
Other Operating Expenses	0,30	0,27	0,30	0,35	0,40	0,50
EBITDA	4,98	6,18	7,60	8,50	10,20	12,35
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,2%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,0%</i>
D&A	1,68	2,26	2,60	2,80	2,85	3,00
EBIT	3,30	3,92	5,00	5,70	7,35	9,35
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,1%</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,1%</i>
Financial Management	(0,98)	(1,16)	(0,90)	(0,80)	(0,70)	(0,70)
EBT	2,32	2,77	4,10	4,90	6,65	8,65
Taxes	0,31	0,73	1,10	1,30	1,75	2,35
Net Income	2,01	2,04	3,00	3,60	4,90	6,30

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	5,84	11,66	12,50	11,20	9,85	8,35
Account receivable	16,38	11,94	14,10	15,05	17,80	21,10
Inventories	10,81	24,28	24,50	25,00	27,60	30,50
Account payable	7,48	10,23	12,45	13,70	16,30	19,20
Operating Working Capital	19,71	26,00	26,15	26,35	29,10	32,40
Other receivable	3,49	4,41	3,70	3,85	4,60	5,50
Other payable	1,56	2,34	2,60	2,90	3,00	3,10
Net Working Capital	21,64	28,06	27,25	27,30	30,70	34,80
Severance Indemnities & Other Provisions	0,37	0,62	0,85	0,95	1,10	1,30
NET INVESTED CAPITAL	27,10	39,11	38,90	37,55	39,45	41,85
Share capital	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Reserves	9,59	11,30	13,34	16,34	19,94	24,84
Net Income	2,01	2,04	3,00	3,60	4,90	6,30
Equity	11,72	13,46	16,46	20,06	24,96	31,26
Cash & cash equivalents	1,18	1,95	2,56	4,51	5,51	7,41
Short term financial debt	9,30	15,59	14,00	12,00	11,00	10,00
M/L term financial debt	7,27	12,02	11,00	10,00	9,00	8,00
Net Financial Position	15,39	25,65	22,44	17,49	14,49	10,59
SOURCES	27,10	39,11	38,90	37,55	39,45	41,85

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	3,92	5,00	5,70	7,35	9,35
Taxes	0,73	1,10	1,30	1,75	2,35
NOPAT	3,20	3,90	4,40	5,60	7,00
D&A	2,26	2,60	2,80	2,85	3,00
Change in NWC	(6,43)	0,81	(0,05)	(3,40)	(4,10)
Change in receivable	4,43	(2,16)	(0,95)	(2,75)	(3,30)
Change in inventory	(13,47)	(0,22)	(0,50)	(2,60)	(2,90)
Change in payable	2,75	2,22	1,25	2,60	2,90
Change in others	(0,14)	0,96	0,15	(0,65)	(0,80)
Change in provisions	0,25	0,23	0,10	0,15	0,20
OPERATING CASH FLOW	(0,73)	7,55	7,25	5,20	6,10
Capex	(8,08)	(3,44)	(1,50)	(1,50)	(1,50)
FREE CASH FLOW	(8,81)	4,11	5,75	3,70	4,60
Financial management	(1,16)	(0,90)	(0,80)	(0,70)	(0,70)
Change in Financial debt	11,04	(2,61)	(3,00)	(2,00)	(2,00)
Change in equity	(0,30)	(0,00)	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,78	0,60	1,95	1,00	1,90

