

Production Date: March 26th, 2020 - h 18.30

Release Date: March 27th, 2020 - h 7.00

FRIULCHEM	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Veterinary Drugs</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: 2,15 (da €2,31)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-22,58%	-25,23%	-30,23%	n.a.
to FTSE AIM Italia	-7,95%	-7,55%	-10,45%	n.a.
to FTSE Italia Small Cap	3,51%	6,09%	-9,00%	n.a.
to FTSE All-Share	4,07%	3,67%	-7,85%	n.a.

Stock Data

Price	€ 1,20
Target price	€ 2,15
Upside/(Downside) potential	79,17%
Bloomberg Code	FCM IM
Market Cap (€m)	9,60
EV (€m)	12,25
Free Float	31,20%
Share Outstanding	7.999.750
52-week high	€ 1,97
52-week low	€ 1,00
Average daily volumes (3m)	18.500

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	16,0	16,7	19,4	23,4
EBITDA	1,3	1,6	2,4	3,5
EBIT	0,3	0,6	1,5	2,6
Net Profit	0,1	0,5	1,1	1,9
EPS (€)	0,01	0,07	0,14	0,24
EBITDA margin	8,3%	9,4%	11,9%	14,8%
EBIT margin	2,1%	3,9%	7,8%	11,0%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	9,2	7,8	5,2	3,5
EV/EBIT (x)	35,7	19,0	8,1	4,7
P/E (x)	152,4	17,6	8,4	5,0

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

FY19 Results

I ricavi del FY19, pari a €16,0 mln, sono sostanzialmente in linea rispetto a quelli del FY18, ma inferiori del 3% rispetto alle nostre stime (€16,53 mln). Il Valore della produzione (€16 mln) risulta invece inferiore del 5,6% rispetto a quello del FY18 quale effetto delle flessione delle BU umana. L'Ebitda adusted, considerando l'impatto positivo dei proventi derivanti dal credito d'imposta per oneri di IPO, pari ad € 0,34 mln, risulta in flessione del 5,5% YoY a €1,7 mln (€1,8 mln nel FY18, considerando €0,2 mln di proventi straordinari relativi ad esercizi precedenti) e in linea con le nostre stime. L'Ebitda risulta in flessione del 17,3% YoY a €1,3 milioni (-18% rispetto alle nostre stime). Di conseguenza l'Ebitda margin scende all'8,4% dal 10,1% del FY18.

L'operazione Pharmabbie Inc

Friulchem ha acquistato il 13% di Pharmabbie Inc, società americana specializzata nello sviluppo di farmaci veterinari da distribuire nel mercato USA attraverso la tecnologia proprietaria FC-CUBE®. L'operazione, pari a US 1,5 mln, è stata finanziata con una parte della liquidità derivante dall'IPO del 25 luglio scorso. L'operazione si inquadra nella strategia, comunicata in fase di IPO, di consolidare le quote di mercato in particolare sul mercato US. Mercato che, grazie anche agli azionisti della Pharmabbie Inc (società e/o persone fisiche riconosciute a livello internazionale come esperti del settore).

2019-22 Forecast

Le nostre stime 2020-23E, prevedono un CAGR 2019-23E del 13,8% del fatturato, del 34,9% dell'Ebitda e del 78,4% dell'Ebit. Nel 2023E il fatturato dovrebbe raggiungere €26,8 mln (€16,0 mln nel 2019), con un Ebitda di €4,42 mln (€1,34 mln nel 2019). Di conseguenza ci aspettiamo che nel 2023E l'Ebitda margin raggiunga il 16,5% (8,4% nel 2019). Rispetto alle nostre stime precedenti, ci aspettiamo una riduzione del valore della produzione nel 2020E del 6%, dell'Ebitda del 33,5% e dell'Ebit del 55,1%.

