

FINANCE **gala** by **ISIM**
NTEGRÆ

————— *Special Edition* —————

DEEP

MADE IN

ITALY

A cura di:

Mattia Petracca

Alessandro Colombo

Edoardo Pezzella

Giuseppe Riviello

Table of Contents

Introduzione	1
1. Il Made in Italy	2
2. Analisi Empirica	10
2.1 Panel Made in Italy	11
2.2 Trend IPO sul mercato Euronext Growth Milan	12
2.3 Analisi fondamentale	14
2.4 Analisi performance di mercato	15
2.5 Analisi valutativa	17
3. Deep Made in Italy	20
Conclusione	40
4. Appendice	43

Introduzione

Il presente studio è incentrato sul tema del *Made in Italy*, espressione che, grazie alla fama acquisita nell'ultimo ventennio, rappresenta in tutto il mondo un vero e proprio *brand* che racchiude caratteristiche distintive quali unicità, artigianalità, originalità, creatività e attenzione al dettaglio.

Lo studio si sviluppa in tre capitoli. Nel primo, si offre un'*overview* sul *Made in Italy*, definito come un complesso di beni, trasversali ad un insieme di settori, che la collettività a livello globale ritiene strettamente connessi all'identità del nostro Paese. Il capitolo indaga sul valore del brand *Made in Italy* nel mondo, analizzandone i più recenti *trend* di mercato compreso l'andamento nei periodi pre e post-pandemia Covid-19 nonché l'impatto della diffusione della pandemia sul settore. La panoramica si conclude affrontando gli attuali fenomeni della contraffazione e dell'*Italian Sounding*, facendo emergere i danni economici da essi causati e proponendo alle società del *Made in Italy* alcune strategie per contrastarli, o quantomeno limitarne la diffusione.

La prima parte introduttiva è seguita da una serie di analisi empiriche, esposte nel secondo capitolo, relative all'andamento delle *performance* delle società classificabili come *Made in Italy* quotate sul mercato Euronext Growth Milan ("EGM") di Borsa Italiana, con l'obiettivo di dimostrare quanto esposto nel primo capitolo. In particolare, una volta identificato un *panel* composto da 56 società ed esaminato l'andamento dell'attività di *Initial Public Offering* delle PMI sul mercato Euronext Growth Milan nel periodo 2018-2022, è stata condotta dapprima un'analisi fondamentale, focalizzata sull'identificazione e l'approfondimento di variabili economiche quali i ricavi di vendita e l'EBITDA delle imprese negli ultimi due anni, distinguendo tra società *Made in Italy* e altre società del listino EGM. Successivamente, è stata effettuata un'analisi della *performance* di mercato dei titoli, osservando la variazione dei prezzi dei titoli quotati negli ultimi due anni con l'obiettivo di verificare e quantificare il maggior valore riconosciuto dal mercato alle società *Made in Italy*. Infine, il capitolo presenta un'analisi valutativa, che si compone di due sezioni; la prima ha lo scopo di indagare sul valore riconosciuto dal mercato in termini di potenziale di crescita del valore azionario previsto dagli analisti, distinguendo tra società *Made in Italy* e altre società del listino EGM. La seconda sezione, mediante un'analisi dei multipli di settore del *panel* del comparto *Made in Italy* e delle società quotate appartenenti ai principali mercati europei, si propone l'obiettivo di verificare l'esistenza di un possibile diverso apprezzamento del mercato per l'eccellenza italiana rispetto al resto dell'Europa.

Il terzo capitolo, infine, introduce il concetto di *Deep Made in Italy* come una nuova tipologia di *cluster* composta da un insieme di società caratterizzate non solo dalle peculiarità tradizionali che contraddistinguono quelle appartenenti al comparto *Made in Italy*, ma anche da aspetti di tipo "caratteriale", quali il genio italiano, il modo di fare impresa e il loro impatto sociale e ambientale sul Paese.

1. Il Made in Italy

Cosa si intende per Made in Italy?

Risulta estremamente complesso definire in modo univoco il concetto di *Made in Italy*, in quanto questo cela diverse sfaccettature al suo interno. L'espressione letteralmente significa "lavorato in Italia" e "realizzato da materia prima italiana", ma, sebbene nell'etichettare un prodotto come *Made in Italy* sia essenziale che il processo produttivo venga svolto in Italia utilizzando materia prima italiana, questi non sono gli unici fattori da considerare. Un elemento importante è rappresentato dal cosiddetto *country effect*, che ricopre un ruolo rilevante nell'associazione di un prodotto ad un determinato Paese. La rilevanza del *country effect* risiede nel forte potere di influenza che un Paese è in grado di esercitare sui consumatori finali, inculcando in loro una determinata immagine di un prodotto: nel contesto italiano, i consumatori tendono ad associare all'idea di "*Made in Italy*" tutti quei prodotti che presentano caratteristiche affini all'identità del Paese Italia, riconducibili alla bandiera dell'italianità nel mondo, che si identificano:

- nella qualità dei materiali;
- nell'accuratezza delle lavorazioni;
- nel design;
- nella riconoscibilità della manifattura italiana.

Pertanto, è possibile attribuire l'etichetta *Made in Italy* a quei prodotti di elevata qualità che si distribuiscono in tutti i comparti produttivi, ma che trovano la loro massima espressione nelle produzioni maggiormente legate al gusto e alla creatività. Beneficiano quindi in misura maggiore del *country effect* le categorie legate alle cosiddette "3F": *food, fashion & furniture*.

Coerentemente con questo ragionamento, definiamo il *Made in Italy* come un complesso di beni, trasversali ad un insieme di settori, che la collettività a livello globale ritiene strettamente connessi all'identità del nostro Paese, marcatamente proposta e ribadita dai media.

Negli ultimi anni i social media e la cultura di massa hanno instaurato un'idea ben definita del "vivere italiano", che è diventato sinonimo di "vivere bene", secondo i principi di qualità e raffinatezza, in ogni aspetto della vita quotidiana. Ed è proprio la riconoscibilità dell'italianità come caratteristica di un prodotto, ormai diffusa e affermata in tutto il mondo, che induce gli acquirenti finali a ricercare sempre di più prodotti etichettati come *Made in Italy* e a riconoscere ad essi un valore superiore.

Le aziende *Made in Italy* puntano quindi ad implementare una strategia basata sulla scelta della qualità rispetto alla quantità, che sia in grado di rendere evidenti i segni distintivi del prodotto, facendolo percepire al consumatore come unico e diverso rispetto a beni aventi funzionalità analoghe o simili. È ovvio però che tutto ha un prezzo; all'unicità e alla manifattura di elevata qualità che caratterizzano i prodotti *Made in Italy*, infatti, corrispondono prezzi di vendita significativamente più elevati, che comunque i consumatori finali sono disposti a sostenere per acquistare un prodotto degno di questa etichetta. In molti casi, proprio per via dell'unicità e dei tratti distintivi, i prodotti *Made in Italy* vengono collocati in un mercato di nicchia, in cui l'offerta è caratterizzata da un ridotto numero di *competitor* e la domanda da consumatori evoluti, attenti alla qualità e al buon gusto.

Qual è il valore del brand Made in Italy nel mondo?

Table 1 – Brand Value and Brand Strength 2020 – 2021

Brand Value		Brand Strength	
2020	\$ 1,776 bn	2020	67,5/100
2021	\$ 1,985 bn	2021	68,3/100
Change	+11,8%	Change	+0,9%

Source: Brand Finance, 2021

Secondo quanto riportato nella ricerca Nation Brands di Brand Finance del 2021, avente lo scopo di stimare l’impatto economico della reputazione nazionale di un Paese sull’economia globale, l’Italia si è posizionata al 9° posto come marchio nazionale di maggior valore al mondo, registrando un aumento dell’11,8% rispetto al 2020 e raggiungendo un valore di quasi 2.000 miliardi di dollari.

Considerando, invece, la forza del marchio nazionale nello specifico, l’Italia nel 2021 è scesa dalla 28° alla 32° posizione con un punteggio del *Brand Strength Index* (BSI) di 68,3 su 100. Il calo dell’Italia nella classifica BSI è interamente riconducibile alla gestione della pandemia da parte del nostro Paese, che non ha soddisfatto le aspettative del mercato. A questo si è aggiunta anche la scarsa capacità di comunicare in maniera efficace l’immagine del *brand* Italia.

Sebbene l’Italia nella classifica BSI del 2021 sia scesa di posizione, rispetto al 2020, ha guadagnato quasi 1 punto. Per cui, in questo senso, la *performance* del Paese è più forte di quella di Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Giappone, India, Cina e Germania, che, nonostante si siano classificati più in alto, hanno perso tra gli 8 e i 2 punti.

Quale trend per il mercato del Made in Italy?

Il mercato del *Made in Italy* rappresenta una parte consistente delle esportazioni complessive dell’Italia ed è trasversale più o meno a tutti i settori, sebbene mostri valori più rilevanti nei settori afferenti alle sopracitate “3F” (*Fashion, Food e Furniture*).

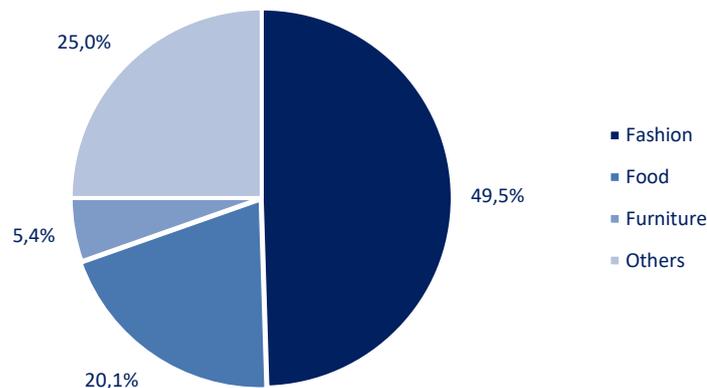
Due classificazioni internazionali in uso presso il Dipartimento di statistiche sul commercio internazionale delle Nazioni Unite, ossia la classificazione *Harmonized System* (HS) e la classificazione per *Broad Economic Categories* (BEC), suggeriscono che nel 2019 il numero di prodotti esportati dall’Italia, distinguibili in beni intermedi, beni di investimento e beni finali di consumo, è pari a 4.393, di cui 1.130 sono beni finali di consumo. Tra questi spiccano le “eccellenze”, ossia quei beni per cui l’Italia gode di un vantaggio competitivo rispetto ai suoi principali concorrenti, che ammontano a 628, e che sono principalmente legati ai comparti abbigliamento e alimentare. Le “eccellenze” classificate come prodotti *Made in Italy* sono state individuate sulla base del valore unitario medio, che deve essere pari o superiore al 75esimo percentile della distribuzione di tutti i Paesi che esportano un dato prodotto (i.e. premio di prezzo), oppure sulla base dei volumi esportati, che, a parità di prezzo, devono risultare marcatamente più elevati. Le “eccellenze” che presentano un premio di prezzo medio più elevato sono rappresentate dai comparti veicoli a motore (84,8%) e abbigliamento (74,1%).

Situazione pre-pandemia

Effettuando una ripartizione settoriale incentrata sulle “3F”, sulla base dei dati elaborati dal Centro Studi Confindustria relativi al periodo 2017-2019, si osserva che:

- i comparti legati al *Fashion* (pelletteria, abbigliamento, calzature, occhialeria, gioielleria-oreficeria) costituiscono la parte predominante dei prodotti *Made in Italy* con 311 categorie di beni considerati eccellenze, poco meno della metà del totale;
- i comparti legati al *Food* (alimentare e bevande) contano 126 categorie di beni considerati eccellenze;
- i comparti legati al *Furniture* (legno e arredo, ceramica e vetro) contano sole 34 categorie di beni considerati eccellenze;
- la parte residuale, che conta 157 categorie di beni considerati eccellenze, si riferisce ai comparti chimica, farmaceutica e cosmetica, elettrotecnica ed elettronica, veicoli a motore, nautica e ad altre categorie.

Chart 1 –Made in Italy Excellences in the World by sector



Source: Centro Studi Confindustria, 2021

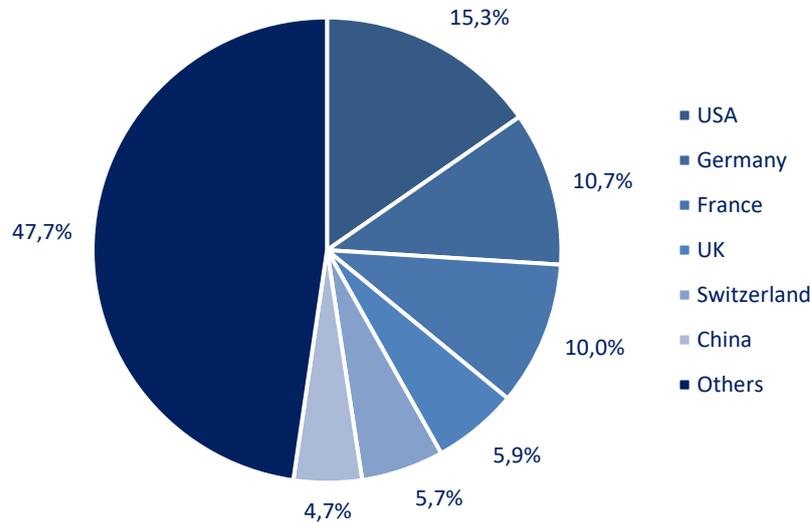
In media i prodotti *Made in Italy* sono stati venduti ad un prezzo più elevato del 48,0% durante il triennio 2017-2019, rispetto al premio del 41,0% goduto nel triennio precedente. Considerando il periodo 2017-2019, mentre la domanda mondiale cresceva ad un ritmo medio annuo del 3,6%, le esportazioni italiane hanno registrato un incremento del 5,5%, con una variazione della quota di mercato dell’*export* pari al 2,0%.

Le esportazioni dei prodotti *Made in Italy* sono dirette sostanzialmente verso i mercati industriali avanzati, quali USA, Germania, Francia, Regno Unito e Svizzera, che insieme ne assorbono circa € 114,00 mld, mentre ammonta a circa € 20,00 mld il quantitativo di eccellenze esportato verso i Paesi emergenti, quali Cina, Emirati Arabi Uniti, Russia, Arabia Saudita e Messico, che, sebbene offrano margini di crescita maggiori, presentano rischi sensibilmente più elevati¹.

¹ Dati di UN-Comtrade.

In particolare, nel periodo 2017-2019 i principali mercati di sbocco per le esportazioni di prodotti *Made in Italy* sono risultati Stati Uniti (15,3%), Germania (10,7%), Francia (10,0%), Regno Unito (5,9%), Svizzera (5,7%) e Cina (4,7%), che insieme pesano oltre la metà dell'intera quota dell'*export* italiano².

Chart 2 – Main end Markets for Made in Italy Products 2017 - 2019



Source: Centro Studi Confindustria, 2021

Impatto della pandemia

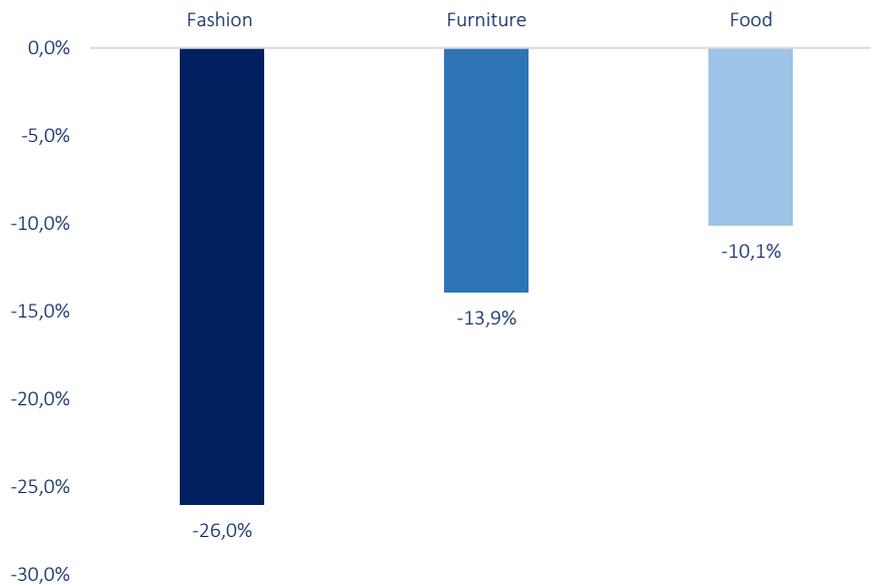
Nel corso del 2020, l'emergenza sanitaria da virus Sars-Cov2 e le conseguenti misure restrittive introdotte dai Governi per limitarne la diffusione, hanno avuto un impatto significativo sul commercio internazionale. A partire da marzo 2020, le esportazioni dei prodotti *Made in Italy* sono state considerevolmente inferiori allo stesso mese dell'anno precedente, toccando un minimo in aprile e maggio; solo da luglio le esportazioni hanno ripreso a crescere ad un ritmo comparabile, e leggermente superiore, allo stesso periodo del 2019, ma con un nuovo rallentamento in ottobre.

I settori più colpiti dalla crisi sono stati quelli legati al *Fashion*, che hanno subito una flessione del fatturato 2020 pari al 26,0%. Anche i settori legati al *Furniture* nel 2020 hanno mostrato una sensibile contrazione in termini di fatturato, stimata pari al 13,9%, mentre i settori legati al *Food* hanno visto una contrazione complessiva pari al 10,1%, attutita dall'aumento dei consumi domestici³.

² Dati di Measuring Export Competitiveness (MEC).

³ Centro Studi Confindustria, "Esportare la Dolce Vita", 2021.

Chart 3 – Sales decline in the Fashion, Food and Furniture sectors 2020



Source: Centro Studi Confindustria, 2021

Situazione post-pandemia

Nonostante il rallentamento della pandemia e l'avvio della campagna vaccinale anti Covid-19, nei primi mesi del 2021 il mercato del *Made in Italy* non ha mostrato una grande ripresa, a causa del mantenimento delle restrizioni volte a prevenire la diffusione del virus Sars-Cov2. Maggiormente colpito ancora una volta il comparto *Fashion*, in cui l'utile medio delle aziende attive nel settore è rimasto pressoché in territorio negativo; i comparti *Food* e *Furniture* nei primi mesi del 2021 hanno invece registrato una ripresa migliore, ma non tale da raggiungere i livelli pre-pandemia.