Source: G.M. Leather and Integrae SIM estimates

Company Overview

G.M. LEATHER è una società costituita nel 2011 ed è a capo del Gruppo G.M., fondato nel 1976 dalla Famiglia Marcigaglia mediante la costituzione delle società, attualmente interamente controllate dall’Emittente, SNAM di Marcigaglia Antonio & C Srl e successivamente di Genesi Srl. Il Gruppo, attivo da oltre 45 anni e con sede ad Arzignano (Vicenza) nel più grande distretto conciario italiano, è una realtà manifatturiera che rappresenta a pieno titolo il Made in Italy attraverso lavorazioni ad elevato valore aggiunto di pelli destinate alla realizzazione di prodotti per i settori luxury (pelletteria e calzatura) e lifestyle (arredamento di media e alta gamma). Opera mediante 3 siti di circa 25.000 mq coperti complessivi, con una capacità produttiva di oltre 3 milioni di mq di pelli di prodotto finito a ciclo completo. Le attività di approvvigionamento della materia prima (pelli grezze bovine e pelli semilavate) sono svolte dall’Emittente e dalla controllata Snam, mentre le lavorazioni a maggiore valore aggiunto sono affidate alla controllata Genesi. Il Gruppo è all’avanguardia nella gestione delle tematiche relative all’economia circolare, in quanto trasforma uno scarto dell’industria alimentare in un prodotto naturale, durevole, riciclabile e simbolo del Made in Italy, evitando così il rilevante impatto ambientale che deriverebbe dallo smaltimento in discarica o dall’incenerimento. Il gruppo, inoltre, adotta da tempo le migliori politiche ESG ed è un promotore attento ed attivo per quanto riguarda il benessere degli animali, la trasparenza della filiera e la tracciabilità ed offre un eccellente livello di servizio, anche in virtù di importanti vantaggi tecnologici distintivi, frutto degli ingenti investimenti effettuati negli anni in R&D, in risorse umane ed impianti di ultima generazione.

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	40,90	6,18	15,1%	3,92	2,04	25,65
FY23E	45,50	6,00	13,2%	3,80	2,10	21,98
Change	-10,1%	3,1%	1,9%	3,3%	-2,8%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Simone Voltolin, Amministratore Delegato di G.M. Leather, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Chiudiamo con soddisfazione il 2023, un anno complessivamente molto difficile sia per l’economia in generale sia per il nostro settore. Il nostro gruppo grazie ai continui ingenti investimenti, alle scelte strategiche ed all’impegno di tutti i collaboratori, ha realizzato performance economiche e finanziarie che riteniamo distintive e caratterizzanti. Oltre alla rilevante attività di R&D ed agli investimenti nel campo dell’innovazione, finalizzata a consolidare la presenza nel segmento del lifestyle ed accrescere quella nel mercato strategico del luxury, il 2023 è stato caratterizzato dagli investimenti strategici nel ramo d’azienda “Divisione Palladio” e nelle materie prime, per diversi motivi ed obiettivi, tra questi: accrescere la capacità competitiva del “gruppo” a fronte di acquisti di pelli e lavorazioni internalizzate effettuate ottimizzando i costi, aumentare la marginalità attuale e prospettica, sterilizzare attraverso questi investimenti strategici eventuali ulteriori effetti esogeni non governabili, che in questi ultimi anni hanno influenzato negativamente ed in misura rilevante l’economia, quali le tensioni sui prezzi delle materie prime, delle utilities, del costo del denaro e non subire eventuali problematiche relative all’approvvigionamento, quali carenze di materia prima sul mercato e/o dilatazione dei tempi sui trasporti internazionali in conseguenza delle tensioni geo/politiche in essere ed emergenti. Gli investimenti effettuati in un momento di difficoltà del contesto economico e di mercato, sottolineano con decisione la volontà del Gruppo GM di essere un’azienda protagonista del prossimo futuro, veloce, in grado di offrire un ampio portafoglio articoli e rispondere prontamente alle richieste della clientela, con prodotti tailor made, grazie alla capacità ed esperienza acquisite.”*

Il valore dei Ricavi si attesta su un valore di € 40,90 mln, in linea rispetto a un valore pari a € 40,83 mln registrato a fine 2022 e leggermente inferiore a € 45,50 mln stimati nel nostro precedente report.

L’EBITDA, pari a € 6,18 mln, registra un incremento pari al 24,2% rispetto ai € 4,98 mln dell’esercizio precedente e risulta in linea alle nostre precedenti stime pari a € 6,18 mln. L’EBITDA Margin, pari al 15,1%, risulta superiore rispetto al dato dell’esercizio precedente (12,2%) e alle nostre stime (13,2%). L’aumento dell’EBITDA nel corso del FY23A è dovuto principalmente all’internazionalizzazione del processo produttivo tramite la “Divisione Palladio” e all’incremento del fatturato del segmento *luxury*.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,26 mln (€ 1,68 nel FY22A), si attesta a € 3,92 mln (€ 3,30 mln nel FY22A), rispetto a nostre stime pari a € 3,80 mln. L'EBIT *Margin* risulta pari al 9,6%, rispetto al dato FY22A del 8,1% e nostre stime pari al 8,4%.