Valuation

Valutazione: Buy e risk mediun invariati. TP €2,15 (da €2,31) per azione. Rispetto ai competitors riteniamo che il rischio complessivo di impresa sia minore, grazie alla capacità di sviluppare soluzioni uniche per i propri clienti utilizzando tecnologie non facilmente replicabili e che consente di diventare partner esclusivi dei propri clienti e non semplici fornitori.

1 Economics & Financials

Fig. 1 – FY19E-23E Integrae SIM estimates

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	16,10	15,99	16,47	19,11	23,12	26,82
Other Revenues	0,89	0,05	0,26	0,26	0,26	0,33
Value of Production	16,99	16,04	16,73	19,36	23,38	27,15
COGS	10,86	8,37	8,73	10,00	11,72	13,47
Change in raw material	-0,61	0,15	0,16	0,18	0,22	0,25
Services	2,96	3,66	3,82	3,98	4,57	5,04
Employees	1,56	1,70	1,78	2,05	2,48	2,88
Use of asset owned by others	0,12	0,11	0,12	0,14	0,17	0,19
Other Operating Expenses	0,47	0,70	0,55	0,64	0,77	0,89
EBITDA	1,62	1,34	1,58	2,37	3,46	4,42
<i>EBITDA Margin</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,6%</i>	<i>12,4%</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,5%</i>
D&A	0,97	0,99	0,93	0,85	0,88	0,95
EBIT	0,65	0,34	0,65	1,52	2,58	3,47
<i>EBIT Margin</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,1%</i>	<i>3,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,9%</i>
Financial Management	(0,30)	(0,27)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	0,36	0,08	0,65	1,52	2,58	3,47
Taxes	0,13	0,01	0,10	0,38	0,65	0,87
Net Income	0,23	0,06	0,55	1,14	1,94	2,60
BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	8,67	9,68	10,77	10,72	11,20	11,50
Account receivable	3,24	3,41	3,51	4,07	4,93	5,72
Inventories	2,36	1,74	2,00	2,25	2,48	3,15
Account payable	4,16	4,30	4,48	5,08	5,83	6,57
Operating Working Capital	1,44	0,85	1,03	1,24	1,58	2,30
Other Receivable	0,26	0,52	0,35	0,42	0,45	0,48
Other Payable	0,63	0,50	0,60	0,65	0,82	0,96
Net Working Capital	1,06	0,87	0,78	1,01	1,21	1,82
Severance Indemnities & Provision	0,92	0,97	1,01	1,05	1,08	1,15
NET INVESTED CAPITAL	8,81	9,58	10,55	10,68	11,33	12,17
Share Capital	5,50	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Reserves and Retained Profits	0,44	4,66	4,69	4,97	5,54	6,50
Net Profit	0,23	0,06	0,55	1,14	1,94	2,60
Equity	6,16	10,72	11,24	12,10	13,47	15,11
Cash and Cash Equivalent	1,68	4,71	4,19	5,73	6,75	7,94
Short-Term Financial debt	2,21	1,74	1,50	2,10	2,20	2,40
ML Term Financial Debt	2,12	1,82	2,00	2,20	2,40	2,60
Net Financial Position	2,66	(1,15)	(0,69)	(1,43)	(2,15)	(2,94)
TOTAL SOURCES	8,82	9,58	10,55	10,67	11,32	12,17
CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	0,65	0,34	0,65	1,52	2,58	3,47
Taxes	0,13	0,01	0,10	0,38	0,65	0,87
NOPAT	0,52	0,33	0,55	1,14	1,94	2,60
D&A	0,97	0,99	0,93	0,85	0,88	0,95
Change in receivable	1,50	1,50	1,41	1,26	1,59	1,78
Change in inventories	(0,46)	(1,05)	(1,78)	(2,07)	(2,68)	(3,24)
Change in payable	0,86	0,14	0,18	0,60	0,75	0,74
Change in OWC	1,90	0,59	(0,18)	(0,21)	(0,33)	(0,72)
Other Changes	(1,03)	(0,40)	0,27	(0,02)	0,14	0,11
Change in Provision	0,02	0,05	0,03	0,05	0,03	0,07
OPERATING CASH FLOW	2,39	1,56	1,60	1,81	2,65	3,01
Investments	(0,94)	(2,00)	(2,03)	(0,80)	(1,36)	(1,25)
FREE CASH FLOW	1,45	(0,43)	(0,42)	1,01	1,29	1,76
Financial Management	(0,30)	(0,27)	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in Payable to Banks	(1,89)	(0,77)	(0,06)	0,80	0,30	0,40
Change in Equity	1,90	4,50	(0,03)	(0,27)	(0,57)	(0,97)
Other Changes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	1,17	3,02	(0,51)	1,53	1,02	1,20