La vera e propria inversione di tendenza si è manifestata nella seconda parte del 2021, in cui tutti e tre i comparti hanno registrato, per la prima volta dal 2020, una crescita con valori abbastanza vicini a quelli osservati precrisi.

Chart 4 – Italian export trend of Made in Italy products 2020 – 2023


Source: PwC, 2021

I canali digitali hanno rappresentato il principale fattore trainante di uno sviluppo sempre più legato all'*e-commerce*. PwC, sulla base dei dati ISTAT, Ocse, Oxford Economics e Sace, stimando per il FY21A vendite a livello globale per € 461,00 mld, ha rilevato una crescita dell'esportazione italiana di prodotti *Made in Italy* del 9,3% rispetto al FY20A, in cui era stata registrata una flessione del 15,3%. Nel 2021 le piccole e medie imprese (PMI) hanno acquisito maggiore competitività nei principali mercati di sbocco, quali Germania, USA, Cina, Giappone, Corea del Sud, Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita. Pur se non con gli stessi ritmi, la crescita dell'*export* dei prodotti *Made in Italy* è proseguita nei primi mesi del 2022 (+5,5%) e proseguirà anche nel FY23E, in cui si stima un aumento del 4,8%⁴. La crescita sempre minore può essere imputabile al conflitto russo-ucraino, soprattutto con riferimento ai comparti arredamento, legno, abbigliamento e pelle, e alle conseguenti incertezze sulle catene del valore.

In quest'era post-Covid, le PMI dovrebbero tenere in considerazione che il consumatore finale tenderà ad essere sempre più attento al prezzo, a prediligere una *customer experience* sicura e accessibile e preferirà essere coinvolto in maniera digitale. Infine, l'attenzione ai temi della sostenibilità avrà un ruolo sempre più determinante nel valutare i *brand* e influenzare gli acquisti.

Cosa si intende per "contraffazione" e per "Italian Sounding"? Cosa differenzia i due fenomeni?

Il termine "contraffazione" fa riferimento ad illeciti relativi alla violazione del marchio registrato, delle denominazioni di origine (DOP, DOC, DOCG, IGP, ecc.), del logo, del design, del copyright, fino ad arrivare alla contraffazione del prodotto stesso, con implicazioni di carattere produttivo, talvolta molto gravi. Molto frequenti sono la falsa indicazione del *Made in Italy* per prodotti realizzati all'estero, l'abuso di indicazioni di marchi di qualità oppure l'uso di materiali nocivi per la salute.

⁴ PwC, 2021.

Il fenomeno dell'*Italian Sounding*, che grava soprattutto, ma non esclusivamente, sul settore agroalimentare, consiste nell'utilizzo di denominazioni, riferimenti geografici, immagini e combinazioni cromatiche che evocano l'Italia, inducendo ingannevolmente i consumatori finali meno attenti a credere di acquistare un prodotto italiano originale. La principale differenza tra i due fenomeni è di natura giuridica: mentre la contraffazione può essere impugnabile e sanzionabile da un punto di vista legale, lo stesso non vale per i prodotti di *Italian Sounding*.

L'economia italiana, innovativa, basata sulle conoscenze e globalizzata, vanta numerose industrie che producono prodotti di alta qualità, apprezzati e richiesti in tutto il mondo. Queste caratteristiche rappresentano i tratti distintivi di un'economia moderna e dinamica, ma rendono l'Italia particolarmente suscettibile ai rischi di contraffazione e pirateria a livello globale.

Perché risulta essenziale "lottare" contro i fenomeni della contraffazione e dell'*Italian Sounding*?

Nel corso degli anni la dimensione della contraffazione e i numeri di mercato dell'*Italian Sounding* hanno raggiunto livelli preoccupanti.

Chart 5 – Counterfeiting and Italian Sounding



Source: OCSE 2018 & Coldiretti 2019

Secondo una ricerca OCSE del 2018, il valore dei prodotti italiani contraffatti e piratati scambiati a livello globale si attesta a € 32,00 mld di euro, di cui il 16,7% riguarda prodotti di abbigliamento, il 15,4% prodotti legati all'ottica e all'elettronica e il 13,0% legati al settore alimentare. Tutto ciò implica gravi danni economici, soprattutto per le aziende italiane, le quali risultano essere le principali vittime dei suddetti fenomeni. Infatti, secondo l'OCSE, per le

aziende italiane il danno ammonta a € 24,00 mld, il che obbliga le stesse ad effettuare in media un taglio di circa 88.000 posti di lavoro. Importanti conseguenze si generano anche per l'erario, che subisce una perdita media di circa € 10,00 mld per mancati incassi di IVA, IRES e contributi previdenziali, che avrebbero potuto sostenere le imprese nel drammatico periodo di pandemia⁵. Inoltre, da uno studio condotto dalla Coldiretti, principale organizzazione degli imprenditori agricoli a livello nazionale ed europeo, emerge che nel 2019 il valore del falso *Made in Italy* ha raggiunto i 100 miliardi di euro, mostrando una crescita del 70,0% nel corso dell'ultimo decennio⁶.

Questi dati, estremamente preoccupanti, dovrebbero sensibilizzare le aziende del *Made in Italy* a porre un'attenzione crescente ai fenomeni della contraffazione e dell'*Italian Sounding*.

Con l'obiettivo di eliminare o quantomeno limitare l'entità dei danni economici, e quindi i fenomeni della contraffazione e dell'*Italian Sounding*, le PMI, produttrici di prodotti etichettabili come *Made in Italy*, potrebbero aumentare la riconoscibilità del *Made in Italy*:

- promuovendo la creazione di marchi propri, evitando di operare prevalentemente su filiere di subfornitura;
- predisponendo vetrine fisiche e online per la valorizzazione dei marchi italiani, oppure incrementando l'esposizione mediante i canali già esistenti;
- favorendo la crescita di reti e consorzi per potenziare la loro presenza sui mercati internazionali.

Questi si configurano come *driver* principali per continuare la lotta alla contraffazione del *Made in Italy* e alla diffusione del fenomeno dell'*Italian Sounding*.

Alla luce dell'entità dei danni causati dai suddetti fenomeni, che si ripercuotono non solo sulle imprese e sui consumatori, ma anche sul valore complessivo del *brand Made in Italy* e che la pandemia ha sensibilmente amplificato, si rendono necessarie azioni di prevenzione, protezione e contrasto, oltre che azioni di informazione e sensibilizzazione capillare volte a divulgare una maggiore conoscenza dei fenomeni. Un piano strategico in grado di tutelare interamente le filiere nazionali e di esaltare l'uso del brevetto e degli altri strumenti di difesa della proprietà intellettuale potrebbe essere un'arma efficace per vincere la lotta contro la contraffazione e l'*Italian Sounding*.

⁵ OCSE, "Il commercio di beni contraffatti e l'economia italiana. Tutelare la proprietà intellettuale dell'Italia", 20 giugno 2018.

⁶ Coldiretti, "Il falso *Made in Italy* sale a 100 mld, +70% in 10 anni", 24 febbraio 2019.

2. Analisi Empirica

In questo capitolo concentriamo l'attenzione sulle società classificabili come *Made in Italy* quotate sul segmento Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, riportando le risultanze di diverse analisi empiriche relativamente all'andamento delle performance sia in termini di crescita dei primari indicatori di bilancio che di andamento del titolo sul relativo indice di Borsa. La nostra analisi si basa su un campione di società selezionate tra le 184 società quotate sul listino Euronext Growth Milan ("EGM"), sulla base di caratteristiche distintive quali unicità, artigianalità, originalità, creatività e attenzione al dettaglio, che riflettono quindi l'immagine dell'italianità nel Mondo. Obiettivo dello studio è dimostrare quanto anticipato nel primo capitolo e verificare se effettivamente il *country effect* induce i consumatori e gli investitori a riconoscere un valore maggiore a quelle imprese che diffondono i valori del nostro Paese. In particolare, l'analisi si espande su diversi fronti:

- Analisi fondamentale, focalizzata sull'identificazione e l'approfondimento di variabili economiche come i ricavi di vendita e l'andamento dell'EBITDA delle imprese;
- Analisi della performance di mercato, in termini di andamento dei titoli in Borsa;
- Analisi valutativa, in termini di valore riconosciuto dal mercato in base al potenziale di crescita previsto dagli analisti e ai multipli di mercato.

2.1 Panel Made in Italy

La lavorazione svolta in Italia e la materia prima di origine italiana sono elementi essenziali per individuare un prodotto *Made in Italy*. Caratteristiche rilevanti ai fini dell'associazione di un prodotto al nostro Paese risultano la qualità dei materiali, l'accuratezza delle lavorazioni, il design e la riconoscibilità della manifattura italiana. Considerando i comparti produttivi, i prodotti *Made in Italy*, sebbene trasversali a tutti i settori, trovano la loro massima espressione nei segmenti *food, fashion e furniture*.

Come anticipato, come primo passo abbiamo individuato un campione di società quotate sul mercato EGM (*panel Made in Italy*) sulla base dei seguenti criteri:

- Appartenenza ad una delle 3 categorie del *Made in Italy: food, furniture e fashion*;
- Attività produttiva sul territorio italiano;
- Società che incarnano il concetto di *Made in Italy*.

L'applicazione di questi criteri ha restituito come risultato un *panel* composto da 56 società:

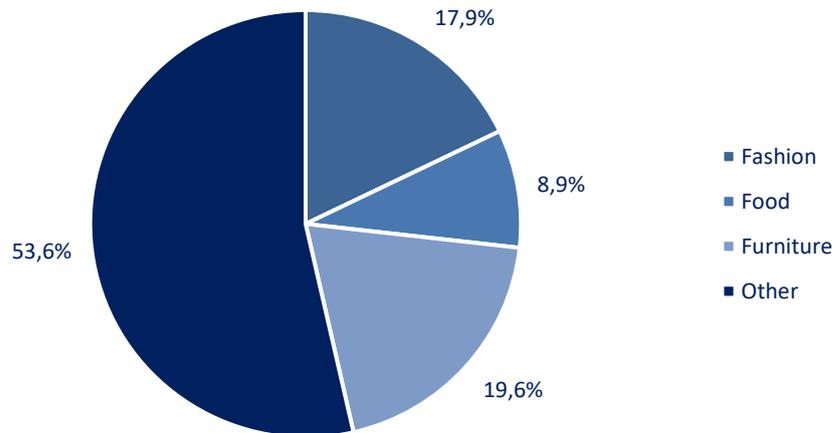
Table 2 – Panel Made in Italy

Askoll EVA S.p.A.	Gismondi 1754 S.p.A.	Nusco S.p.A.
Bellini Nautica S.p.A.	Grifal S.p.A.	Officina Stellare S.p.A.
Bifire S.p.A.	High Quality Food S.p.A.	OMER S.p.A.
Clabo S.p.A.	ILLA S.p.A.	OSAI Automation System S.p.A.
Cofle S.p.A.	ILPRA S.p.A.	Pattern S.p.A.
Cover 50 S.p.A.	Industrie Chimiche Forestali S.p.A.	Portale Sardegna S.p.A.
Culti Milano S.p.A.	Italia Independent Group S.p.A.	Powersoft S.p.A.
DESTINATION ITALIA S.p.A.	Italian Wine Brands S.p.A.	Pozzi Milano S.p.A.
ELES Semiconductor Equipment S.p.A.	Jonix S.p.A.	Racing Force S.p.A.
Eautomotion S.p.A.	Kolinpharma S.p.A.	Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.
Estrima S.p.A.	Labomar S.p.A.	Rosetti Marino S.p.A.
Fervi S.p.A.	Laboratorio farmaceutico ERFO S.p.A.	Sciuker Frames S.p.A.
Finlogic S.p.A.	Longino & Cardenal S.p.A.	Shedir Pharma Group S.p.A.
FOPE S.p.A.	Marzocchi Pompe S.p.A.	Svas Biosana S.p.A.
Franchi Umberto Marmi S.p.A.	Masi Agricola S.p.A.	Technoprobe S.p.A.
Friulchem S.p.A.	Matica Fintec S.p.A.	Tenax International S.p.A.
G.M leather S.p.A.	Medica S.p.A.	Ulisse Biomed S.p.A.
Gambero Rosso S.p.A.	Monnalisa S.p.A.	Vimi Fasteners S.p.A.
Gibus S.p.A.	Nice Footwear S.p.A.	

Source: Integrae SIM

Nel grafico sottostante si mostra una ripartizione in termini di settore delle società incluse nel panel *Made in Italy*. In particolare, sono stati esplicitati i settori *food, fashion e furniture*, che compongono rispettivamente l'8,9%, il 17,9% e il 19,6% del *panel*, mentre la categoria *other*, che compone il 53,6% del campione, comprende tutte le società classificabili come *Made in Italy* che operano in settori meno rappresentati. Tra questi, citiamo il settore *automotive* (che conta 4 società), il settore farmaceutico (5 società), e il settore *industrial* (9 società).

Chart 6 – Panel Breakdown by Sector



Source: Integrae SIM

2.2 Trend IPO sul mercato Euronext Growth Milan

Prima di procedere con l’analisi empirica, presentiamo una panoramica dell’andamento dell’attività di *Initial Public Offering* (IPO) delle PMI sul mercato Euronext Growth Milan nel periodo 2018-2022, individuando in particolare le società che rientrano nel nostro *panel*.

Table 3 – Breakdown IPO Made in Italy vs Other 2018 – 2022

IPO date	IPOs	Made in Italy	%
2018	20	12	60,0%
2019	28	11	39,3%
2020	20	3	15,0%
2021	44	11	25,0%
2022*	17	7	41,2%
Total	129	44	34,1%

Source: Integrae SIM

*Dati al 31/10/2022

Escludendo il 2020, anno maggiormente impattato dalla pandemia, il numero di quotazioni sul mercato EGM presenta una tendenza in costante e rapida crescita, con una significativa percentuale rappresentata da società *Made in Italy*, che rispettano i requisiti citati in precedenza. Delle 20 società ammesse alle negoziazioni su Euronext Growth Milan nel 2018, queste sono ben il 60,0%; la proporzione cala leggermente l’anno successivo (39,3%), con un ulteriore calo nel 2020, con sole 3 quotazioni (15,0%).

L'impatto del Covid-19 non può che essere un tema ricorrente nelle risultanze dei nostri studi, e se è vero che tutto il mercato ha fortemente risentito della crisi, risulterà chiaro come questo effetto è ancor più amplificato per quelle realtà strettamente collegate all'identità del Paese, che hanno sofferto maggiormente delle restrizioni applicate dai governi per contrastare la pandemia, con particolare riferimento ai settori *food, fashion e furniture*.

Il 2021 vede, come noto, una rinnovata fiducia nei mercati e una conseguente velocissima ripresa delle attività in Borsa, con un record di 44 IPO e un netto miglioramento anche per le società *Made in Italy*, sebbene il settore tecnologico sia il vero trainante della crescita a livello nazionale ed internazionale. L'onda dell'entusiasmo permane fino ai primi mesi del 2022, subito caratterizzato da molteplici operazioni, per essere poi bruscamente frenata con l'aggressione della Russia nei confronti dell'Ucraina e tutte le conseguenti incertezze a livello macroeconomico, che hanno avuto gravi ripercussioni su quasi tutti i segmenti del *Made in Italy* e in misura maggiore sui comparti arredamento, legno, abbigliamento e pelle. Nonostante ciò, il segmento EGM si mostra resiliente con più di 17 operazioni nei primi sei mesi dell'anno, lasciando presagire un dato di fine anno più o meno in linea con i livelli pre-pandemia. Questi dati affermano il riconoscimento dato dal mercato alle società con un'impronta fortemente italiana le quali racchiudono, spesso all'interno di piccole realtà territoriali, un ampio bagaglio di *expertise* imprenditoriale, nonché di continua innovazione del genio italiano, senza dimenticare un'importante componente di *heritage* che contraddistingue il comparto del *Made in Italy*.

2.3 Analisi fondamentale

In questo paragrafo presentiamo i risultati dell'analisi svolta sui fondamentali di bilancio delle società del listino. Sono stati raccolti, per gli anni 2019, 2020 e 2021, i dati relativi al fatturato e all'EBITDA di tutte le società quotate sull'Euronext Growth Milan, in modo da calcolarne la crescita percentuale anno su anno. Per i due *panel*, sono state calcolate le percentuali mediane di crescita per i periodi 2019-2020 e 2020-2021, in modo da poter effettuare un confronto tra l'andamento delle società *Made in Italy* e le altre società del listino EGM; il *panel Made in Italy* è stato poi ulteriormente segmentato in base al settore di riferimento delle singole società, per poter osservare con maggiore grado di dettaglio le differenze intersettoriali.

Table 4 – Revenues and EBITDA 2020 - 2021

	REVENUES		EBITDA	
	2019-2020	2020-2021	2019-2020	2020-2021
Fashion	-12,4%	47,3%	-21,8%	68,5%
Food	-20,7%	61,6%	-26,9%	49,0%
Furniture	-0,2%	36,2%	1,4%	46,4%
Other	-4,6%	23,6%	5,5%	25,5%
Made in Italy	-9,0%	30,4%	-9,3%	40,1%
EGM	4,0%	29,1%	6,1%	32,3%

Source: Integrae SIM

Si osserva come nel periodo 2019-2020, colpito dagli effetti disastrosi innescati dalla pandemia da Covid-19, le società *Made in Italy* hanno mostrato una consistente flessione dei ricavi nell'ordine del 9,0%, rispetto ad una crescita contenuta del resto del listino, pari a circa il 4,0%. I comparti che hanno sofferto la crisi in misura maggiore sono stati il *fashion*, con una variazione negativa dei ricavi del 12,4%, e il *food*, che ha mediamente registrato un calo in termini di ricavi del 20,7%. Minore è stata la riduzione dei ricavi subito nello stesso periodo dai comparti *furniture* (-0,2%) e *other* (-4,6%). La crisi sanitaria ha prodotto i suoi effetti anche sull'EBITDA, che segue lo stesso andamento dei ricavi. Dal 2019 al 2020, infatti, si nota come la crescita mediana dell'EBITDA per il *panel* di società *Made in Italy* sia negativa pari al 9,3%, rispetto ad una crescita media positiva dell'EGM pari al 6,1%; anche in questo caso, i settori più colpiti dalla pandemia rimangono il *fashion* e il *food*, che dal 2019 al 2020 mostrano una contrazione rispettivamente pari al 21,8% e al 26,9%.