Il Net Income si attesta a € 2,04 mln (€ 2,01 mln nel FY22A), in linea rispetto a € 2,10 mln delle nostre precedenti stime. Si evidenzia, inoltre, l'incremento moderato degli oneri finanziari che mostra una gestione prudente dell'indebitamento, oltre a un'attività di copertura dei rischi di cambio non speculativa ma ben ponderata.

La NFP, infine, mostra un aumento da € 15,39 mln di debito del FY22A a € 25,65 mln del FY23A. L'aumento della NFP si deve principalmente agli investimenti chiave nella "Divisione Palladio" e nell'acquisto di materie prime. È importante sottolineare anche gli investimenti in ricerca e sviluppo (R&D), in linea con gli obiettivi strategici di rafforzamento nel settore tradizionale del *lifestyle* e di espansione nel mercato del lusso, nonché quelli volti a migliorare la produzione, l'innovazione tecnologica e la sostenibilità effettuati nel corso dell'anno. Questi ultimi miravano a rafforzare l'offerta commerciale, a incrementare l'efficienza produttiva e ambientale del gruppo. In totale, il valore di questi investimenti ha raggiunto circa € 19,30 mln, al netto degli ammortamenti, di fronte a un incremento della NFP di circa € 10,30 mln.

Il Gruppo nel corso dell'anno, con l'obiettivo di sviluppare l'ingresso nel mercato inglese, ha concluso anche l'acquisizione della maggioranza della società commerciale di diritto inglese "Nene Valley". Recentemente, invece, è stata perfezionata l'acquisizione del 18,92% di CHIORINO TECHNOLOGY SpA, azienda manifatturiera specializzata nella lavorazione di pelli per il settore luxury e moda, fondata all'inizio degli anni '80 da Lorenzo Chiorino a Biella e acquisita nel 2018 da ARCADIA, un'importante gestore di fondi di private equity focalizzato sulle PMI italiane. CHIORINO TECHNOLOGY annovera tra i suoi clienti brand internazionali del mondo della moda, soprattutto nel segmento delle pelletterie e delle calzature di lusso.

Si evidenzia, infine, che il Gruppo continuerà a seguire le più avanzate pratiche in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG), a favorire il benessere animale, a garantire trasparenza e tracciabilità lungo tutta la catena di fornitura, considerando queste azioni non solo distintive ma anche cruciali per la sua crescita futura, rimanendo in prima linea nella gestione di questioni legate all'economia circolare.

FY24E – FY27E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-27E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues				
New	50,0	55,0	65,0	77,0
Old	56,5	64,5	69,5	n/a
Change	-11,5%	-14,7%	-6,5%	n/a
EBITDA				
New	7,6	8,5	10,2	12,4
Old	7,5	8,6	9,3	n/a
Change	1,3%	-1,2%	9,1%	n/a
EBITDA %				
New	15,2%	15,5%	15,7%	16,0%
Old	13,3%	13,3%	13,5%	n/a
Change	1,9%	2,1%	2,2%	n/a
EBIT				
New	5,0	5,7	7,4	9,3
Old	5,0	5,8	6,4	n/a
Change	0,0%	-1,7%	14,8%	n/a
Net Income				
New	3,0	3,6	4,9	6,3
Old	2,8	3,3	3,6	n/a
Change	7,1%	9,1%	36,1%	n/a
NFP				
New	22,4	17,5	14,5	10,6
Old	19,2	16,8	13,7	n/a
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