Source: Friulchem e stime Integrae SIM

2 I risultati del FY19

I ricavi del FY19, pari a €16,0 mln, sono sostanzialmente in linea rispetto a quelli del FY18, ma inferiori del 3% rispetto alle nostre stime (€16,53 mln). Il Valore della produzione (€16 mln) risulta invece inferiore del 5,6% rispetto a quello del FY18 quale effetto delle flessione delle BU umana. In particolare:

- la BU Veterinaria ha riportato un fatturato in crescita del 5,1% YoY e pari a €12,3 mln. **La BU veterinaria è destinata a diventare il pilastro della strategia di crescita del gruppo;**
- la BU Umana ha riportato un fatturato in flessione del 16,7% YoY e pari a €3,7 mln, dovuta principalmente alla diminuzione delle milestone incassate nell'anno e allo slittamento al 2020 di parte dei ricavi relativi alle milestone di un dossier farmaceutico.

L'Ebitda adusted, considerando l'impatto positivo dei proventi derivanti dal credito d'imposta per oneri di IPO, pari ad € 0,34 mln, risulta in flessione del 5,5% YoY a €1,7 mln (€1,8 mln nel FY18, considerando €0,2 mln di proventi straordinari relativi ad esercizi precedenti) e in linea con le nostre stime.

L'Ebitda risulta in flessione del 17,3% YoY a €1,3 milioni (-18% rispetto alle nostre stime). Di conseguenza l'Ebitda margin scende all'8,4% dal 10,1% del FY18.

Fig. 2 – Il 2019 actual Vs forecast

2019	Actual	Forecast	% ch
Value of Production	16,04	16,53	-3,0%
Ebitda	1,34	1,63	-18,0%
Ebitda margin	8,3%	9,9%	
Ebit	0,34	0,68	-49,6%
Ebit margin	2,1%	4,1%	

Source: Friulchem e stime Integræ SIM

In linea con le stime la PFN (cassa) che risulta pari a €1,1 mln (debiti netti per €2,7 mln al 31/12/2018), grazie alle risorse raccolte con l'operazione di quotazione.

L'attivo fisso netto è aumentato nel 2019 di circa €1,0 mln grazie soprattutto alla capitalizzazione dei costi di ricerca e sviluppo di alcuni dossier, alle spese inerenti al processo di Quotazione AIM e per costi di licenza ed implementazione del nuovo software gestionale.

La riduzione delle rimanenze di circa €0,6 mln è legata alla vendita di alcuni prodotti della BU Umana (principalmente Acarbose e Iloprost) iscritti nelle rimanenze al 3 dicembre 2018 a causa del ritardo nella relativa vendita a cavallo tra i due esercizi.

3 L'operazione Pharmabbie Inc.

Pharmabbie Inc., con sede in Delaware, è stata costituita con la mission di sviluppare farmaci per il mercato veterinario americano e internazionale, da somministrare attraverso la tecnologia proprietaria FC-CUBE® di Friulchem S.p.A.

Lo scorso 11 marzo Friulchem ha acquistato il 13% di Pharmabbie Inc, sottoscrivendo n. 781.250 azioni rivenienti dell'aumento di capitale sociale riservato emesso dalla stessa società USA.