Il periodo 2020-2021, invece, mostra evidenti segnali di ripresa in termini di ricavi, con una crescita generalizzata trasversale a tutti i settori, nell'ordine del +30,4%, non evidenziando differenze particolari tra i due *panel*. Si sottolinea come i comparti maggiormente danneggiati dalla crisi nel periodo precedente (*food* e *fashion*) sono quelli che registrano una crescita maggiore, rispettivamente pari al +47,3% e al +61,6%. La stessa dinamica si ripete analizzando la crescita mediana dell'EBITDA, con la differenza che per questo indicatore le società del segmento *Made in Italy* hanno registrato una performance migliore rispetto alle altre società del listino (+40,1% vs +32,3%).

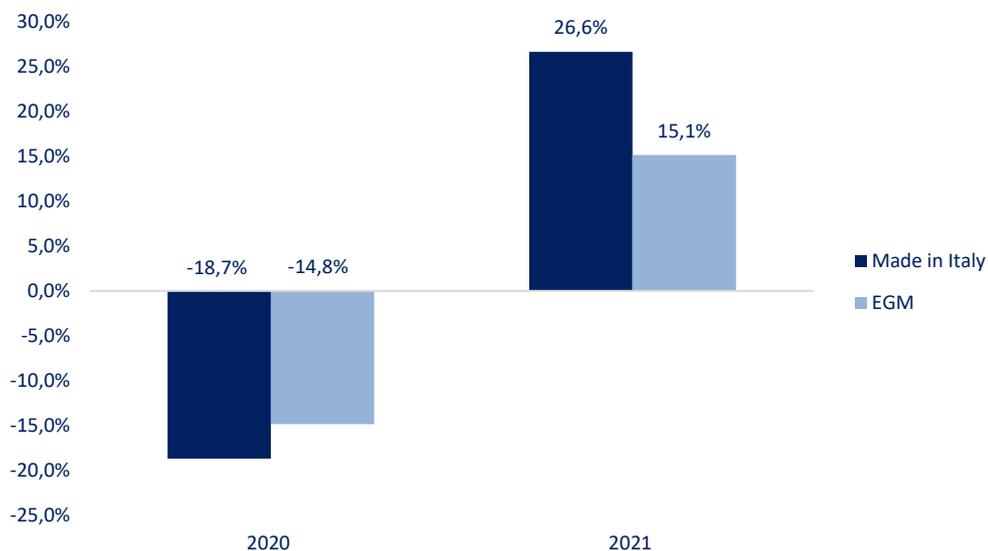
Questo ci permette di affermare che le società appartenenti al comparto *Made in Italy*, nonostante le maggiori difficoltà riscontrate durante il periodo della pandemia da Covid-19, sono riuscite, attraverso diverse strategie di business e grazie alla lungimiranza imprenditoriale che le contraddistingue, a risollevarsi a pieno all'interno dell'Euronext Growth Milan e del contesto italiano.

2.4 Analisi performance di mercato

Un secondo tipo di studio è basato sull'analisi della variazione dei prezzi dei titoli quotati sul listino negli ultimi due anni, in termini quindi di *performance* di mercato. L'ipotesi alla base di questo tipo di approfondimento è che il mercato riconosce alle società *Made in Italy* una valorizzazione maggiore, premiando la riconoscibilità e l'originalità del *brand*, la creatività e l'attaccamento al territorio nella visione imprenditoriale delle società.

Per verificare e quantificare questo effetto, sono stati raccolti i prezzi giornalieri di tutte le società appartenenti al segmento Euronext Growth Milan nel periodo che va dal 1° gennaio 2019 al 31 dicembre 2021. Successivamente, sono stati calcolati i rendimenti giornalieri e le *performance* annuali, per effettuare un confronto tra le società classificate nel *panel Made in Italy* e tutte le altre società del listino EGM non appartenenti al primo *panel*. Anche in questo caso, il *panel Made in Italy* è stato ulteriormente scomposto in base ai diversi settori che lo compongono, per apprezzare eventuali differenze tra i settori.

Chart 7 – Median Stock performance



Source: Integrae SIM

I dati mostrati nei grafici sono stati ottenuti come mediane dell'evoluzione dei titoli nei periodi considerati; questi risultati in termini di performance di mercato dei due *panel* mostrano a nostro parere dati coerenti con le nostre ipotesi e con quanto riscontrato nell'analisi fondamentale.

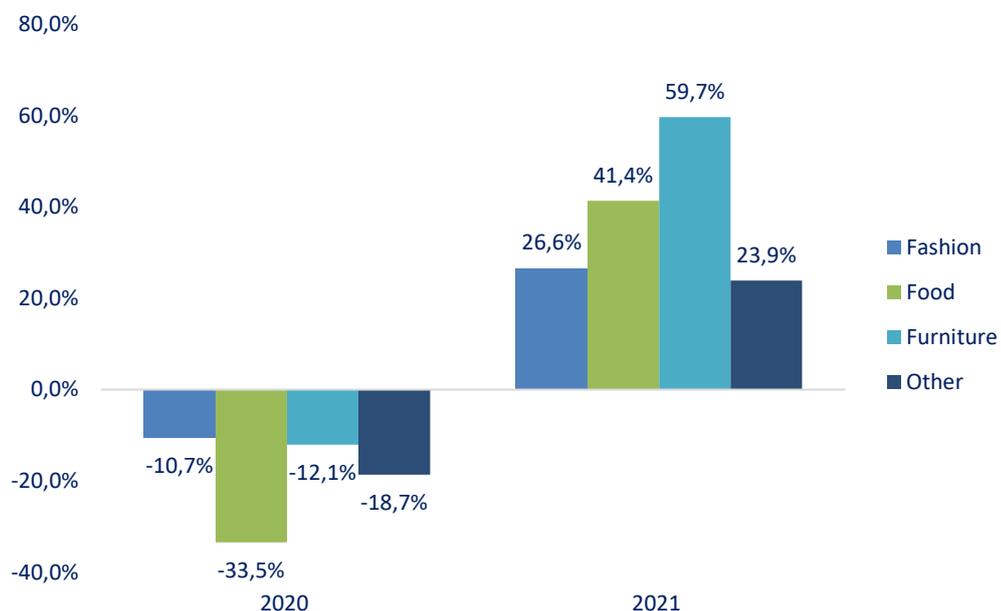
Dall'osservazione dell'andamento dei titoli nel periodo pandemico e post-pandemico, infatti, emergono in maniera evidente differenze in termini di preferenze e dinamiche di mercato "soggettive" per il segmento *Made in Italy*; iniziando dal 2020, notiamo *performance* fortemente negative per tutto il listino EGM e in particolare per il nostro campione, che registra una perdita mediana del 18,7% rispetto al 14,8% ottenuto dalle altre. Il calo è ampiamente giustificato dalle tendenze del 2020, anno caratterizzato dalla pandemia e dalle misure restrittive applicate per contrastarla, e dal conseguente netto calo in termini di ricavi di vendita e profitti generati.

Per le società del *panel* quindi, la perdita del 2020 è leggermente più accentuata rispetto alle altre società del listino, ma in maniera meno che proporzionale rispetto alla differenza rilevata nell'analisi dell'andamento dei ricavi e dell'EBITDA, che mostravano un ribasso importante per le società *Made in Italy* nel corso dell'esercizio rispetto agli altri settori, che avevano comunque registrato una crescita. Nonostante, infatti, le altre società del listino EGM abbiano registrato una crescita mediana, anche se minima, a livello di fondamentali (4,0% a livello di fatturato e 6,1% a livello di EBITDA), le performance di mercato sono risultate particolarmente negative, non discostandosi troppo dai valori negativi del comparto *Made in Italy*. A nostro parere questo è un chiaro segnale del fatto che anche in un clima di scarsa fiducia da parte di consumatori e investitori e in contesti estremamente negativi per la produttività delle imprese, il mercato non abbia "punito" le *performance* di bilancio negative, premiando i *brand* a impronta fortemente italiana e l'impegno nel garantire prodotti di qualità anche in momenti di mercato avversi.

Analizzando in seguito l'esercizio 2021, si nota come i titoli dell'Euronext Growth Milan abbiano visto una crescita generalizzata delle *performance*, grazie principalmente al progressivo allentamento delle restrizioni dovute al Covid-19. Nello specifico, il *panel Made in Italy* ha registrato un incremento delle proprie *performance* di mercato nell'anno 2021, pari a circa il 26,6%, nettamente superiori rispetto al resto del listino EGM (15,1%).

Questa differenza va a confermare ancora una volta l'apprezzamento e l'interesse verso le società del segmento del *Made in Italy* che, nonostante le avversità riscontrate durante l'esercizio 2020, hanno saputo risollevarsi velocemente ed attrarre a sé l'interesse di investitori nazionali e internazionali, che hanno permesso di registrare delle ottime *performance* dell'andamento del titolo durante l'esercizio 2021.

Chart 8 – Median Stock performance



Source: Integrae SIM

Il grafico mostra le performance di mercato dei titoli *Made in Italy* suddivisi per settore. Come avviene per i dati di bilancio, nell'esercizio 2020 il settore *food* è quello più penalizzato (-33,5%), mentre nell'esercizio 2021, caratterizzato da una ripresa generalizzata, i comparti *food* e *furniture* sono i migliori dal punto di vista della performance.

2.5 Analisi valutativa

La terza e ultima tipologia di studio è stata suddivisa in due sezioni separate. All'interno della prima sono stati inizialmente selezionati i due *panel* appartenenti al *Made in Italy* e alle altre società del listino EGM; successivamente, per tutte le società, è stato calcolato l'*Upside Potential*, definito come differenziale tra prezzo attuale e prezzo futuro di un titolo, che un operatore/analista si aspetta che si verifichi in un determinato spazio di tempo. Per calcolare quest'ultimo sono stati presi in considerazione, per ogni società, il più recente miglior *target price* (inteso come più elevato) definito dagli analisti e il prezzo di chiusura di Borsa al 31 ottobre 2022, ottenendo di conseguenza il differenziale percentuale. Per i due *panel* è stato infine preso il dato mediano, in modo per poter verificare l'eventuale differenza di potenziale di crescita secondo l'opinione degli analisti. La seconda sezione ha come obiettivo quello di verificare l'esistenza di differenze tra i multipli di settore (con un particolare focus sulle 3F citate in precedenza) del *panel* del comparto *Made in Italy* e delle società quotate appartenenti ai principali mercati europei (Francia, Germania, Spagna, Inghilterra), al fine di verificare il possibile diverso apprezzamento che il mercato può avere per l'eccellenza italiana rispetto al resto dell'Europa.

2.5.1 Upside Potential

Al fine di osservare l'opinione degli analisti relativa al potenziale di crescita delle PMI quotate sul mercato Euronext Growth Milan, distinguendo tra società *Made in Italy* e altre società del listino EGM, è stato calcolato l'*Upside Potential*.

Table 5 – Breakdown Upside Potential Made in Italy vs EGM

UPSIDE POTENTIAL	
Made in Italy	EGM
60,8%	62,6%

Source: Bloomberg

Il dato è ottenuto come mediana degli *Upside Potential* delle società dei due *panel*, utilizzando come *target price* il più elevato tra le diverse raccomandazioni degli analisti. Non risultano differenze particolari nei risultati, che vedono il *panel Made in Italy* valutato con un *Upside Potential* mediano del 60,8%, in linea con il dato della restante parte del listino, 62,6%.

Pertanto, dall'analisi emerge che l'*Upside Potential* dei titoli rispetto a quello che si riflette nel prezzo delle azioni risulta in linea tra il *panel* delle società *Made in Italy* e quello delle altre società quotate sul mercato Euronext Growth Milan.

Table 6 – Breakdown Upside Potential Made in Italy by Sector

	UPSIDE POTENTIAL
Fashion	31,0%
Food	47,3%
Furniture	73,4%
Other	61,1%

Source: Bloomberg

Ponendo il focus sulle società *Made in Italy* ed effettuando un'analisi settoriale, si rileva un *Upside Potential* mediano più elevato per le società attive nei comparti *furniture* e *other*, rispettivamente pari al 73,4% e al 61,1%, rispetto a quello osservato per le società operanti nei comparti *food* e *fashion*, rispettivamente pari al 47,3% e al 31,0%.

2.5.2 Market multiples

Al fine di osservare, infine, come il mercato apprezzi i vari settori presi in considerazione, è stata effettuata una comparazione in termini di multipli di settore (*fashion, food, furniture*) tra il *panel Made in Italy* e le società quotate sui diversi mercati europei. I multipli mediani a cui abbiamo fatto riferimento sono EV/SALES, EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, P/B.

Nel dettaglio, i suddetti multipli sono stati raccolti da Bloomberg, prendendo come data di riferimento per entrambi i panel il 31/10/2022. Per quanto riguarda le società relative al *Made in Italy*, ci siamo rifatti alla classificazione settoriale descritta in precedenza; per le società europee, invece, al fine di ottenere un'analisi più consistente e coerente, sono state prese in considerazione le sole società con sede in Francia, Germania, Spagna e Inghilterra, con una capitalizzazione di mercato compresa tra i € 10,00 mln e i € 200,00 mln, facendo riferimento al *Bloomberg Industry Classification Standard (BICS)*.

Table 7 – Market multiple Made in Italy

<i>Multiples</i>	EV/SALES	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/B
Fashion	1,4x	9,1x	11,7x	20,0x	3,4x
Food	1,0x	11,6x	16,0x	17,3x	1,2x
Furniture	1,3x	8,5x	14,8x	24,0x	1,2x

Source: Bloomberg

Table 8 – Market multiple Europe

<i>Multiples</i>	EV/SALES	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/B
Fashion	0,6x	4,7x	11,3x	6,3x	1,2x
Food	0,7x	9,7x	24,1x	29,4x	1,1x
Furniture	0,6x	5,7x	11,7x	10,9x	1,0x

Source: Bloomberg

Anche a livello di multipli di mercato, dall'analisi emerge che i multipli del *panel Made in Italy* si attestano a valori superiori a quelli dei principali Paesi europei. Le uniche eccezioni fanno riferimento ai multipli EV/EBIT e P/E del settore *food*.

3. Deep Made in Italy

Partendo dall'analisi condotta fino ad ora, in cui si è definito e valorizzato il concetto del *Made in Italy* sia da un punto di vista del *brand* a livello nazionale e internazionale sia dal punto di vista delle *performance* di mercato, Integrae SIM ha deciso di introdurre un concetto innovativo, attraverso l'individuazione di un tema d'investimento originale. In particolare, non ci si è soffermati sulle caratteristiche tradizionali che contraddistinguono le società appartenenti al comparto *Made in Italy*, ma si è deciso di affiancarle ad aspetti di tipo "caratteriale", tra cui ad esempio il genio italiano, il suo modo di fare impresa e l'impatto della società misurato in termini di impatto sociale e ambientale sul Paese. L'insieme di tutti questi elementi porta a definire una nuova tipologia di *cluster*, denominata *Deep Made in Italy*.

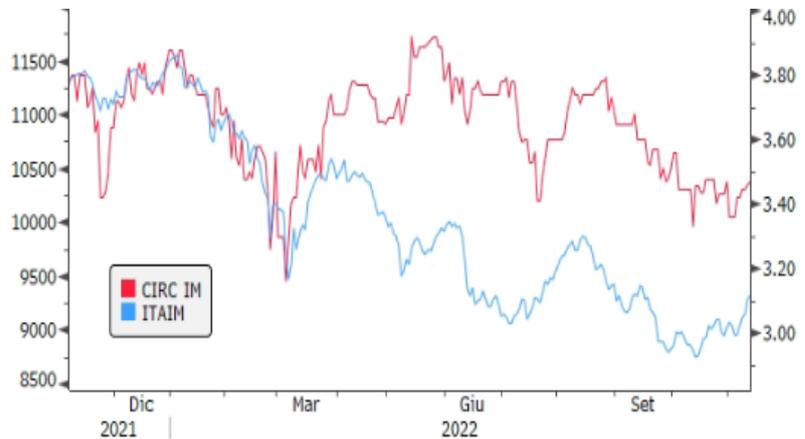
Questo nuovo approccio qualitativo e quantitativo ha permesso di includere uno spettro più ampio di società, le quali sono in grado di dare un forte valore aggiunto all'economia del Paese per i motivi sopra citati. La selezione di società, che non possiamo sicuramente definire esaustiva, rappresenta un punto di partenza e verrà man mano arricchita da nuovi titoli che emergeranno con ulteriori analisi e valutazioni. Il primo elenco di titoli aggiunti al *cluster Made in Italy* comprende:

- **FAE Technology**, che grazie alla resilienza tipica dell'imprenditore italiano è in grado di competere in un mercato, quello dell'elettronica *embedded*, dominato dai Paesi asiatici;
- **ISCC Fintech**, che grazie alla sua attività di *credit management* è in grado di relazionarsi con famiglie ed imprese, aiutandole ad affrontare momenti finanziari di tensione, come accaduto durante il periodo pandemico;
- **Portobello**, che ha un impatto positivo per il Paese ed in particolare per le famiglie, che possono fare acquisti di prodotti di qualità a prezzi accessibili, in un contesto inflattivo; per le imprese, che hanno l'opportunità di generare cassa rendendo liquidi i propri asset ovvero senza la necessità di accedere al credito in un contesto di tassi in aumento e infine per l'ambiente, in quanto i prodotti vengono rimessi sul mercato invece che essere destinati allo smaltimento;
- **Siav**, che grazie alla sua attività permette di facilitare l'operato di aziende e istituzioni, rappresentando un processo corale in cui l'efficientamento contribuisce alla qualità della governance per stimolare positivamente una crescita economica condivisa, anche attraverso la difesa delle risorse ambientali, l'inclusività e la solidità del welfare;
- **SolidWorld Group**, che grazie al suo genio italiano è riuscita, con grande perseveranza e resilienza, a crescere anno per anno fino ad affermarsi a livello internazionale diventando *leader* nel campo della manifattura additiva;
- **Circle**, che grazie alla sua attività è in grado di apportare la digitalizzazione in un settore industriale tendenzialmente "*hard*", efficientando la movimentazione delle merci, riducendo le emissioni di carbonio e favorendo la competitività dell'*export* italiano.