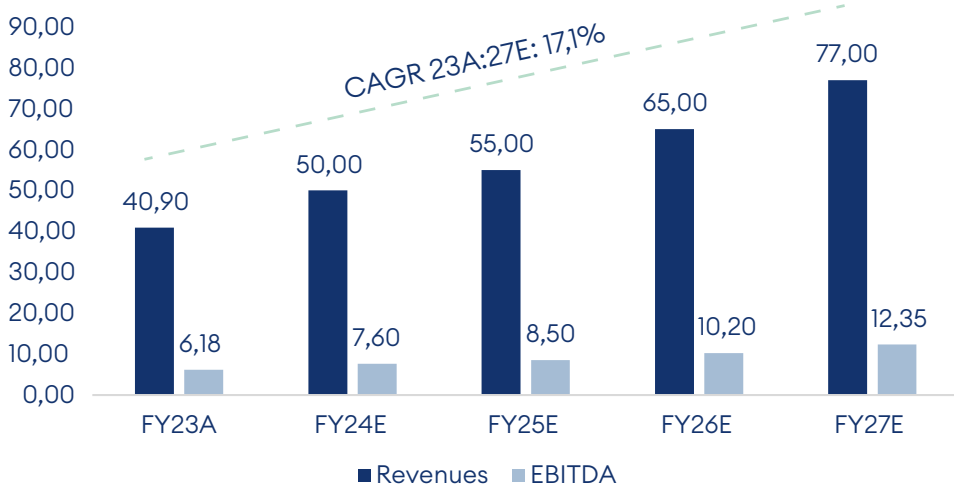
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Ricavi FY24E pari a € 50,00 mln ed un EBITDA pari a € 7,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei Ricavi possa aumentare fino a € 77,00 mln (CAGR 23A-27E: 17,1%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 12,35 mln (corrispondente ad una marginalità del 16,0%), in crescita rispetto a € 6,18 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 15,1%).

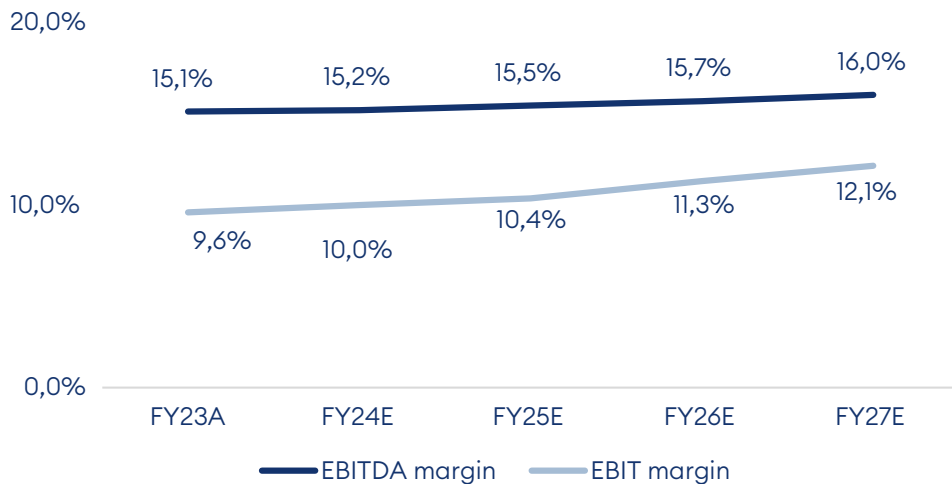
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP per il FY24E, giungendo a un valore pari a circa € 22,44 mln di debito.

CHART 1 - REVENUES AND EBITDA FY23A-27E



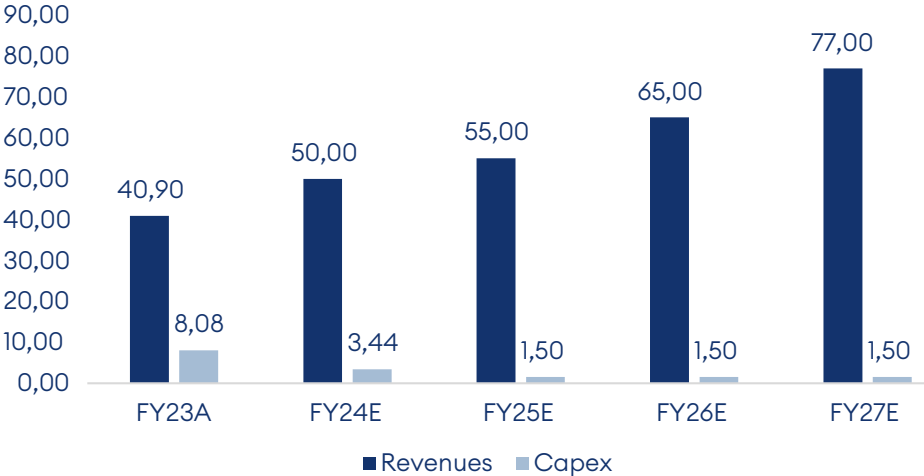
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY23A-27E