L'operazione, pari a US 1,5 mln, è stata finanziata con una parte della liquidità derivante dall'IPO del 25 luglio scorso.

L'operazione si inquadra nella strategia, comunicata in fase di IPO, di consolidare le quote di mercato in particolare sul mercato US. Mercato che, grazie anche agli azionisti della Pharmabbie Inc (George Murphy e Serge Martinod – soci di Skyline Vet Pharma Inc - entrambi con il 13,5%, Friulchem con il 13% nonché con il 3,8% Elanco US Inc, multinazionale farmaceutica specializzata nel mercato veterinario, oltre ad altri importanti investitori industriali e finanziari USA) Friulchem sarà in grado di penetrare in modo maggiormente efficiente.

Con questa operazione Friulchem:

- **otterrà i benefici finanziari** direttamente legati alla quota di azioni che detiene in qualità di Socio di Pharmabbie Inc;
- **conseguirà i ricavi** direttamente collegati alle future vendite dei prodotti in quanto Friulchem sarà indicata nei Dossier - da depositare presso l'FDA - come fornitore esclusivo dei medesimi;
- **incasserà direttamente da Pharmabbie Inc. le milestones** legate allo sviluppo dei prodotti come previsto dal contratto di licenza attualmente in essere e della durata di 10 anni dalla data di commercializzazione;
- **avrà accesso ad ogni documentazione** realizzata durante l'iter di registrazione dei prodotti che faciliterà eventuali altre registrazioni dei prodotti in aree diverse da quelle date in licenza a Pharmabbie Inc.

L'approvazione dei prodotti sopra elencati validerà la tecnologia FC-CUBE® di proprietà di Friulchem.

Pharmabbie Inc. USA viene costituita a novembre 2019 da uno spin-off di Skyline Vet Pharma Inc, società **conosciuta sul mercato farmaceutico americano e specializzata nello sviluppo di farmaci veterinari**. Al 31 dicembre 2019, Pharmabbie Inc. ha registrato un totale attivo di circa US 4,0 mln. La compagine azionaria di Pharmabbie Inc. è rappresentata dagli azionisti di Skyline Vet Pharma Inc, tra cui principalmente risultano George Murphy e Serge Martinod (importante e riconosciuta personalità nel mondo veterinario USA, che partecipa per il 33% in Friulchem USA Inc. e ricopre il ruolo di manager all'interno della stessa), e appunto Elanco Inc., multinazionale di settore.

I farmaci sono rivolti al mercato degli animali domestici (Pet) e si basano su formulazioni già esistenti per l'uomo, così da ridurre i rischi tecnici e i costi associati allo sviluppo degli stessi.

Pharmabbie Inc. concentra lo sviluppo dei suoi prodotti su tre classi terapeutiche:

- **dolori e infiammazioni:** per la quale è in corso la produzione dei lotti di validazione e la cui approvazione FDA è prevista entro il secondo semestre 2021;
- **problemi infettivi:** per la quale sono in corso le fasi iniziali dello sviluppo e la cui approvazione FDA è prevista entro il secondo semestre 2022;
- **problemi cardiovascolari:** il cui sviluppo non è ancora iniziato.

3.1 La revisione delle stime 2020-23E

A seguito dei risultati del 2019 e all'acquisizione del 13% di Pharmabbie Inc., abbiamo rivisto le stime nel modo seguente:

Fig. 3 – New vs old forecast

€ mln	2020E			2021E			2022E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Value of Production	16,73	17,80	-6,0%	19,36	20,80	-6,9%	23,38	25,06	-6,7%
Ebitda	1,58	2,37	-33,5%	2,37	3,76	-37,0%	3,46	4,29	-19,3%
Ebitda margin	9,6%	13,3%		12,2%	18,1%		14,8%	17,1%	
Ebit	0,65	1,44	-55,1%	1,52	2,70	-43,8%	2,58	3,64	-29,1%
Ebit margin	3,9%	8,1%		7,8%	13,0%		11,0%	14,5%	