A cura di Fabrizio Barini, Responsabile Area Digital Media Marketing di Integrae SIM

Euronext Growth Milan
CIRCLE
Engineering
Rating: BUY
Target Price: € 5,00
Risk: Medium
Stocks Data

Price (31/10/2022)	€ 3,47
Target price	€ 5,00
Upside/(Downside) potential	44,1%
Bloomberg Code	CIRC IM
Market Cap (€m)	€ 13,97
EV (€m)	€ 12,99
Free Float	37,62%
Share Outstanding	4.026.495
52-week high	€ 3,92
52-week low	€ 2,96
Average daily volumes (3m)	1.800

Stocks performance VS FTSE Italia Growth


Highlights (€ m)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	5,42	7,13	8,15	10,70	12,75	14,25
VoP	7,46	9,31	11,00	13,90	16,05	17,65
EBITDA	0,66	1,37	2,15	2,95	3,70	4,20
EBIT	0,04	0,55	1,25	1,90	2,50	2,75
Net Income	0,03	0,55	0,90	1,40	1,85	2,05
NFP	(0,62)	(0,98)	(2,17)	(3,62)	(5,17)	(7,42)
<i>EBITDA margin</i>	8,8%	14,7%	19,5%	21,2%	23,1%	23,8%
<i>EBIT margin</i>	0,5%	5,9%	11,4%	13,7%	15,6%	15,6%
<i>Net Profit margin</i>	0,4%	5,9%	8,2%	10,1%	11,5%	11,6%

Historical Multiples
Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	0,9x	10,6x	8,9x	6,5x	5,2x	4,6x
EV/EBIT	13,6x	24,2x	15,3x	10,1x	7,6x	7,0x
P/E	5,3x	43,6x	22,3x	14,3x	10,9x	9,8x

Historical Multiples
Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	0,9x	10,6x	6,0x	4,4x	3,5x	3,1x
EV/EBIT	13,6x	24,2x	10,4x	6,8x	5,2x	4,7x
P/E	5,3x	43,6x	15,5x	10,0x	7,5x	6,8x

Circle S.p.A.

Company Overview

Circle è una società di consulenza direzionale costituita nel 2012 attiva nel settore portuale e della logistica intermodale specializzata nel *business process reengineering* e nello sviluppo di soluzioni per l'automazione e la digitalizzazione della *Supply Chain*. La Società opera attraverso tre linee di *business*: *Innovative & Smart Supply Chain* che offre servizi di consulenza e soluzioni software per l'ottimizzazione della gestione dei flussi nel settore portuale dei trasporti e della logistica; *Connecting EU*, che supporta attori pubblici e società private nella realizzazione di progetti e nell'ottenimento di fondi attraverso la consulenza sui sistemi di finanziamento europei e *Specialized Digital Multichannel Marketing* che propone servizi di analisi, definizione e utilizzo di strumenti di comunicazione digitale.

All'interno delle sue attività di *business*, la Società si avvale di due *software* proprietari: Milos, per l'ottimizzazione dei processi in ambito portuale, interportuale e dei trasporti intermodali, e Sinfomar per la connessione, all'interno di un'unica piattaforma tecnologica di tutti gli attori della comunità portuale di un porto garantendo l'interoperabilità tra i diversi sistemi di ICT utilizzati dai singoli attori coinvolti al fine di digitalizzare e ottimizzare tutte le operazioni relative alla gestione dei processi portuali.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Circle sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Considerando un rischio specifico pari a 2,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari all'11,85%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 21,9 mln.

L'*equity value* di Circle, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, determinati come media dei multipli delle società incluse nel *panel*, risulta essere pari a € 24,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di € 18,4 mln.

Table 9 – Average Equity value

Average Equity Value (€/mln)	20,1
Equity Value DCF (€/mln)	21,9
Equity Value multiples (€/mln)	18,4
Target Price (€)	5,00

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio è risultato pari a € 20,1 mln. La valutazione ha restituito un *target price* di € 5,00.

Euronext Growth Milan

FAE Technology

EMS

Rating: BUY

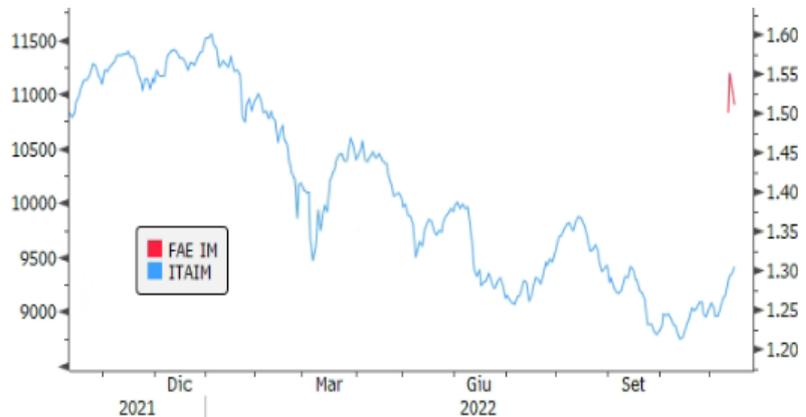
Target Price: € 3,85

Risk: Medium

Stocks Data

Price (15/11/22)	€ 1,51
Target price	€ 3,85
Upside/(Downside) potential	155,0%
Bloomberg Code	FAE IM
Market Cap (€m)	€ 22,65
EV (€m)	€ 27,28
Free Float	20,00%
Share Outstanding	15.000.000
52-week high	N/A
52-week low	N/A
IPO Price (11/11/22)	€ 1,50

Stocks performance VS FTSE Italia Growth



Highlights (€ m)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	14,52	23,97	32,30	37,70	44,70	49,05
VoP	14,95	24,58	33,30	38,20	45,05	49,55
EBITDA	0,84	2,57	4,50	5,15	6,70	8,25
EBIT	0,47	2,09	3,90	4,25	5,65	7,05
Net Income	0,30	1,45	2,70	2,95	3,90	4,90
NFP	4,40	4,63	2,25	0,30	(2,30)	(6,45)
<i>EBITDA margin</i>	5,6%	10,5%	13,5%	13,5%	14,9%	16,6%
<i>EBIT margin</i>	3,1%	8,5%	11,7%	11,1%	12,5%	14,2%
<i>Net Profit margin</i>	2,0%	5,9%	8,1%	7,7%	8,7%	9,9%

Historical Multiples

Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	N/A	24,3x	13,9x	12,1x	9,3x
EV/EBIT	N/A	N/A	16,0x	14,7x	11,0x	8,8x
P/E	N/A	N/A	21,4x	19,6x	14,8x	11,8x

Historical Multiples

Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	N/A	6,1x	5,3x	4,1x	3,3x
EV/EBIT	N/A	N/A	7,0x	6,4x	4,8x	3,9x
P/E	N/A	N/A	8,4x	7,7x	5,8x	4,6x

FAE Technology S.p.A.

Company Overview

Costituita nel 1990 da Francesco Lanza per la produzione di piccole serie di schede elettroniche, FAE Technology Società Benefit S.p.A. è una Società attiva nel settore dell'elettronica *embedded* e nella fornitura di servizi di *electronics engineering* e *manufacturing services* attraverso due linee di business, Solutions e Online Solutions. La prima linea si focalizza sulle macro-attività di *Industrial design* ed *Electronic production* riferibili allo sviluppo di studi preliminari, all'effettiva prototipazione e alla produzione di schede elettroniche e sistemi. La linea Online Solutions, invece, è incentrata sulla piattaforma software proprietaria My Fast PCBA, che offre alla clientela un'elevata customizzazione dei prototipi poi realizzati e venduti al fianco di altri servizi aggiuntivi. Fin dalla sua fondazione, il tratto distintivo della Società è il continuo impegno verso l'innovazione, trasferita poi all'interno dei prodotti e servizi offerti ai clienti e ai vari settori riforniti, il che consente di competere con successo in un mercato, quello dell'elettronica, dominato dai Paesi asiatici. Infine, a riprova delle elevate competenze e dell'alto livello di progresso tecnologico sviluppato da FAE nel suo percorso di crescita trentennale, la Società ha di recente annunciato una *partnership* per il triennio 2022-2024 con il Senseable City lab del MIT di Boston, per le attività di ricerca e prototipazione del progetto "City Scanner". Il posizionamento di mercato, nella nicchia delle progettazioni e produzione "su misura", ne ha favorito, come accade spesso per le aziende italiane, l'ascesa negli anni, ed ora, con la recentissima quotazione in Borsa, un'ulteriore prospettiva di crescita.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di FAE Technology sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Considerando un rischio specifico pari a 2,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari al 7,9%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 64,7 mln.

L'*equity value* di FAE Technology, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT, determinati come media dei multipli delle società incluse nel *panel*, risulta essere pari a € 67,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di € 50,8 mln.

Table 10 – Average Equity value

Average Equity Value (€/mln)	57,7
Equity Value DCF (€/mln)	64,7
Equity Value multiples (€/mln)	50,8
Target Price (€)	3,85

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio risulta pari a € 57,7 mln. La valutazione ha restituito un *target price* di € 3,85.

Euronext Growth Milan
FOPE
Luxury Jewelry
Rating: BUY
Target Price: € 30,50
Risk: Medium
Stocks Data

Price (31/10/2022)	€ 34,20
Target price	€ 30,50
Upside/(Downside) potential	-10,8%
Bloomberg Code	FPE IM
Market Cap (€m)	€ 184,67
EV (€m)	€ 182,79
Free Float	13,10%
Share Outstanding	5.399.608
52-week high	€ 38,60
52-week low	€ 10,80
Average daily volumes (3m)	1.200

Stocks performance VS FTSE Italia Growth


Highlights (€ m)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	34,96	25,99	40,31	58,00	66,50	76,00
VoP	35,93	26,46	40,71	58,50	67,00	76,50
EBITDA	6,78	3,94	8,79	13,35	15,60	18,25
EBIT	5,43	2,34	6,78	11,35	13,30	15,50
Net Income	4,85	1,66	5,03	9,25	9,80	11,45
NFP	0,09	2,42	(1,88)	(1,03)	(5,30)	(9,45)
<i>EBITDA margin</i>	18,9%	14,9%	21,6%	22,8%	23,3%	23,9%
<i>EBIT margin</i>	15,1%	8,8%	16,7%	19,4%	19,9%	20,3%
<i>Net Profit margin</i>	13,5%	6,3%	12,4%	15,8%	14,6%	15,0%

Historical Multiples
Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	6,9x	11,5x	6,9x	12,2x	10,4x	8,9x
EV/EBIT	8,7x	18,8x	8,7x	14,3x	12,2x	10,5x
P/E	9,9x	26,3x	12,5x	17,8x	16,8x	14,4x

Historical Multiples
Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	6,9x	11,5x	6,9x	13,7x	11,7x	10,0x
EV/EBIT	8,7x	18,8x	8,7x	16,1x	13,7x	11,8x
P/E	9,9x	26,3x	12,5x	20,0x	18,8x	16,1x

FOPE S.p.A.

Company Overview

Fope (Fabbrica Oreficeria Preziosi Esportazioni), nata a Vicenza nel 1929, è una storica e prestigiosa azienda orafa che produce ed esporta gioielli in tutto il mondo, attraverso un *core business* focalizzato sulla creazione e produzione *in house* di gioielli dedicati al mercato femminile. Le collezioni sono vendute attraverso un consolidato e selezionato network di oltre 600 punti vendita, con posizionamento medio alto, in più di 50 Paesi in tutto il mondo. I prodotti sono caratterizzati da un'elevata qualità e da un design elegante ed esclusivo, che nel tempo ha dato a Fope grande riconoscibilità. Il punto di forza di Fope consiste nell'aver fortemente innovato il processo produttivo attraverso l'automazione delle diverse lavorazioni elevando, al tempo stesso, la qualità dei prodotti. La proposta dei gioielli Fope comprende 14 collezioni proposte in 4 linee: Flex'It, che include collezioni realizzate con la maglia elastica; 900, che riguarda gioielli caratterizzati dalla maglia tubolare; MiaLuce, che nasce nel 2013 e racchiude il meglio della produzione del marchio, utilizzando talvolta la tecnologia Flex'It; Silverfope, che utilizza una preziosa lega di argento e palladio, altamente innovativa. Il modello di business di Fope si basa su una logica *pull* che consente di avviare la produzione sulla base degli ordini ricevuti dai clienti e garantisce una maggiore efficienza produttiva, un'ottimizzazione del circolante e una riduzione del *time to market*. La catena del valore, che prevede un tempo medio di 4 settimane, si sviluppa in 4 fasi principali: studio e ideazione della collezione, ricezione degli ordini, produzione e trasformazione e, infine, distribuzione e vendita.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Fope sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Considerando un rischio specifico pari a 2,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari all'9,8%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 175,4 mln.

L'*equity value* di Fope, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, determinati come media dei multipli delle società incluse nel *panel*, risulta essere pari a € 205,3 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di € 153,9 mln.

Table 11 – Average Equity value

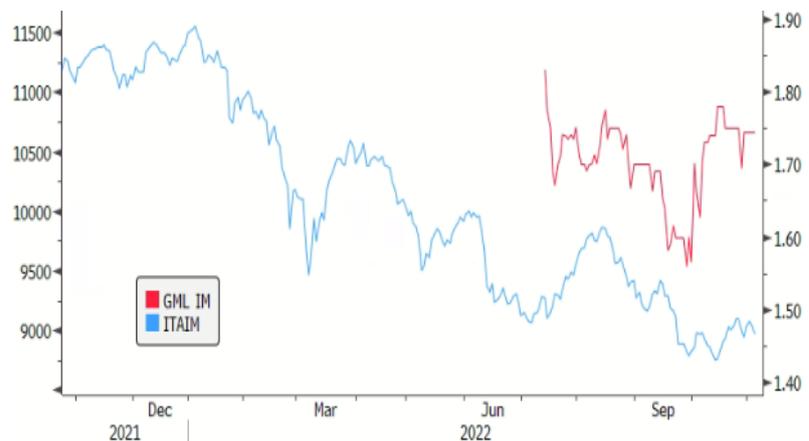
Average Equity Value (€/mln)	164,7
Equity Value DCF (€/mln)	175,4
Equity Value multiples (€/mln)	153,9
Target Price (€)	30,50

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio è risultato pari a € 164,7 mln. La valutazione ha restituito un *target price* di € 30,50.

Euronext Growth Milan
G.M. Leather
Tannery
Rating: BUY
Target Price: € 6,45
Risk: Medium
Stocks Data

Price (31/10/2022)	€ 1,75
Target price	€ 6,45
Upside/(Downside) potential	268,6%
Bloomberg Code	GML IM
Market Cap (€m)	€ 19,66
EV (€m)	€ 33,72
Free Float	13,79%
Share Outstanding	11.235.000
52-week high	€ 1,95
52-week low	€ 1,50
Average daily volumes (3m)	3.100

Stocks performance VS FTSE Italia Growth


Highlights (€ m)	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	49,69	45,00	60,50	69,00	78,20	88,00
VoP	49,97	45,20	60,85	69,15	78,35	88,15
EBITDA	4,37	5,00	7,00	8,20	9,60	11,00
EBIT	3,60	3,80	5,70	6,90	8,50	9,80
Net Income	2,47	2,45	3,85	4,70	5,90	6,80
NFP	14,06	12,01	8,91	5,01	0,06	(5,79)
<i>EBITDA margin</i>	8,7%	11,1%	11,5%	11,9%	12,3%	12,5%
<i>EBIT margin</i>	7,2%	8,4%	9,4%	10,0%	10,8%	11,1%
<i>Net Profit margin</i>	4,9%	5,4%	6,3%	6,8%	7,5%	7,7%

Historical Multiples
Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	N/A	16,9x	12,1x	10,3x	8,8x	7,7x
EV/EBIT	N/A	22,2x	14,8x	12,2x	9,9x	8,6x
P/E	N/A	29,6x	18,8x	15,4x	12,3x	10,7x

Historical Multiples
Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	N/A	6,7x	4,8x	4,1x	3,5x	3,1x
EV/EBIT	N/A	8,9x	5,9x	4,9x	4,0x	3,4x
P/E	N/A	8,0x	5,1x	4,2x	3,3x	2,9x

*Dati Pro-Forma

G.M. Leather S.p.A.

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 S.p.A. e la 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. Inoltre, il Gruppo opera anche attraverso la società interamente controllata Genesi S.r.l., 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 (76,2% del fatturato) e italiani (23,8% del fatturato), 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. Nell’attività di produzione, il Gruppo GM 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.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell’*equity value* di GM Leather sulla base della sola metodologia DCF.

Table 12 – DCF Valuation

DCF Equity Value		72,5
FCFO actualized	18,7	22%
TV actualized DCF	65,7	78%
Enterprise Value	84,5	100%
NFP (FY22E)	12,0	

Source: Integrae SIM

Considerando un rischio specifico pari a 2,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari al 7,8%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 72,5 mln. La valutazione ha restituito un *target price* di € 6,45.

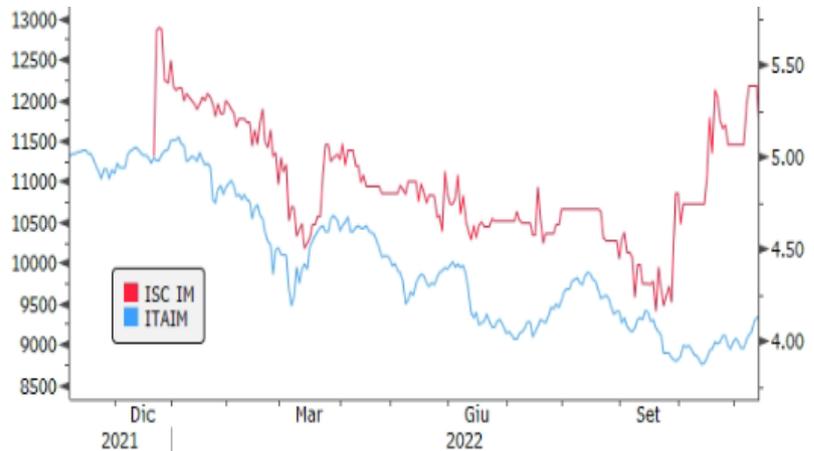
Table 13 – Equity value

Equity Value (€/mln)	
Equity Value DCF (€/mln)	72,5
Target Price (€)	6,45

Source: Integrae SIM

Euronext Growth Milan ISCC Fintech Fintech Credit Management
Rating: BUY
Target Price: € 10,00
Risk: Medium
Stocks Data

Price (31/10/2022)	€ 5,07
Target price	€ 10,00
Upside/(Downside) potential	97,2%
Bloomberg Code	ISC IM
Market Cap (€m)	€ 65,40
EV (€m)	€ 53,37
Free Float	24,81%
Share Outstanding	12.900.000
52-week high	€ 7,00
52-week low	€ 4,10
Average daily volumes (3m)	2.850

Stocks performance VS FTSE Italia Growth


Highlights (€ m)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	0,20	1,35	5,10	24,40	34,85	N/A
VoP	0,25	1,49	5,50	24,50	35,00	N/A
EBITDA	(0,09)	0,00	2,00	19,80	29,30	N/A
EBIT	(0,09)	(0,39)	0,70	18,50	28,00	N/A
Net Income	(0,10)	(0,34)	0,45	12,90	19,40	N/A
NFP	1,23	(12,03)	(6,21)	(13,12)	(26,48)	N/A
EBITDA margin	-36,0%	0,0%	36,4%	80,8%	83,7%	N/A
EBIT margin	-36,0%	-26,2%	12,7%	75,5%	80,0%	N/A
Net Profit margin	-40,0%	-22,8%	8,2%	52,7%	55,4%	N/A

Historical Multiples
Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	N/A	58,5x	5,9x	4,0x	N/A
EV/EBIT	N/A	N/A	167,1x	6,3x	4,2x	N/A
P/E	N/A	N/A	286,6x	10,0x	6,6x	N/A

Historical Multiples
Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	N/A	11,9x	2,7x	1,9x	N/A
EV/EBIT	N/A	N/A	93,4x	3,5x	2,3x	N/A
P/E	N/A	N/A	145,3x	5,1x	3,4x	N/A

Integrated System Credit Consulting Fintech S.p.A.