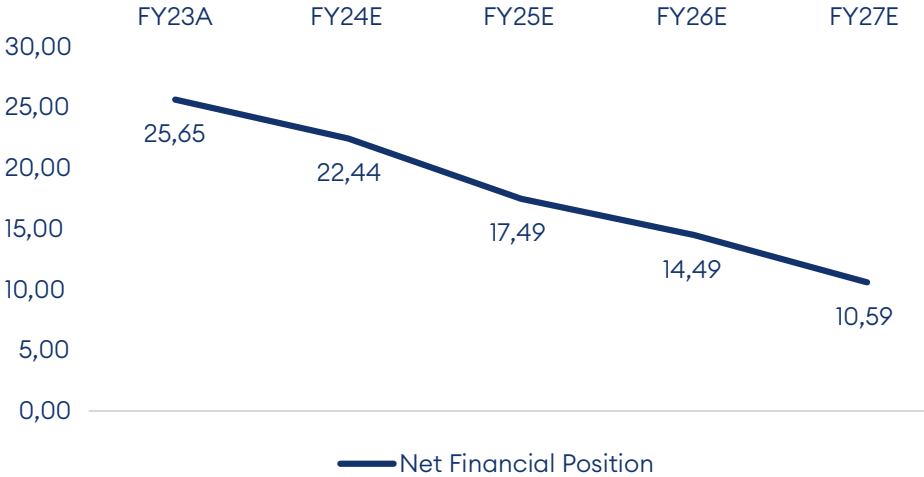
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY23A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP FY23A-27E



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				9,16%
D/E 150,00%	Risk Free Rate 3,14%	β Adjusted 1,7	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,50%	Market Premium 7,81%	β Relevered 2,1	K_e 19,11%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 9,16%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	19,2	23%
TV actualized DCF	66,0	77%
Enterprise Value	85,2	100%
NFP (FY23A)	25,7	
Equity Value	59,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 59,5 mln.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
	3,0%	110,0	96,3	85,0	75,6	67,6	60,7	54,7
	2,5%	98,8	87,3	77,6	69,4	62,4	56,3	51,0
	2,0%	89,5	79,7	71,3	64,1	57,9	52,4	47,6
	1,5%	81,8	73,2	65,9	59,5	53,9	49,0	44,6
	1,0%	75,2	67,7	61,2	55,5	50,4	45,9	41,9
	0,5%	69,6	62,9	57,1	51,9	47,3	43,2	39,5
	0,0%	64,7	58,7	53,4	48,7	44,5	40,7	37,3

Source: Integrae SIM

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Equity Value	
Equity Value DCF (€/mln)	59,5
Target Price (€)	5,30

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* pari a circa € 59,5 mln. **Il target price è quindi di € 5,30 (prev. € 5,30). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	13,8 x	11,2 x	10,0 x	8,4 x
EV/EBIT	21,7 x	17,0 x	14,9 x	11,6 x
P/E	29,2 x	19,8 x	16,5 x	12,1 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	6,3 x	5,1 x	4,6 x	3,8 x
EV/EBIT	9,9 x	7,8 x	6,8 x	5,3 x
P/E	6,6 x	4,5 x	3,7 x	2,7 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
27/02/2023	1,75	Buy	6,45	Medium	Breaking News
11/04/2023	1,67	Buy	6,55	Medium	Update
14/06/2023	1,55	Buy	6,55	Medium	Breaking News
04/10/2023	1,40	Buy	5,30	Medium	Update
16/11/2023	1,49	Buy	5,30	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. 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, 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.

At the time of publication of the document, Integræ SIM owns 0,61% of the Company's share capital, deriving from the activity of specialists.

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.