Source: Integrae SIM

Le nostre stime 2020-23E, prevedono un CAGR 2019-23E del 13,8% del fatturato, del 34,9% dell'Ebitda e del 78,4% dell'Ebit. Nel 2023E il fatturato dovrebbe raggiungere €26,8 mln (€16,0 mln nel 2019), con un Ebitda di €4,42 mln (€1,34 mln nel 2019). Di conseguenza ci aspettiamo che nel 2023E l'Ebitda margin raggiunga il 16,5% (8,4% nel 2019).

Rispetto alle nostre stime precedenti, ci aspettiamo una riduzione del valore della produzione nel 2020E del 6%, dell'Ebitda del 33,5% e dell'Ebit del 55,1%.

Sulla base dei dati previsionali elaborati per l'esercizio 2020 il management di Friulchem stima una crescita del volume delle vendite ed un risultato economico positivo. I risultati dei primi mesi del 2020 confermano tali previsioni, tuttavia, la società, si riserva di aggiornare l'evoluzione prevedibile della gestione qualora la "crisi Coronavirus (o Covid-19)" dovesse generare degli impatti materiali sugli indicatori economici e finanziari.

Per quanto riguarda il 2021E, stimiamo una riduzione del 6,9% del fatturato rispetto alle nostre stime precedenti, del 37% dell'Ebitda e del 43,8% dell'Ebit.

Flessione più contenuta invece nel 2022E.

3.2 Il lavoro del 2H19 e dei primi mesi del 2020

Nel corso del FY19 il management è stato molto attivo. Di seguito le operazioni relative al secondo semestre 2019 e ai primi mesi del 2020. In particolare:

- In giugno Friulchem ha ottenuto da parte del ministero giapponese e russo l'autorizzazione alla vendita dei propri prodotti afferenti la Business Unit Veterinaria;
- In seguito della richiesta effettuata nel 2016 al Ministero del Vietnam, Friulchem ha ottenuto, nel mese di aprile 2019, l'autorizzazione all'immissione in commercio del prodotto Acarbose 50mg in tale paese;
- dopo il periodo di registrazione del brevetto FC Cube e la relativa sperimentazione, Friulchem ha sviluppato una prima fornitura commerciale del prodotto FC-Cube in Francia;
- la Società ha ottenuto nuovi contratti per la distribuzione dei propri prodotti nei Paesi di seguito elencati in Uzbekistan (tre prodotti generici umani), Vietnam (un prodotto generico umano antinfiammatorio), Cina (Acarbose e Teicolplanina), Colombia: (Teicolplanina), Cile (Teicolplanina);
- Il 23 settembre 2019 - Friulchem ha presentato sul mercato Suppleo, la nuova linea di mangimi complementari per cani e gatti, basata sulla tecnologia italiana FC-CUBE® brevettata da Friulchem che sarà in vendita a

partire da novembre prossimo ed esclusivamente attraverso il canale online www.suppleo.life e Amazon. Ogni prodotto della linea Suppleo è frutto di una specifica ricerca e costituisce una fonte concentrata di sostanze nutritive a supporto del buono stato di salute di cani e gatti. Inizialmente Suppleo comprenderà una linea di prodotti utili al rafforzamento delle difese immunitarie, alla cura del pelo e della pelle, alla gestione delle problematiche articolari e muscolari, al miglioramento delle difficoltà legate alla digestione e alla gestione delle situazioni di stress. In seguito, verranno aggiunti prodotti per l'igiene dentale, le vie urinarie, la memoria, la vista e le ossa;