Company Overview

Integrated System Credit Consulting Fintech (o ISCC Fintech) è una Società fondata nel dicembre del 2019 da parte del Gruppo Conafi, specializzata nella gestione del credito e nella riscossione parziale o totale di portafogli crediti insoluti. La sua attività si sostanzia nell'analisi approfondita e nel successivo acquisto di portafogli granulari di *non performing loans* (NPL) e nella gestione completa del recupero del credito in via giudiziale e stragiudiziale.

A tal fine, ISCC Fintech, grazie anche all'esperienza trentennale di Conafi, ha sviluppato un *database* contenente le informazioni finanziarie e reddituali dei soggetti a cui la Società ha fornito consulenze, e un *framework fintech* reingegnerizzato appositamente per gestire l'intero processo di recupero del credito. La Società si interfaccia principalmente con due tipologie di clienti: banche, intermediari finanziarie e società nel settore *utilities* all'interno del mercato diretto degli NPL, e società finanziarie specializzate nel recupero crediti all'interno del mercato Consolidato del NPL. La *mission* della Società è quella di approcciarsi al *credit management* avendo sempre contezza di avere come interlocutori non solo debitori, ma persone, famiglie ed imprese, generando un impatto sul Paese derivante dal fatto che le famiglie, saldato il proprio debito attraverso una ristrutturazione concordata con ISCC Fintech, si sdebitano completamente rientrando nel circuito del credito. Un impatto rilevante nel contesto attuale, dove, anche a causa della pandemia, circa 17 milioni di famiglie sono considerate "cattivi pagatori" dalle banche dati e come tali impossibilitate ad accedere al credito.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di ISCC Fintech sulla base della metodologia DCF e dell'*Excess Return*. Considerando un rischio specifico pari a 2,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari al 12,45%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 135,4 mln.

L'*equity value* di ISCC Fintech, utilizzando il metodo dell'*Excess Return* e considerando un periodo di previsione pari a 10 anni e un costo dell'*equity* calcolato con gli stessi input utilizzati per il DCF, risulta essere pari a € 122,5 mln.

Table 14 – Equity value

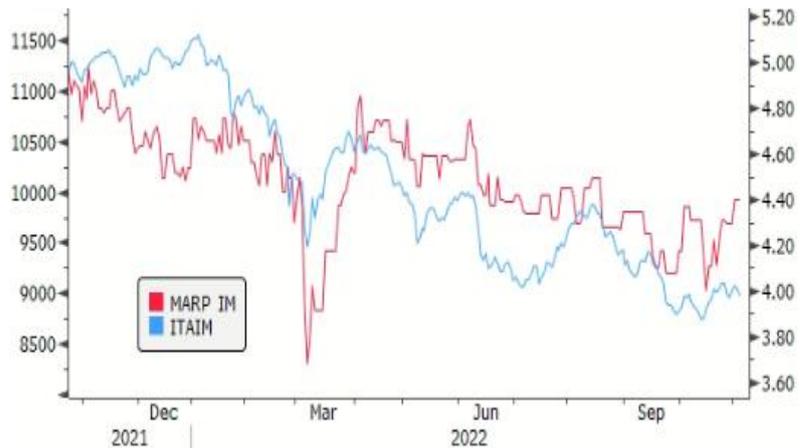
Average Equity Value (€/mln)	129,0
Equity Value DCF (€/mln)	135,4
Equity Value Excess Return (€/mln)	122,5
Target Price (€)	10,00

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio è risultato pari a € 129,0 mln. La valutazione ha restituito un *target price* di € 10,00.

Euronext Growth Milan
Marzocchi Pompe
Pumps
Rating: BUY
Target Price: € 9,00
Risk: Medium
Stocks Data

Price (31/10/2022)	€ 4,30
Target price	€ 9,00
Upside/(Downside) potential	109,3%
Bloomberg Code	MARP IM
Market Cap (€m)	€ 28,12
EV (€m)	€ 35,96
Free Float	23,19%
Share Outstanding	6.538.750
52-week high	€ 5,15
52-week low	€ 3,56
Average daily volumes (3m)	600

Stocks performance VS FTSE Italia Growth


Highlights (€ m)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	39,17	34,14	40,54	43,00	46,00	49,00
VoP	38,41	34,75	44,81	46,50	49,50	52,50
EBITDA	5,42	4,13	7,15	7,65	8,30	8,95
EBIT	0,06	(1,10)	2,28	2,75	3,40	4,15
Net Income	0,20	0,23	1,59	1,95	2,50	3,10
NFP	12,54	9,25	7,84	8,06	3,76	(3,39)
<i>EBITDA margin</i>	14,1%	11,9%	16,0%	16,5%	16,8%	17,0%
<i>EBIT margin</i>	0,2%	-3,2%	5,1%	5,9%	6,9%	7,9%
<i>Net Profit margin</i>	0,5%	0,7%	3,5%	4,2%	5,1%	5,9%

Historical Multiples
Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	N/A	6,2x	6,2x	8,7x	8,0x	7,5x
EV/EBIT	N/A	N/A	17,2x	18,8x	16,7x	14,7x
P/E	N/A	81,7x	18,6x	30,2x	23,5x	19,0x

Historical Multiples
Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	N/A	6,2x	6,2x	4,7x	4,3x	4,0x
EV/EBIT	N/A	N/A	17,2x	13,1x	10,6x	8,7x
P/E	N/A	81,7x	18,6x	14,4x	11,2x	9,1x

Marzocchi Pompe S.p.A.

Company Overview

Marzocchi Pompe S.p.A. è leader mondiale nella progettazione, produzione e commercializzazione di pompe e motori ad ingranaggi ad elevate prestazioni per i mercati *automotive* e industriale. La Società si occupa della progettazione e della produzione del tipo di pompa ad ingranaggi esterni che più si adatta all'applicazione utilizzata dal cliente. Marzocchi Pompe è in grado di creare sia prodotti *standard* sia prodotti *tailor-made*, al fine di soddisfare le esigenze più disparate dei clienti. Nello svolgimento del proprio business, la Società ha sviluppato una grande verticalità con un'altissima percentuale di lavorazioni dei componenti effettuata *in-house* grazie ad un approccio "make" preferito al più diffuso approccio "buy". Questo permette di mantenere sotto il proprio controllo buona parte della catena del valore e di garantire sempre la massima qualità del prodotto offerto. Il modello di business di Marzocchi Pompe si sviluppa in 3 fasi, che si distinguono in base alla tipologia di prodotto lavorato: contatto con il cliente, quotazione e progettazione, produzione e consegna. La produzione è concentrata in Italia in due sedi produttive, una a Casalecchio di Reno (BO), che si dedica alla produzione e alla lavorazione di componenti in alluminio e alla fase di assemblaggio e test di prodotti *no core*, e una a Zola Predosa (BO), che si occupa della produzione di componenti e prodotti per il settore *automotive*, che rappresenta il *core business* della società.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Marzocchi Pompe sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

Considerando un rischio specifico pari a 2,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari all'8,2%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 68,2 mln.

L'*equity value* di Marzocchi Pompe, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, determinati come media dei multipli delle società incluse nel *panel*, risulta essere pari a € 66,00 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di € 49,5 mln.

Table 15 – Average Equity value

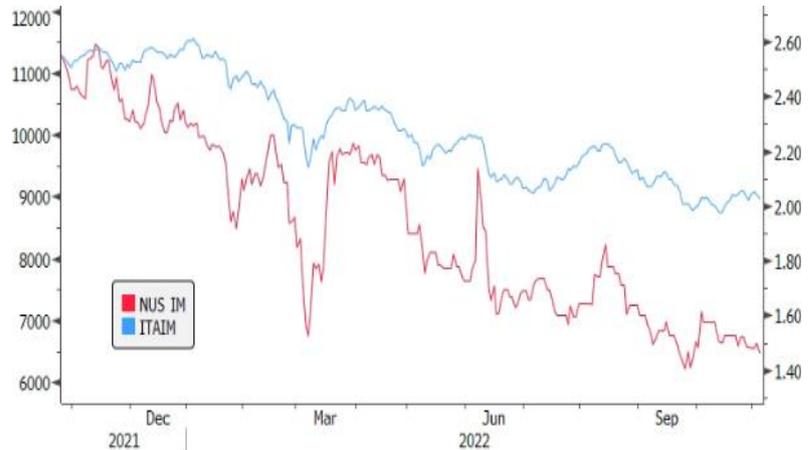
Average Equity Value (€/mln)	58,9
Equity Value DCF (€/mln)	68,2
Equity Value multiples (€/mln)	49,5
Target Price (€)	9,00

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio è risultato pari a € 58,9 mln. La valutazione ha restituito un *target price* di € 9,00.

Euronext Growth Milan
NUSCO
Building Products
Rating: BUY
Target Price: € 3,00
Risk: Medium

Stocks Data	
Price (31/10/2022)	€ 1,48
Target price	€ 3,00
Upside/(Downside) potential	102,7%
Bloomberg Code	NUS IM
Market Cap (€m)	€ 27,55
EV (€m)	€ 33,18
Free Float	21,08%
Share Outstanding	18.615.002
52-week high	€ 2,63
52-week low	€ 1,40
Average daily volumes (3m)	4.100

Stocks performance VS FTSE Italia Growth


Highlights (€ m)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	19,28	15,41	24,91	46,00	51,00	54,00
VoP	20,04	16,99	25,60	47,00	51,00	54,00
EBITDA	3,23	1,30	2,59	6,00	7,25	8,30
EBIT	1,62	0,10	1,52	4,60	5,75	6,70
Net Income	0,26	(0,36)	0,41	2,50	3,25	3,90
NFP	(2,60)	1,82	5,63	6,08	2,78	(0,07)
<i>EBITDA margin</i>	16,1%	7,7%	10,1%	12,8%	14,2%	15,4%
<i>EBIT margin</i>	8,1%	0,6%	5,9%	9,8%	11,3%	12,4%
<i>Net Profit margin</i>	1,3%	-2,1%	1,6%	5,3%	6,4%	7,2%

Multiples	Historical Multiples			Target Price Implied Valuation Multiples		
	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	N/A	N/A	15,2x	10,2x	8,5x	7,4x
EV/EBIT	N/A	N/A	25,9x	13,3x	10,7x	9,2x
P/E	N/A	N/A	82,4x	22,3x	17,2x	14,3x

Multiples	Historical Multiples			Current Price Implied Valuation Multiples		
	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	N/A	N/A	15,2x	5,5x	4,6x	4,0x
EV/EBIT	N/A	N/A	25,9x	7,2x	5,8x	5,0x
P/E	N/A	N/A	82,4x	11,0x	8,5x	7,1x

Nusco S.p.A.

Company Overview

Nusco S.p.A. è una società attiva dal 2011 nella produzione di porte e nella commercializzazione di porte, finestre ed infissi a marchio NUSCO. La Società, controllata dalla famiglia Nusco, è parte di un gruppo di oltre 22 società che dal 1968 opera nell'industria del legno e nel settore immobiliare, sotto la guida prima di Mario Felice Nusco e poi di Luigi Nusco e Michele Nusco. Partendo dal Sud Italia, Nusco è riuscita nel tempo a svilupparsi su tutto il territorio nazionale, tramite oltre 45 *franchising* monomarca, uno *showroom* di oltre 2.000 mq a Nola e un'ampia rete di rivenditori autorizzati, oltre a 3 presidi commerciali in Romania, Kuwait e Azerbaijan. L'offerta commerciale di Nusco si sviluppa attraverso due *Business Unit*: Porte e Infissi. Attraverso la prima linea di *business*, la Società segue i clienti in tutte le fasi del processo di acquisto di porte per interni e porte blindate a marchio Nusco, dalla ricezione degli ordini alla produzione fino alla spedizione e ai servizi di post-vendita. Al contrario, con riferimento alla *Business Unit* Infissi, Nusco, una volta ricevuti gli ordini per finestre, infissi, persiane e grate, si affida a Modo S.r.l. per la produzione dei vari tipi di prodotti, spediti poi direttamente ai clienti. In entrambi i casi generalmente il montaggio viene esternalizzato ai rivenditori, eccezion fatta per gli acquisti avvenuti direttamente nello *showroom* di proprietà. Dalla sua fondazione ad oggi, Nusco ha sempre prestato particolare attenzione alla ricerca di soluzioni all'avanguardia che possano garantire la massima soddisfazione dei clienti, tra di essi si annoverano lo sviluppo di soluzioni moderne in alluminio, e di porte tagliafuoco.

Valuation

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

Table 16 – DCF Valuation

DCF Equity Value		55,8
FCFO actualized	12,4	20%
TV actualized DCF	49,0	80%
Enterprise Value	61,4	100%
NFP (FY21A)	5,6	

Source: Integrae SIM

Considerando un rischio specifico pari a 2,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari al 10,28%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 55,8 mln.

Table 17 – Average Equity value

Average Equity Value (€/mln)	
Equity Value DCF (€/mln)	55,8
Target Price (€)	3,00

Source: Integrae SIM

La valutazione ha restituito un *target price* di € 3,00.

Euronext Growth Milan
PORTOBELLO
Retail & Media
Rating: BUY
Target Price: € 78,00
Risk: Medium
Stocks Data

Price (31/10/2022)	€ 18,50
Target price	€ 78,00
Upside/(Downside) potential	321,6%
Bloomberg Code	POR IM
Market Cap (€m)	€ 64,97
EV (€m)	€ 82,27
Free Float	33,03%
Share Outstanding	3.511.702
52-week high	€ 42,30
52-week low	€ 15,75
Average daily volumes (3m)	6.300

Stocks performance VS FTSE Italia Growth


Highlights (€ m)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	64,00	88,18	140,00	180,00	215,00	250,00
VoP	64,00	88,18	140,00	180,00	215,00	250,00
EBITDA	10,87	16,52	22,45	31,50	41,00	50,00
EBIT	8,58	13,89	18,70	27,30	36,50	45,20
Net Income	5,95	8,82	11,90	17,90	24,05	29,80
NFP	13,86	17,30	29,06	20,71	5,66	(13,04)
<i>EBITDA margin</i>	17,0%	18,7%	16,0%	17,5%	19,1%	20,0%
<i>EBIT margin</i>	13,4%	15,8%	13,4%	15,2%	17,0%	18,1%
<i>Net Profit margin</i>	9,3%	10,0%	8,5%	9,9%	11,2%	11,9%

Historical Multiples
Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	4,6x	9,0x	13,0x	9,2x	7,1x	5,8x
EV/EBIT	6,1x	10,3x	15,6x	10,7x	8,0x	6,4x
P/E	6,7x	14,5x	23,0x	15,3x	11,4x	9,2x

Historical Multiples
Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	4,6x	9,0x	3,7x	2,6x	2,0x	1,7x
EV/EBIT	6,1x	10,3x	4,4x	3,0x	2,3x	1,8x
P/E	6,7x	14,5x	5,5x	3,6x	2,7x	2,2x

Portobello S.p.A.

Company Overview

Portobello è una azienda italiana, fondata nel 2016, attiva nella rivendita di spazi pubblicitari di proprietà o di terzi con un modello di *business* innovativo incentrato sul *barter*, che mira ad offrire ai propri clienti la possibilità di acquistare prodotti di qualità a prezzi convenienti nella catena di negozi a marchio proprio.

La Società opera attraverso 3 linee di business: *Media*, *Retail* e *B2B*. La linea *Media* si occupa della vendita di spazi pubblicitari propri o di terze parti e dello sviluppo di media proprietari attraverso *mini-store* e *magazine* di intrattenimento, con la peculiarità di poter effettuare la vendita sotto forma di scambio di merci ("*barter*"). Così facendo, la Società riesce ad ottenere prodotti ad un prezzo molto conveniente da rivendere attraverso le altre due linee di *business* ai clienti finali. Attraverso i segmenti *Retail* e *B2B*, infatti, Portobello, tramite il proprio portale di vendita e un'ampia gamma di negozi fisici e di *showroom*, oltre a vari *marketplace*, offre i prodotti acquistati rispettivamente ad un pubblico di tipo *consumer* e *business*.

In conclusione, l'attività di Portobello ha almeno tre tipi di impatto positivo sul Paese: la possibilità per le famiglie di fare acquisti di prodotti di qualità a prezzi accessibili in un contesto inflattivo; per le imprese l'opportunità di generare cassa rendendo liquidi i propri asset, senza la necessità di accedere al credito, e infine l'ambiente, perché i prodotti attraverso Portello vengono rimessi sul mercato e non destinati allo smaltimento.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Portobello sulla base della sola metodologia DCF.

Table 18 – DCF Valuation

DCF Equity Value		273,9
FCFO actualized	47,7	16%
TV actualized DCF	243,5	84%
Enterprise Value	291,2	100%
NFP (FY21A)	17,3	

Source: Integrae SIM

Considerando un rischio specifico pari a 1,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari al 7,98%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 273,9 mln. La valutazione ha restituito un *target price* di € 78,00.