- 27 settembre 2019 - Friulchem costituisce la Friulchem USA Inc. per la commercializzazione e distribuzione di feed supplement ovvero di prodotti non farmaceutici per il settore veterinario NordAmericano. Il capitale sociale della Friulchem USA Inc., composto da 1.500 azioni del valore di \$0,01 e registrato nel Delaware, è stato sottoscritto per il 67% da Friulchem S.p.A. e per il 33% da Serge Martinod, importante e riconosciuta personalità nel mondo veterinario USA che ricoprirà il ruolo di manager all'interno di Friulchem USA Inc.;
- 1 ottobre 2019 - Friulchem rafforza l'accordo strategico con la società giapponese Kyoritsu Seiyaku, dodicesima realtà veterinaria a livello mondiale per fatturato e leader di mercato nel far east asiatico. Il nuovo accordo di partnership prevede che Friulchem diventi l'unico interlocutore per l'azienda giapponese nella gestione dell'intera "supply chain" di un antibiotico betalattamico iniettabile ad uso veterinario che ad oggi Kyoritsu Seiyaku distribuisce solo nel Paese Nipponico. L'accordo prevede nel dettaglio che Friulchem, a partire da ottobre 2019, fornisca all'azienda giapponese flaconi di prodotto finito e non più un "semi-lavorato" come in passato;
- 15 ottobre 2019 - Friulchem ottiene, dopo un "iter registrativo" di oltre 5 anni, l'autorizzazione per la commercializzazione in Sudafrica di un antibiotico ad ampio spettro d'azione ad uso umano (betalattamico iniettabile appartenente alla classe dei carbapenemi per la cura delle infezioni gravi) e avvia un accordo, con una primaria società farmaceutica multinazionale - leader mondiale nella distribuzione di farmaci generici - per la distribuzione in esclusiva in Sudafrica, della durata complessiva di 5 anni con previsione del lancio e distribuzione del prodotto in Sudafrica da maggio 2020, con una contribuzione su base annua al fatturato di Friulchem di circa €2 milioni e una marginalità compresa tra il 9 e il 10% circa;
- 28 novembre 2019 – Nell'ambito di una delibera quadro ai sensi dell'art. 10 della Procedura per le operazioni con Parti Correlate, Friulchem ha sottoscritto un contratto quadro tra la Società ed Evultis S.A. ("Evultis"), avente ad oggetto la fornitura da parte di Evultis, storico fornitore di materie prime dell'Emittente, di determinati principi attivi e intermedi, per un corrispettivo complessivo massimo su base annua di €1,5 mln e per un numero massimo di ordini nell'arco di 12 mesi pari a 50;
- 6 dicembre 2019 - Friulchem ha ottenuto, dal primo novembre 2019, il primo brevetto per la tecnologia "FC-Balls", valido in Francia, e prossimamente allargato ad altri Paesi Europei ed Extra Europei. "FC-Balls" - una tecnologia innovativa basata su "microsfere" cariche elettricamente contenenti il principio attivo, il prodotto naturale o il mangime complementare – è da utilizzare attraverso uno spray direttamente sul pelo degli animali, o in acqua in caso dell'acquacoltura. È proprio questa carica elettrica che consente alle "microsfere" di aderire sulla superficie dotata di carica opposta, evitandone la dispersione nell'ambiente.