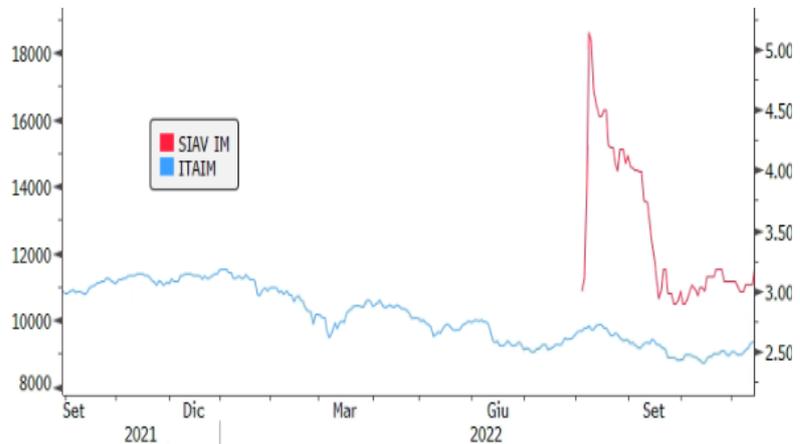
Table 19 – Equity value

Average Equity Value (€/mln)	273,9
Equity Value DCF (€/mln)	273,9
Target Price (€)	78,00

Source: Integrae SIM

Euronext Growth Milan
SIAV
ECM&BPO
Rating: BUY
Target Price: € 7,25
Risk: Medium

Stocks Data	
Price (31/10/2022)	€ 3,09
Target price	€ 7,25
Upside/(Downside) potential	134,6%
Bloomberg Code	SIAV IM
Market Cap (€m)	€ 28,34
EV (€m)	€ 34,66
Free Float	18,21%
Share Outstanding	9.170.000
52-week high	€ 5,70
52-week low	€ 2,63
Average daily volumes (3m)	7.000

Stocks performance VS FTSE Italia Growth


Highlights (€ m)	FY20A	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	28,87	31,61	34,00	38,10	43,00	48,85
VoP	34,14	40,07	42,05	42,20	46,80	52,70
EBITDA	2,90	3,99	5,45	6,45	8,75	12,05
EBIT	0,96	1,33	2,55	2,75	4,80	7,95
Net Income	0,75	0,92	2,25	2,40	4,20	6,75
NFP	3,28	6,32	4,35	2,95	(2,90)	(10,85)
<i>EBITDA margin</i>	8,5%	10,0%	13,0%	15,3%	18,7%	22,9%
<i>EBIT margin</i>	2,8%	3,3%	6,1%	6,5%	10,3%	15,1%
<i>Net Profit margin</i>	2,2%	2,3%	5,4%	5,7%	9,0%	12,8%

Multiples	Historical Multiples		Target Price Implied Valuation Multiples			
	FY20A	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	N/A	13,4x	11,3x	8,3x	6,0x
EV/EBIT	N/A	N/A	28,6x	26,5x	15,2x	9,2x
P/E	N/A	N/A	29,6x	27,7x	15,8x	9,9x

Multiples	Historical Multiples		Current Price Implied Valuation Multiples			
	FY20A	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	N/A	6,4x	5,4x	4,0x	2,9x
EV/EBIT	N/A	N/A	13,6x	12,6x	7,2x	4,4x
P/E	N/A	N/A	12,6x	11,8x	6,7x	4,2x

*Dati Pro-Forma

Siav S.p.A.

Company Overview

Siav S.p.A. è una società di *software* costituita nel 1989 da Alfieri Voltan, leader nei settori dell'*Enterprise Content Management (ECM)* e del *Business Process Outsourcing (BPO)*. La Società è a capo di un Gruppo internazionale fortemente presente a livello italiano e sempre di più a livello europeo e mondiale. In particolare: Siav East Europe S.r.l. si occupa di *outsourcing*, indicizzazione documentale e in maniera residuale di sviluppo *software*; Siav Suisse Sagl commercializza prodotti e servizi proprietari all'interno del mercato della Confederazione Elvetica; Mitric SA e Mitric S.r.l., acquisite nel 2021, sono specializzate in *mobile app* con *focus* in ambito *quality* e *audit management* e *HSE (Health, Safety and Environment)*.

Il Gruppo opera attraverso 9 uffici, di cui sei in Italia, uno in Romania e due in Svizzera, e vede il *business* organizzato in 3 linee: l'offerta dei *software* proprietari per la gestione documentale Archiflow, Silloge e Catflow, che assistono i clienti nell'implementazione di progetti di *digital transformation*; l'offerta di piattaforme *software* proprietarie e soluzioni verticali per la gestione documentale; l'offerta di servizi in *outsourcing* di dematerializzazione e conservazione sostitutiva dei documenti, gestiti tramite una soluzione proprietaria (Virgilio) e fatturazione elettronica B2B erogata attraverso il portale dei servizi Siav Services Hub.

La semplificazione portata da Siav nelle aziende non è, però, fine a sé stessa, ma rappresenta un processo corale in cui l'efficientamento contribuisce alla qualità della governance per stimolare positivamente una crescita economica condivisa, anche attraverso la difesa delle risorse ambientali, l'inclusività e la solidità del welfare.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Siav sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Considerando un rischio specifico pari a 2,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari al 7,56%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 78,8 mln.

L'*equity value* di SIAV, utilizzando il market multiple EV/EBITDA risulta essere pari a € 72,3 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di € 54,2 mln.

Table 20 – Average Equity value

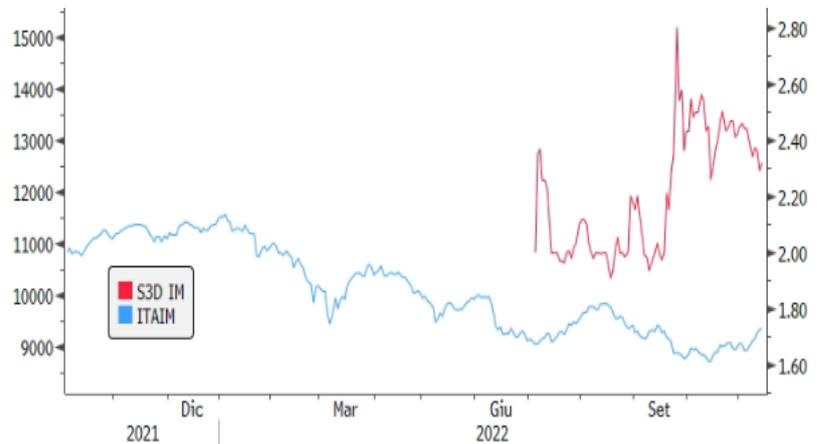
Average Equity Value (€/mln)	66,5
Equity Value DCF (€/mln)	78,8
Equity Value multiples (€/mln)	54,2
Target Price (€)	7,25

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio è risultato pari a € 66,5 mln. La valutazione ha restituito un *target price* di € 7,25.

Euronext Growth Milan
SolidWorld Group
3D Technology
Rating: BUY
Target Price: € 8,65
Risk: Medium
Stocks Data

Price (31/10/2022)	€ 2,42
Target price	€ 8,65
Upside/(Downside) potential	257,4%
Bloomberg Code	S3D IM
Market Cap (€m)	€ 28,21
EV (€m)	€ 42,07
Free Float	30,36%
Share Outstanding	11.657.000
52-week high	€ 2,93
52-week low	€ 1,90
Average daily volumes (3m)	49.000

Stocks performance VS FTSE Italia Growth


Highlights (€ m)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	48,59	55,08	60,80	68,50	79,00	88,00
VoP	50,00	58,20	64,00	71,00	81,50	90,50
EBITDA	2,57	4,09	5,20	7,10	8,90	10,70
EBIT	0,33	1,15	3,10	3,35	4,75	6,55
Net Income	-0,41	-0,13	1,90	2,00	2,80	4,10
NFP	13,62	13,86	10,17	5,62	1,17	(4,48)
<i>EBITDA margin</i>	5,1%	7,0%	8,1%	10,0%	10,9%	11,8%
<i>EBIT margin</i>	0,7%	2,0%	4,8%	4,7%	5,8%	7,2%
<i>Net Profit margin</i>	-0,8%	-0,2%	3,0%	2,8%	3,4%	4,5%

Historical Multiples
Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	N/A	22,1x	16,2x	12,9x	10,7x
EV/EBIT	N/A	N/A	37,0x	34,2x	24,2x	17,5x
P/E	N/A	N/A	53,1x	50,4x	36,0x	24,6x

Historical Multiples
Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	N/A	8,1x	5,9x	4,7x	3,9x
EV/EBIT	N/A	N/A	13,6x	12,6x	8,9x	6,4x
P/E	N/A	N/A	14,9x	14,1x	10,1x	6,9x

SolidWorld S.p.A.

Company Overview

SolidWorld S.p.A., fondata dall'ingegner Roberto Rizzo nel 2004 e a capo dell'omonimo Gruppo, è il principale 3D *Digital System Integrator* italiano nell'innovazione digitale. Composto da 11 società, con 14 sedi operative e 3 poli tecnologici distribuiti su tutto il territorio italiano, il Gruppo è attivo lungo tutte le fasi della filiera digitale dedicata alla 3D *Digital Manufacturing* offrendo servizi di stampa 3D, servizi di formazione e servizi integrati in settori come *automotive*, aerospaziale, meccanica, mecatronica, *sportssystem*, *home design* e moda.

In particolare, il Gruppo opera attraverso 3 *business line*: Software, che si caratterizza per la vendita ed il noleggio della suite CAD3D SolidWorks di Dassault Systèmes, della tecnologia proprietaria Integr@ e di altre soluzioni di terzi in *cloud* e *on premise*; Hardware, attraverso cui il Gruppo è opera come *reseller* di soluzioni hardware come stampanti e scanner 3D; Additive Manufacturing, che offre lo stampaggio di prodotti utilizzando le più collaudate tecnologie e metodologie per la realizzazione di prodotti in polimero. Infine, il Gruppo ha di recente dato vita alla divisione BIO3MODEL, con l'obiettivo di offrire servizi di consulenza, software, stampanti e visori anche nel settore biomedicale in cliniche e centri ospedalieri.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di SolidWorld sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Considerando un rischio specifico pari a 2,5% e applicando la formula del CAPM, è risultato un WACC pari all'5,89%. Prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, il DCF Method ha restituito un *equity value* di € 129,9 mln.

L'*equity value* di SolidWorld, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT, determinati come media dei multipli delle società incluse nel *panel*, risulta essere pari a € 95,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di € 71,8 mln.

Table 21 – Average Equity value

Average Equity Value (€/mln)	100,8
Equity Value DCF (€/mln)	129,9
Equity Value multiples (€/mln)	71,8
Target Price (€)	8,65

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio è risultato pari a € 100,8 mln. La valutazione ha restituito un *target price* di € 8,65.

Conclusione

La riconoscibilità dell'italianità come caratteristica di un prodotto, che negli ultimi anni si è diffusa e affermata in tutto il mondo, ha indotto i consumatori finali a ricercare sempre di più prodotti etichettati come *Made in Italy* e a riconoscere ad essi un valore superiore. Il brand *Made in Italy*, grazie all'elevata reputazione di cui gode a livello globale, nel 2021 si è posizionato al 9° posto come marchio nazionale di maggior valore al mondo e alla 32° posizione in termini di forza del marchio.

Negli ultimi anni il mercato del *Made in Italy* ha seguito un *trend* discontinuo a causa degli eventi inattesi manifestatisi nel periodo. Sebbene nel 2020 il settore abbia risentito degli effetti devastanti prodotti dalla pandemia da Covid-19, nella seconda parte del 2021 si è manifestata una vera e propria inversione di tendenza, che ha segnato un ritorno all'ottima *performance* registrata nel periodo pre-pandemia. Nel dettaglio, a partire dal secondo semestre del 2021 l'esportazione italiana di prodotti *Made in Italy* ha rilevato una crescita del 15,3%, trasversale a tutti i principali comparti del *Made in Italy*. Pur se non con gli stessi ritmi, a causa del conflitto russo-ucraino, tale crescita è proseguita anche nei primi mesi del 2022 (+5,5%) e proseguirà anche nel corso del 2023 (+4,8%).

L'analisi fondamentale, esposta nel secondo capitolo, ha dimostrato come le società appartenenti al comparto *Made in Italy*, nonostante le maggiori difficoltà durante il periodo della pandemia, siano riuscite a risollevarsi a pieno all'interno dell'Euronext Growth Milan e del contesto italiano, grazie a innovative strategie di business e alla lungimiranza imprenditoriale che le contraddistinguono. Nel corso del periodo 2020-2021, infatti, è stata registrata una crescita in termini di ricavi pari a circa il 30,0% in linea con le altre società del listino EGM. Inoltre, in termini di EBITDA è stata riscontrata una performance migliore delle società *Made in Italy* rispetto alle altre società del listino (+40,1% vs +32,3%).

Dall'analisi della performance di mercato è emerso l'apprezzamento e l'interesse verso le società *Made in Italy*, che, sebbene abbiano affrontato varie avversità nel corso dell'esercizio 2020, sono state capaci di risollevarsi rapidamente e di attrarre investitori nazionali ed internazionali, che hanno permesso di registrare ottime performance dell'andamento del titolo durante il 2021. Nel 2021 le società *Made in Italy* hanno mostrato una crescita delle proprie performance di mercato pari al 26,6%, nettamente superiore rispetto a quella osservata per le altre società del listino EGM (15,1%).

La prima sezione dell'analisi valutativa non ha mostrato sostanziali differenze tra i due *panel* in termini di *Upside Potential*, inteso come differenza percentuale tra il *best target price* e l'attuale valutazione del titolo sul mercato, considerato in questo caso come una *proxy* del potenziale di crescita del prezzo del titolo individuato dagli analisti. Si rileva in particolare un *Upside Potential* mediano più elevato per le società attive nei comparti *furniture* (73,4%) e *other* (61,1%), rispetto a quello osservato per le società operanti nei comparti *food* (47,3%) e *fashion* (31,0%).

Infine, dalla seconda sezione dell'analisi valutativa, emerge una differenza importante in termini di *pricing* tra le società *Made in Italy* operanti nei settori *food*, *fashion* e *furniture* e i relativi *comparable* europei (operanti in Germania, Francia, Regno Unito e Spagna), con multipli di mercato nettamente superiori per le società italiane.

4. Appendice

- **Askoll Eva S.p.A.**

È un'azienda con sede in Italia, che progetta e produce veicoli elettrici. Fornisce quattro tipi di prodotti: Bici a pedalata assistita, Motorini elettrici, Accessori, come scatole, zaini, borse, caschi e cestini. Askoll Professional, invece, fornisce veicoli elettrici personalizzabili (motorini) a clienti aziendali.

- **Bellini Nautica S.p.A.**

È una società con sede in Italia che si occupa della vendita di yacht e motoscafi nuovi e usati, gommoni e barche a motore Riva usati, fornendo anche un servizio di noleggio a lungo termine. Bellini Nautica S.p.A. offre servizi quali il *refitting* e la verniciatura delle imbarcazioni, il rimessaggio e i servizi portuali, l'assistenza meccanica e la manutenzione, il trasferimento e il trasporto delle imbarcazioni, nonché la consulenza tecnica e le procedure navali. La Società restaura imbarcazioni da collezione Riva e vende gli accessori Garmin, Fusion, Navigon, Navionics e l'abbigliamento nautico Raymarine.

- **Bifire S.p.A.**

È una società con sede in Italia che opera principalmente nel settore dell'isolamento termico e antincendio. La Società produce, tra l'altro, Aquafire, un pannello cementizio leggero fibrorinforzato resistente all'acqua e al fuoco per sistemi di costruzione a secco, Acquafire Led, progettato per la creazione di effetti luminosi a Led anche per ambienti esterni, docce, saune, bagni turchi e piscine e BILIFE SANUS, pannello isolante riciclabile che impedisce la formazione di muffe.

- **Clabo S.p.A.**

È una società con sede in Italia impegnata nell'industria di apparecchiature e componenti elettrici. La Società è attiva nella produzione di vetrine refrigerate e mobili per il mercato alimentare al dettaglio, come mense, bar e pasticcerie, caffetterie e mense che producono cibi giornalmente. Clabo progetta, produce e distribuisce i suoi prodotti ai mercati mondiali grazie ai suoi tre marchi commerciali: Orion, Artic e FB. Inoltre, la sede amministrativa e di produzione a Jesi è legata alle sue tre filiali estere, tra cui Clabo North America negli Stati Uniti (Union City, California), Clabo International Trading Co Ltd in Cina (Shanghai) e Clabo Brasil in Brasile (San Paolo).

- **Cofle S.p.A.**

È una società con sede in Italia impegnata principalmente nella produzione di cavi di controllo e sistemi di controllo remoto per macchine agricole, macchine, auto di lusso e veicoli commerciali. Inoltre, la Società è specializzata nella produzione di componenti per l'*aftermarket* automobilistico a livello globale.

- **Cover 50 S.p.A.**

Società con sede in Italia impegnata nella produzione di abbigliamento. La Società è specializzata nella progettazione, produzione e vendita di pantaloni da uomo e da donna. Distribuisce i vestiti sotto il marchio di PT Pantaloni Torino. Le linee di prodotto della Società comprendono una varietà di tipi di materiali, modelli, tagli e dimensioni. La collezione comprende PT01, PT01 Ghost Project, PT05, nonché PT Bermuda, tra gli altri. Inoltre, la Società opera negozi stazionari, oltre che *showroom* in un certo numero di paesi, come Italia, Germania e Giappone. Opera attraverso PT Pantaloni Torino Corp.

- **Culti Milano S.p.A.**

È una società che opera nel settore dei profumi d'ambiente. Fornisce il diffusore a midollino per profumo d'ambiente, che utilizza proprio questo materiale per meglio diffondere le fragranze nello spazio abitativo e pubblico. La Società offre diffusori, refills, spray ambiente, candele, complementi come sacchi per auto, bustine da casa e pochette in pelle. L'azionista principale della Società è Intek Group S.p.A., holding di partecipazione italiana con attività diversificate nell'industria, finanza e servizi.

- **Destination Italia S.p.A.**

È un'azienda di *travel tech*, opera nel settore turistico in Italia e all'estero. Fornisce tour ferroviari, *self-drive*, minivan, semi scortati, *city break*, transfer ed escursioni. L'azienda ha sede a Milano, Italia.

- **Eles Semiconductor equipment S.p.A.**

È un'azienda tecnologica con sede in Italia attiva nel campo dei sistemi di prova per affidabilità e qualità dei componenti microelettronici. L'Azienda sviluppa specifiche soluzioni per progettazione, abilitazione e produzione di memorie, segnali *Systems on Chip* (SOC) completamente digitali o misti, *Advanced Driver-Assistance Systems* (ADAS), memoria u-*incorporata*, *smart power*, led intelligenti e *Micro Electrical-Mechanical Systems* (MEMS). Il suo metodo di verifica, *RETE (Reliability Embedded Test Engineering)* copre i processi di progettazione, qualità e produzione. Le soluzioni e i servizi dell'Azienda sono usati principalmente nei settori automobilistico, aeronautico, aerospaziale, della difesa, industriale, comunicazioni e dell'Internet of Things (IOT).

- **Esautomotion S.p.A.**

È un produttore di componenti elettronici con sede in Italia. Opera come fornitore interaziendale per il settore industriale. È specializzata nel mercato del controllo numerico sviluppando, producendo e vendendo prodotti e servizi per l'automazione industriale, e più specificamente controllo numerico computerizzato (CNC) e software per gestire una vasta gamma di macchine usate in applicazioni. L'offerta dei prodotti della Compagnia include CNC per applicazioni di piegatura, CNC per altre applicazioni, Motori e Trasmissioni, Moduli Periferici Remoti, e Teste da taglio. L'offerta di servizi fornisce servizi a livello globale ventiquattrore su ventiquattro di vendita, supporto per l'installazione, assistenza telefonica, supporto in loco, diagnostica da remoto e pezzi di ricambio.

- **Estrima S.p.A.**

È una società con sede in Italia che si occupa principalmente della produzione di automobili. La Società progetta e produce minicar a due posti elettriche e relativi accessori con il marchio Birò. Opera attraverso società controllate, tra cui Brieda E C S.r.l., Sharbie S.r.l. e UPooling S.r.l., che offrono servizi di *Mobility as a Service*, noleggio e condivisione di veicoli, mentre la società controllata francese Birò France Sas svolge attività di distribuzione sul territorio francese. La Società opera a livello globale.

- **Fervi S.p.A.**

È un'azienda con sede in Italia che fornisce attrezzature industriali e commerciali. L'azienda opera attraverso 4000 negozi ed offre circa 6000 riferimenti del marchio Fervi. Il suo portafoglio di prodotti include macchinari, che comprendono sollevamento e trasporto, macchinari per la rifinitura, pompe idrauliche ed a pressione; accessori per macchinari, che includono strumenti per fresatura e tornitura, custodia ed invio di strumenti, morse per macchinari; abrasivi, che includono nastri abrasivi, ruote abrasive, ruote da taglio e spazzole metalliche; consumabili, che includono trapani e seghe a tazza, maschi filettatori e matrici, spray ed ingrassatori; misura, che include strumenti di misurazione, micrometri, bilance, metri digitali ed analogici, ferramenta, che include strumenti per il taglio, pinze, martelli, lime e scalpelli, e strumenti generali, che include generatori, radiatori, illuminazione e lenti, accessori per idrocarburi e pneumatici, tra gli altri.

- **Finlogic S.p.A.**

È una società impegnata in servizi di stampa commerciali, con sede in Italia. La Società è attiva nella produzione di etichettatura. Si concentra nella produzione di nastri a trasferimento termico e le etichette di lavoro con i nomi di marca. Inoltre, è il distributore delle stampanti sotto il nome di marca SATO nel mercato domestico e fornitore di codici a barre, come stampanti, terminali e scanner per codici a barre. L'Azienda progetta e produce un'ampia gamma di etichette per le attività di produzione, ed è specializzato nei seguenti settori: prodotti alimentari, logistica, prodotti farmaceutici, prodotti sanitari e cosmetici. Le sue etichette sono realizzate in numerosi materiali: carta, cartone, plastica, cloruro di polivinile (PVC) e polipropilene, tra gli altri. I suoi prodotti sono in grado di essere adesivo e non adesivo e di essere fornito in una gamma di colori e formati.

- **Fope S.p.A.**

È una società con sede in Italia che progetta, produce e commercializza gioielli. Il portafoglio del suo prodotto comprende braccialetti, collane, anelli, orecchini e flex'it. La Società fornisce varie collezioni, come Eka, Eka Tiny, Love Nest, Lovely Daisy, Mialuce, Silverfope, Solo, Vendome e Wild Rose. La Società vende i suoi prodotti attraverso gioiellieri provenienti da Europa e Stati Uniti agli Emirati Arabi Uniti, Sudafrica e Hong Kong. Il suo centro produttivo e amministrativo si trova a Vicenza.

- **Franchi Umberto Marmi S.p.A.**

È una società che si occupa di estrazione, lavorazione, commercializzazione e fornitura di lastre e blocchi di marmo in Italia e all'estero. L'azienda fornisce marmi Calacatta Franchi, Statuario Franchi, Bianco Venatino, Bianco Carrara e Gioia, Zebrino, Bardiglio, Grigio Manhattan e Grigio Collemantina. Gestisce anche un negozio Franchi. Franchi Umberto Marmi S.p.A. è stata fondata nel 1971 e ha sede a Carrara, Italia ed è una controllata della Holding Franchi S.p.A.

- **Friulchem S.p.A.**

È una società impegnata nella ricerca, sviluppo e produzione di prodotti farmaceutici originali e generici per il settore umano e veterinario in Italia. Offre cosmeceutici generici, ovvero cosmetici ad elevato contenuto di principi funzionali e ad attività dimostrata da test riconosciuti, e integratori alimentari, cubetti masticabili per animali, e prodotti cosmetici per i disturbi della pigmentazione. L'azienda ha sede a Milano, Italia.

- **G.M. Leather S.p.A.**

È una società con sede in Italia che opera nel settore della concia e della lavorazione delle pelli. La Società si occupa principalmente dell'approvvigionamento di materie prime: pelli bovine grezze e pelli semilavorate, nonché della commercializzazione sia delle materie prime che del prodotto finito. I suoi prodotti comprendono articoli di arredamento e pelletteria. La Società si occupa della filiera produttiva dell'industria conciaria attraverso la sua controllata Genesi S.r.l., che si focalizza su processi personalizzati quali riconcia, tintura, rifinitura e controllo qualità. La Società si pone in qualità di partner per clienti internazionali e italiani, quali distributori e marchi che operano nel settore dell'arredamento, della moda e della pelletteria.

- **Gambero Rosso S.p.A.**

È una società con sede in Italia impegnata nel settore dell'editoria di consumo. La Società è attiva principalmente nella pubblicazione di riviste enogastronomiche. Gambero Rosso S.p.A. pubblica guide, riviste mensili e settimanali e organizza eventi internazionali. Inoltre, fornisce anche servizi pubblicitari multimediali, articolati e integrati nei settori del vino, del cibo e del turismo attraverso le sue piattaforme. Gambero Rosso S.p.A. è impegnata nei servizi di ricerca e sfruttamento di prodotti enogastronomici e operazioni multimediali che vanno da riviste a libri e guide ai canali televisivi, oltre a organizzare corsi di cucina. La Società è attiva nel mercato locale.

- **Gibus S.p.A.**

È un'azienda di progettazione per esterni con sede in Italia. Progetta, produce e distribuisce tende da sole, pergole e prodotti e servizi collegati. L'Azienda opera in tre linee di attività: Progettazione, Lusso ad Alta Tecnologia e Sostenibilità. La linea di attività Progettazione, l'attività centrale dell'Azienda, include pergolati, tende da sole e pareti di vetro. La linea di attività Lusso ad Alta Tecnologia comprende pergolati bioclimatici che attraverso sensori tecnologici regolano la luce solare. La linea di attività Sostenibilità offre tende da sole speciali progettate per risparmiare energia. I clienti della Compagnia includono alberghi, ristoranti e caffetterie, tra gli altri in Europa.

- **Gismondi S.p.A.**

È una società che produce e commercializza gioielli. Opera attraverso 4 boutique dirette, 1 negozio in franchising e 12 corner negli Stati Uniti, in Italia e in Russia. L'azienda ha sede a Genova, Italia.

- **Grifal S.p.A.**

È una compagnia con sede in Italia attiva nel commercio dell'imballaggio protettivo. Offre una vasta gamma di soluzioni d'imballaggio personalizzabili, che coprono completamente la catena di produzione degli imballi, inclusi progettazione, produzione, certificazione e servizio logistica. L'Azienda produce e possiede Mondaplen, un materiale per imballaggio protettivo e riempimento di vuoti ottenuto da schiuma di polietilene espanso, o da altri materiali termosensibili, disponibile in una vasta varietà di formati; cArtù, un tipo di cartone ondulato, e *cushionPaper*, una struttura mono-strato fatta di cartone ondulato. Tramite Mondaplen, l'azienda crea anche prodotti, come antiurti da muro per porte d'auto, mobili da interno/esterno, scatole protettive, materassini da ginnastica, materiale fonoassorbente per studi di registrazione, protezioni sportive, prodotti per animali e molto altro. Attraverso la Rete Mondaplen, l'Azienda consegna i propri prodotti internazionalmente.

- **High Quality Food S.p.A.**

È una società con sede in Italia che si occupa principalmente di produzione, trasformazione e distribuzione di prodotti alimentari. La Società offre carne, salumi, formaggi, pesce, crostacei e caviale, frutta, verdura ed erbe aromatiche, riso e pasta, oli, aceti ed essenze, farine, cereali, legumi e lieviti, sali, spezie e zuccheri, funghi e tartufi, uova, latte e derivati del latte, dessert e pasticceria, agrigelati, marmellate, confetture e gelatine, prodotti cotti, salse e condimenti, prodotti etnici, prodotti conservati, vini e bevande, tra gli altri. Vende i suoi prodotti attraverso il portale di *e-commerce* Buongusterai ed è presente a livello globale.

- **I.L.L.A. S.p.A.**

È una società italiana che produce articoli per la cottura, tra cui pentole, padelle, tegami e casseruole di alluminio con rivestimenti antiaderenti. La Società gestisce strutture per agevolare la produzione e la ricerca e per assicurare una totale integrazione dell'intero ciclo produttivo, dalla forgiatura dei dischi d'alluminio alla spedizione del prodotto finito. La gamma offerta include diverse linee di prodotti come Senzafiamma, che è dotata di un fondo a induzione che consente una cottura perfetta dei cibi grazie a una collocazione ottimale di punti di distribuzione del calore; Pietra E Gusto, che è progettata con un fondo modificato e un esterno con effetto pietra; Royal, che include tegami, padelle e teglie da forno; Bio cook oil, che consente una cottura senza grassi aggiunti grazie alle sue eccezionali proprietà antiaderenti, e Agata, che comprende padelle e casseruole di alta qualità fatte di alluminio indeformabile.

- **ILPRA S.p.A.**

È un'azienda di tecnologia con sede in Italia e attiva a livello globale. Fornisce soluzioni per l'industria dell'imballaggio. Opera nei mercati alimentare, non alimentare e medico-sanitario. La sua offerta include una vasta gamma di prodotti personalizzabili divisi in tre linee: Riempitrici/Dosatrici, Termosaldatrici e Termoformatrici. Le diverse macchine assicurano il confezionamento mediante saldatura, sottovuoto, in atmosfera modificata e tipo skin. Le macchine possono essere automatiche, semiautomatiche, in linea e rotative e possono essere integrate con linee di produzione esistenti o possono operare indipendentemente.

- **Industrie Chimiche Forestali S.p.A.**

È una società con sede in Italia impegnata nel settore della chimica speciale. Attraverso le sue controllate l'azienda produce principalmente adesivi per i mercati dell'automobile, dell'imballaggio flessibile, della laminazione lucida, delle applicazioni industriali, dei mobili, delle calzature, della nautica, dell'industria del legno e della pelletteria. L'Azienda è attiva a livello globale.

- **Italia Independent Group S.p.A.**

È una società patrimoniale con sede in Italia impegnata principalmente nella produzione di occhiali. Italia Independent Group S.p.A. è specializzata nella fabbricazione e distribuzione di occhiali da sole e montature per occhiali da lettura. Inoltre, i prodotti e i servizi della Società comprendono prodotti *lifestyle*, come vestiti e accessori, nonché di servizi di comunicazione. Italia Independent Group S.p.A. commercializza i propri prodotti attraverso il marchio Italia Independent. La Società opera attraverso le sue consociate e affiliate, che comprendono I Spirits S.r.l., Sound Identity S.r.l., We Care S.r.l., Independent Value Card S.r.l., Independent Ideas S.r.l., LA S.p.A., Italia Independent S.p.A. e Italia Independent USA Corp, tra le altre.

- **Italia Wine Brands S.p.A.**

La Società, insieme alle sue controllate, produce e distribuisce vini italiani nel mondo. L'azienda vende i suoi prodotti vitivinicoli con i marchi Giordano Wines, Svinando, Break Free Beer, Elettra, Grande Alberone, Old World, Oroperla, Poggio del Concone, Raphael Dal Bo, Ronco di Sassi e Sellaronda. Italian Wine Brands S.p.A. ha sede a Milano, Italia.

- **Jonix S.p.A.**

È una società con sede in Italia che opera nel settore della climatizzazione. Si occupa di ricerca, progettazione e sviluppo di dispositivi e sistemi per la sanificazione e la decontaminazione degli ambienti interni con la Tecnologia del Plasma Non Termico. È presente in Europa, Africa, Asia, Medio Oriente e Sud America attraverso una rete di distributori e partner autorizzati. Alcuni dei suoi prodotti principali sono Jonix CUBE, che è un dispositivo di purificazione dell'aria; Jonix Mate e Minimate, che sono dispositivi di filtrazione e sanificazione dell'aria al plasma non termico; Jonix Steel, che elimina i contaminanti biologici e chimici; JONIX UP IN, che è un'unità di sanificazione e decontaminazione permanente per superfici e l'aria interna.

- **Kolinpharma S.p.A.**

È un'azienda con sede in Italia specializzata nell'industria farmaceutica. La Società offre diversi prodotti, tra cui almetax , integratore alimentare a base di acido lipoico, L-triptofano, curcuma, vitamine B5, B6 e C, cromo picolinato e zinco, che agisce in maniera sinergica sui principali sintomi della menopausa; Almatex easy, che assicura la preservazione del benessere generale del corpo; Dolasix, che è un integratore alimentare che agisce sinergicamente in favore della normale funzionalità delle cartilagini e del tessuto connettivo; Ivuxur, ovvero un integratore alimentare a base di mirtillo rosso americano (estratto essiccato di cranberry), D-mannosio, uva ursina e zinco, usato nel trattamento di infezioni del tratto urinario; Milesax, un integratore alimentare a base di bisglicinato di magnesio, Boswellia serrata e L-triptofano, che agisce sinergicamente su contratture, rilassamento muscolare e umore durante le fasi di riabilitazione e recupero, e Xinepa.

- **Labomar S.p.A.**

È una società con sede in Italia che produce integratori alimentari, in formato solido e liquido. I prodotti solidi orali della Società comprendono compresse masticabili, compresse deglutibili, compresse rivestite, compresse gastroresistenti, compresse a rilascio ritardato, microcompresse, capsule rigide di gelatina vegetale o animale, polveri orodispersibili e polveri dispersibili in acqua. I suoi prodotti liquidi per uso orale comprendono sciroppi, sospensioni idrogliceriche e idroalcoliche, soluzioni, emulsioni e nanoemulsioni. La Società serve le aziende che operano nel settore dell'informazione medica, nei canali di distribuzione nelle farmacie e nelle erboristerie, nei negozi al dettaglio di prodotti per sportivi e nell'organizzazioni di vendita al dettaglio.

- **Laboratorio Farmaceutico Erfo S.p.A.**

È una società farmaceutica con sede in Italia che opera principalmente nel settore della nutraceutica. La Società è specializzata nella produzione di integratori alimentari, che grazie alla ricerca e allo sviluppo effettuati internamente e in collaborazione con l'Università Campus Bio-Medico di Roma e l'Università di Messina fornisce prodotti di valore scientifico in diverse aree terapeutiche. La Società opera a livello globale.

- **Longino & Cardenal S.p.A.**

È una società con sede in Italia, che fornisce cibo all'industria della ristorazione, sia a livello nazionale che all'estero. L'Azienda ricerca nuovi ingredienti grezzi a livello globale, che poi vende in tutto il mondo attraverso la sua rete di controllate. In collaborazione con una vasta gamma di partner commerciali, l'Azienda fornisce un'ampia selezione di prodotti. Gestisce 12 segmenti di prodotto: Frutti di Mare, Plancton Marino, Carni e Uova, Prosciutti e Salami, Formaggi ed altri prodotti caseari, Fiori, Germogli ed Erbe Aromatiche, Tartufi e Funghi, Pane, Pasta, Riso e Legumi, Sale, Spezie e Condimenti, Cioccolato; Champagne e Vodka, Prodotti Etnici e di Pasticceria. L'Azienda è inoltre presente in Hong Kong e Dubai.

- **Marzocchi Pompe S.p.A.**

È un produttore, con sede in Italia, di pompe ed equipaggiamento per pompaggio. La Società disegna, produce e vende ingranaggi esterni di pompe e motori. Marzocchi Pompe S.p.A. è specializzata in micro-idraulica e offre una vasta gamma di prodotti, comprendo tutti gli standard necessitati dai mercati in termini di dislocamento, flangie, pozzi e conversione. Il suo portafoglio prodotti include le nuove marzocchi pompe, micro-pompe, motoriduttori in alluminio, motori con flangia e copertura in ghisa, costruiti in valvole, cuscinetto di sostegno, pompe corte, pompe componibili e accessori.

- **Masi Agricola S.p.A.**

È una società con sede in Italia impegnata nel settore dei distillatori e delle cantine. La Società produce e distribuisce vini e utilizza principalmente uve e metodi autoctoni delle Venezie. Il portafoglio di prodotti di Masi Agricola S.p.A. comprende vini rossi per dessert, vini rossi secchi, vini bianchi e spumanti. Inoltre, la Società produce prodotti agricoli tradizionali, tra cui aceto balsamico, miele di acacia, marmellate di ciliegie e di castagne. Opera attraverso Canova S.r.l., Società Agricola Canevel S.r.l., Canevel Spumanti S.p.A. e Canevel Spumanti Tenuta Le Vigne Società Agricola Srl.

- **Matica S.p.A.**

La Società, con sede in Italia, progetta, sviluppa, produce e commercializza sistemi di emissione di documenti di sicurezza in Italia e all'estero. L'azienda offre soluzioni *hardware* e *software* per l'emissione di ID finanziari e digitali, inclusi desktop e altri sistemi, sistemi di mailing, goffratrici di targhe metalliche, sistemi per chioschi e materiali di consumo, nonché Maticard Pro, una *suite software* basata su una piattaforma aperta per la gestione dei sistemi di emissione delle carte. Serve i settori finanziario, governativo, del controllo degli accessi e dei trasporti di transito.

- **Medica S.p.A.**

È una società con sede in Italia, ma operante a livello globale, che si occupa principalmente di progettazione, produzione e fornitura di sistemi di purificazione del sangue. Attraverso società controllate, come Tecnoideal S.r.l., la Società non solo offre dializzatori, ultrafiltri, set online HDF, linee di sangue e dializzatori pediatrici per il trattamento dialitico, ma fornisce anche apparecchiature CRRT per cure critiche, emofiltrati, filtri pediatrici, rimozione di CO₂, apparecchiature per aferesi, frazionatori a cascata, filtri per plasma e adsorbitori di leucociti. Fornisce anche Cardiosmart, un sistema integrato per il trattamento dei pazienti affetti da insufficienza cardiaca congestizia, membrana MediSulfone ed emoconcentrazione Purema. Si occupa di sistemi di purificazione dell'acqua, tra cui filtrazioni per laboratori farmaceutici e industriali, depuratori d'acqua individuali e filtrazioni per punti di utilizzo. La Società fornisce, tra gli altri, set per infusione, sistemi urodinamici, scanner vescicale palmare e sistemi per gastroenterologia.

- **Monnalisa S.p.A.**

È un'azienda con sede in Italia attiva nell'industria della moda. L'Azienda fornisce indumenti per bambini e neonati. Possiede diversi marchi, inclusi Monnalisa Bebe, Monnalisa Fun, Monnalisa, Jakioo, Chic Monnalisa, Hitch-Hiker and Monnalisa Couture. La distribuzione dei prodotti Monnalisa viene realizzata attraverso quattro canali: ingrosso attraverso negozi indipendenti di multimarca; ingrosso attraverso negozi di vendita al dettaglio di marca in *partnership*; negozi aziendali di vendita al dettaglio attraverso singoli negozi di marca; vendita al dettaglio *online*. Monnalisa opera in più di 50 paesi, attraverso negozi di punta, negozi in centri commerciali e *boutiques*.

- **Nice Footwear S.p.A.**

È una società con sede in Italia specializzata nella produzione e nella distribuzione di calzature *outdoor* e sportive sia nel mercato italiano che in quello estero. La Società si concentra sulla produzione di scarpe da ginnastica posizionate nella fascia di mercato media e medio-alta, per uomo, donna e bambino. La Società progetta, crea e distribuisce collezioni di marchi come Kronos, Avirex, Ellesse, Conte of Florence o Fred Mello. La Società è anche coinvolta in progetti speciali finalizzati al supporto nella creazione di nuove collezioni sportive e di moda per molti marchi del settore della moda. È attenta anche alla sostenibilità, in quanto utilizza materiali riciclati per le sue scarpe, così come per le scatole di imballaggio.

- **Nusco S.p.A.**

È una società con la base in Italia attiva nella produzione e nella commercializzazione di porte per interni e infissi in legno, PVC, alluminio e ferro a marchio Nusco. La Società svolge la propria attività attraverso due unità di business: Porte, che si occupa della produzione della gamma di porte offerte da Nusco e della commercializzazione di porte blindate; Infissi, attiva nella commercializzazione di finestre, persiane e grate in ferro. I prodotti della Società sono rivolti a una gamma di clienti costituiti da imprese di costruzioni, *franchisee* gestiti da affiliati, rivenditori e clienti privati. La Società opera a livello locale sul territorio italiano.

- **Officina Stellare S.p.A.**

È un'azienda attiva a livello internazionale con sede in Italia specializzata nella progettazione e nella produzione di strumentazione ottica e aerospaziale per applicazioni spaziali e terrestri. Opera attraverso tre segmenti: Aerospazio, Ricerca Scientifica e Difesa. Il segmento Aerospazio progetta e produce sistemi satellitari ottici ad ampio campo spettrale ad alta definizione, comunicazioni laser/sistemi d'antenna ottici, grandi sistemi ottici a controllo remoto e piattaforme di segnalazione/monitoraggio ad alta velocità per applicazioni di consapevolezza/residui spazio situazionali. Il segmento Ricerca Scientifica fornisce differenti tipi di telescopi, sistemi ottici e astrografici. Il segmento Difesa sviluppa e produce sistemi ottici chiusi per rotazione ad alta velocità.

- **Omer S.p.A.**

È una società con sede in Italia specializzata nella produzione di interni e carenature per i mercati del materiale rotabile in Europa e negli Stati Uniti. La Società è specializzata sulla progettazione e sulla produzione di prodotti, che si dividono in tre categorie principali: interni (rivestimenti, lucernari, vestiboli e divisori), moduli per *toilette*, carenature e porte. I prodotti sono realizzati in leghe di alluminio, leghe di acciaio e materiali plastici e compositi, e sono utilizzati principalmente nei treni ad alta velocità, nei treni regionali e nelle metropolitane. Tutti i prodotti fabbricati sono sottoposti ai test di resistenza al fuoco, di isolamento termico e di resistenza alla corrosione. La Società ha stabilimenti di produzione in Italia e negli Stati Uniti.

- **OSAI Automation Systems S.p.A.**

È una società con sede in Italia che opera nel campo dell'automazione dei processi industriali. Opera attraverso quattro segmenti: Automatica e Robotica, che offre banchi, tavole rotanti, linee e macchinari per moduli; Elettronica, specializzata nella produzione di macchinari per l'assemblaggio, la marcatura, la fresatura e la dipanatura laser; Microlavorazioni Laser, che fornisce apparecchiature per la marcatura laser, attrezzature per la saldatura e il taglio della plastica; Semiconduttori, focalizzata sui test dei sensori, sui dispositivi di potenza e sulle soluzioni di automazione del *burn-in*. I prodotti offerti si basano su sistemi standard o su macchine speciali per l'assemblaggio e il collaudo di componenti ad alta tecnologia per l'industria dei semiconduttori, automobilistica e di industrie manifatturiere elettroniche. La Società opera a livello globale e possiede delle succursali dislocate in Germania, Cina e negli Stati Uniti d'America.

- **Pattern S.p.A.**

È un'azienda attiva nel settore della moda di lusso, con sede in Italia, che produce abbigliamento uomo e donna per i suoi clienti, coprendo tutte le fasi della filiera produttiva, dalla concezione, progettazione e prototipazione, alla produzione delle collezioni. L'Azienda opera solamente in Italia.

- **Portale Sardegna S.p.A.**

È una compagnia con sede in Italia impegnata nel settore dei viaggi. La Società opera come agenzia di viaggi attraverso la gestione di un portale *online*, ossia portalesardegna.com, amministrato dagli abitanti del posto, che offre diverse soluzioni di viaggio in Sardegna, un'isola nel Mar Mediterraneo. La Società offre prenotazioni di alberghi, villaggi turistici e appartamenti privati, nonché biglietti per traghetti e pacchetti per gruppi, il tutto con consulenza *online*.

- **Powersoft S.p.A.**

È un'azienda di tecnologia con sede in Italia, specializzata in amplificatori professionali leggeri, ad alta potenza ed efficienza energetica. L'Azienda fornisce una vasta gamma di prodotti, come amplificatori elettrici, *speaker* elettronici e *software* audio usati in differenti applicazioni, inclusi stadi, parchi a tema, teatri, aeroporti, centri congressi, luoghi di culto, club, concerti ed eventi internazionali dal vivo. Opera a livello mondiale attraverso una rete di distributori autorizzati e centri di assistenza tecnica. L'Azienda gestisce diversi stabilimenti di produzione a livello locale e possiede una controllata negli Stati Uniti, responsabile per il commercio e l'assistenza tecnica.

- **Pozzi Milano S.p.A.**

È una società con sede in Italia che opera principalmente nel mercato degli articoli per la tavola e per la casa. La Società offre diversi prodotti nell'ambito degli accessori per la casa e dei temi decorativi, tra cui collezioni di stoviglie e articoli da regalo. Fornisce, tra gli altri, piatti, posate, tovaglioli, tovaglie e piatti da portata. La Società opera attraverso i suoi marchi, come Easy Life, che è un *brand* di porcellana decorata e melamina e si occupa di generare le vendite, Pozzi, sotto il quale vengono realizzate le collezioni e Castello Pozzi, come una società terza che opera nella distribuzione. La Società è presente non solo a livello locale ma anche a livello globale sotto il marchio WD Lifestyle.

- **Racing Force S.p.A.**

È una società con sede in Italia, ma operante a livello globale, che si occupa principalmente della produzione di attrezzature e accessori sportivi. La Società offre accessori per *kart* da corsa e *rally*, nonché abbigliamento tecnico per piloti con una gamma di prodotti per la protezione e le prestazioni utilizzati da professionisti, atleti amatoriali, scuderie e case automobilistiche dalla Formula 1 al Campionato del Mondo *Rally*, alle corse di auto sportive, Stockcar, Rally-raid e Karting.

- **Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.**

È una *holding* con sede in Italia attiva nel settore dei rivestimenti tessili. I prodotti offerti e i servizi ad essi collegati, personalizzabili, coprono tutta la filiera produttiva, dalle materie prime al prodotto finito. In particolare, la Società, insieme alle sue controllate, opera in cinque differenti linee commerciali: Tappeti Imbottiti, Tappeti Intrecciati, Erba Artificiale, Aghi Non Tessuti e Prodotti Commercializzati e Servizi Complementari connessi alla pavimentazione tessile. Le linee commerciali Tappeti Imbottiti, Tappeti Intrecciati, Aghi Non Tessuti sono specializzate nella lavorazione di tappeti interni; la linea di attività commerciale Erba Artificiale produce erba artificiale; mentre le linee commerciali Prodotti Commercializzati e Servizi Complementari connessi alla pavimentazione tessile commerciano prodotti di terze parti connesse al mercato. L'Azienda è principalmente impegnata nei mercati residenziale e a contratto marino, sportivo ed automobilistico.

- **Rosetti Marino S.p.A.**

È una società con sede in Italia impegnata principalmente nella fornitura di servizi di ingegneria e nella costruzione per il settore petrolifero e del gas. L'attività della Società si struttura in tre divisioni principali: Petrolio e Gas, Costruzioni Navali e Impianti di Lavorazione. Tramite la divisione Petrolio e Gas, la Società offre moduli e strutture *off-shore*, come ponti integrati, moduli di processo, alloggi e moduli di *utility* e incamiciature. Attraverso la divisione Costruzioni Navali è attiva nella progettazione e nella costruzione di una vasta gamma di navi, quali rimorchiatori, sistemi di propulsione e sistemi trattori, navi per rifornimento piattaforme, navi adibite al tensionamento degli ancoraggi, rimorchiatori d'alto mare, rimorchiatori per porto e traghetti. Attraverso la divisione Impianti di Lavorazione, la Società fornisce pacchetti di procedure, serbatoi di processo e impianti di processo modulari, che vengono applicati nel trattamento di idrocarburi a monte.

- **Sciuker Frames S.p.A.**

È una società con sede in Italia, che progetta e produce, principalmente, finestre in vetro strutturale, in legno e in alluminio. La Società usa la tecnologia brevettata Stratec, ottenuta dall'accoppiamento e dalla combinazione di quattro profili lamellari. Il suo portafoglio di prodotti include una varietà di infissi divisi in quattro collezioni: Stratek, Skill, Isik e Persiane che si distinguono in base ai materiali usati per la loro creazione. La Società opera localmente attraverso una rete di *showroom* e negozi propri, in *partnership* o in *franchising*.

- **Shedir Pharma S.p.A.**

È una società farmaceutica con sede in Italia specializzata in nutraceutici, cosmetici e dispositivi medici. L'Azienda commercializza i propri prodotti in forme differenti e sotto le linee Shedir Farmaceutici, Deimos Farmaceutici, Phobos Farmaceutici, Menkar Farmaceutici e Greenplanet Divisione Farmaceutica. I prodotti offerti coprono un'ampia gamma di aree terapeutiche, come quella cardiovascolare, dermatologia, neurologia, urologia, ginecologia e salute dentale.

- **Svas Biosana S.p.A.**

È una società con sede in Italia che produce e commercializza dispositivi medici e prodotti farmaceutici. La Società è composta da quattro settori: Farmex, che produce gamme di garze e prodotti in cotone; Medical, che fornisce linee di aspirazione, linee di infusione e confezioni personalizzate; Svas, che fornisce i prodotti a marchio proprio, specialità, soluzioni galeniche e prodotti monouso; Harvest, che fornisce apparecchiature elettromedicali e servizi tecnici post-vendita. La Società è la controllata del gruppo Svas.

- **Technoprobe S.p.A.**

È una società attiva a livello globale, con sede in Italia, che si occupa principalmente della produzione di segnali elettrici, strumenti di misurazione e di test. La Società produce semiconduttori e offre microelettronica, sviluppando soluzioni di test per *chip* e di *probe card* per diversi *brand* tecnologici. Inoltre, la Società si presenta come un polo tecnologico per la ricerca e l'innovazione dei semiconduttori.

- **Tenax International S.p.A.**

È una società con sede in Italia, ma operativa in tutto il mondo, che progetta e produce spazzatrici e lavapavimenti stradali a basso voltaggio e 100% elettrici. La Società, oltre a fornire soluzioni di noleggio con manutenzione completa inclusa, offre una vasta varietà di soluzioni personalizzabili, che possono essere combinate con una gamma modulare di caricabatterie a bassa tensione e batterie completamente intercambiabili. La Società dispone di una rete di distribuzione mondiale e garantisce un'assistenza completa 24 ore su 24 e 7 giorni su 7, con officine fisse e mobili, macchine dimostrative e magazzini forniti di pezzi di ricambio per la manutenzione e la riparazione.

- **Ulisse Biomed S.p.A.**

È una società con sede in Italia che opera nel settore delle biotecnologie sanitarie ed è specializzata sulla creazione di piattaforme e prodotti diagnostici nuovi e trasformativi. La Società crea sistemi diagnostici che possono raggiungere direttamente le persone e contribuire ad aumentare la frequenza del monitoraggio della salute. Le sue piattaforme comprendono Sagitta, NanoHybrid e Aptavir. Sagitta è una piattaforma tecnologica di diagnostica molecolare, in grado di rilevare e caratterizzare acidi nucleici di origine virale, batterica ed eucariotica. Sagitta viene utilizzata per sviluppare test per il pannello virale respiratorio, le malattie sessualmente trasmissibili, le malattie infettive e l'oncologia. NanoHybrid può essere implementato non solo per sviluppare soluzioni diagnostiche ma anche nel campo della terapeutica: l'integrazione di un metodo diagnostico con un intervento terapeutico specifico volto a massimizzare l'efficacia del farmaco, nonché il monitoraggio di vaccini/immunoterapie. Aptavir è una piattaforma per l'identificazione e la produzione di molecole antivirali.

- **Vimi Fastners S.p.A.**

È un fornitore per aziende industriali con sede in Italia, specializzato sui componenti meccanici. La Società è attiva nei mercati delle automobili, dei motori industriali e dei veicoli aziendali, del petrolio e del gas, dell'aerospaziale e del motorsport. Offre una vasta gamma di prodotti e servizi per differenti applicazioni, come motori, turbocompressori, collettori e sistemi di scarico, gruppo trasmissione, sistema frenante, sospensioni e ruote. L'offerta motori include la progettazione e la produzione di organi di fissaggio di sicurezza destinati all'assemblaggio dei componenti critici dei motori endotermici. L'offerta di turbocompressori include turbocompressori e prodotti correlati. Con riferimento ai collettori e ai sistemi di scarico la Società offre prodotti destinati al fissaggio di componenti sottoposti ad alte temperature in fase di esercizio. Il gruppo trasmissione offre prodotti ad elevata resistenza meccanica. Il sistema frenante include prodotti di fissaggio correlati sviluppati insieme ad altre aziende. L'offerta sospensioni e ruote offre prodotti personalizzati. La Società è attiva a livello locale, in Germania, negli Stati Uniti ed in Cina.

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 and Edoardo Luigi Pezzella are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM S.p.A.. INTEGRAE SIM S.p.A. 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 S.p.A. performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM S.p.A. 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 S.p.A. 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 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 S.p.A. also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A. 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 formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM S.p.A. does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM S.p.A. to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM S.p.A., 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. 16190 of 29.10.2007, 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 S.p.A. 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 S.p.A. 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:

- **FAE Technology**

- 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 FAE Technology S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by FAE Technology S.p.A.;
- It carries out media marketing activities on behalf of FAE Technology S.p.A.;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.

- **Fope**

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the FOPE S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by FOPE S.p.A.;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

- **GM Leather**

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of GM Leather S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by GM Leather S.p.A.;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.
- It carries out media marketing activities on behalf of GM Leather S.p.A.
- At the time of publication of the Report, Integrae SIM owns 0.76% of the Company's share capital, deriving from the activities of specialists.

- **Marzocchi Pompe**

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Marzocchi Pompe S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Marzocchi Pompe;
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of Marzocchi Pompe S.p.A.;

- **Nusco**
 - It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Nusco S.p.A.;
 - It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Nusco S.p.A.;
 - In the IPO phase, played the role of Global Coordinator.

- **ISCC Fintech**
 - 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 ISCC Fintech S.p.A.;
 - It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by ISCC Fintech S.p.A.;
 - In the IPO phase, It played the role of global coordinator.
 - It carries out media marketing activities on behalf of ISCC Fintech S.p.A.

- **Circle**
 - It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Circle S.p.A.;
 - It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Circle S.p.A.;
 - In the IPO phase, it played the role of Global Coordinator.

- **SolidWorld**
 - 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 SolidWorld Group S.p.A.;
 - It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by SolidWorld Group S.p.A.;
 - In the IPO phase, It played the role of global coordinator.
 - It carries out media marketing activities on behalf of SolidWorld S.p.A..

- **Siav**
 - It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of SIAV S.p.A.;
 - It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by SIAV S.p.A.;
 - In the IPO phase, It played the role of global coordinator.

- **Portobello**
 - It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Portobello S.p.A.;
 - In the IPO phase, it played the role of Global Coordinator.

ISIM INTEGRÆ

www.integrae.it