- 13 dicembre 2019 – Friulchem ha richiesto ad Evultis SA la fornitura di Prednisolone Metasulfobenzoate Steroid per un importo complessivo di €0,55 mln, mediante unico ordine per l'ammontare totale;
- 17 gennaio 2020 - Friulchem ha ottenuto dal Ministero dell'Agricoltura della Repubblica Popolare Cinese la registrazione di un integratore veterinario formulato da Friulchem e prodotto nello stabilimento di Vivaro. FC-REHYDRATANT è un probiotico in polvere effervescente di facile dissoluzione in acqua, che viene utilizzato per la reidratazione di animali da reddito;
- 19 febbraio 2020 – Friulchem ha ottenuto l'autorizzazione per la commercializzazione di due prodotti: in Vietnam, per un antidiabetico in forma orale, per la fase iniziale della malattia, distribuito da una primaria azienda leader nella fornitura di "farmaci generici" di importazione europea; in Svizzera, per un antibiotico per curare le infezioni acute non complicate delle basse vie urinarie, commercializzato da una importante multinazionale attiva in tutti i principali Paesi europei, con la quale Friulchem già da diversi anni commercializza lo stesso prodotto in Germania. Gli accordi, entrambi della durata complessiva di 5 anni, riguardano la licenza d'uso dei farmaci da parte di primarie aziende leader nella distribuzione di farmaci generici e la cui proprietà rimarrà in capo a Friulchem;
- 25 febbraio 2020 – Friulchem ha approvato, nell'ambito della delibera quadro con Parti Correlate, la sottoscrizione di un contratto quadro tra la Società ed Evultis S.A. avente ad oggetto la fornitura da parte di Evultis – storico fornitore di materie prime dell'Emittente – di determinati principi attivi e intermedi (Prednisolone Metasulfobenzoate Steroid), per un corrispettivo complessivo massimo su base annua di €3,5 mln, per un numero indicativo di ordini fino al 31 dicembre 2020 pari a circa 20.
- 11 marzo 2020 – Friulchem ha acquistato il 13% del capitale sociale di Pharmabbie Inc, società americana specializzata nello sviluppo di farmaci veterinari da distribuire nel mercato USA attraverso la tecnologia proprietaria FC-CUBE® di Friulchem (vedi sopra).

3.3 Il prevedibile impatto del Covid -19

Il 23 marzo Friulchem ha comunicato che, a seguito dell'emanazione del Decreto del Presidente del Consiglio del 22 marzo 2020 con la nuova stretta sulle attività produttive del paese come ulteriore misura di contenimento e gestione dell'emergenza epidemiologica da COVID-19, fornendo servizi essenziali per garantire la salute degli animali, utili come quelli degli uomini per assicurare la qualità degli alimenti, l'attività produttiva dello stabilimento di Vivaro continuerà in maniera regolare. Ad oggi non ci sono problemi di fornitura delle materie prime, nonché di produzione e spedizione dei prodotti in tutto il mondo. L'azienda rende inoltre noto che in linea con i propri piani di crescita, continua a portare avanti il proprio business strategico.

4 La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity di Friulchem sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come Friulchem caratterizzata da alcune particolarità (business fortemente regolato, flussi di cassa, management quality, elevate barriere all'ingresso, etc.).

4.1 Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Friulchem consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2023E. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Fig. 4 – Il DCF

WACC		7,19%
Risk Free Rate	1,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	1,00
D/E (average)	63,93% Beta Relevered	1,46
Ke	10,87% Kd	2,00%
DCF Equity Value		18,0
FCFO actualized	2,2	13%
TV actualized DCF	14,7	87%
Enterprise Value	16,9	100%
NFP (FY18A)	-1,1	

Source: elaborazione Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €18,0 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo incluso un premio per il rischio supplemento pari al 2,5%.

Fig. 5 – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		5,7%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%
2,5%		33,6	29,0	25,5	22,7	20,5	18,7	17,1
2,0%		29,6	26,0	23,2	20,9	19,0	17,4	16,1
1,5%		26,4	23,6	21,2	19,3	17,7	16,4	15,2
1,0%		24,0	21,6	19,7	18,0	16,7	15,5	14,4
0,5%		22,0	20,0	18,4	16,9	15,7	14,7	13,7
0,0%		20,4	18,7	17,2	16,0	14,9	14,0	13,1
-0,5%		19,0	17,5	16,3	15,2	14,2	13,4	12,6

Source: elaborazione Integrae SIM

4.2 I multipli di mercato

L'attività di Friulchem è, come abbiamo visto, molto più diversificata rispetto a quella dei competitors/comparables. Motivo questo per il quale abbiamo incluso nel panel i multipli di società operanti nel settore dei:

- **prodotti finiti – Animal & Uman:** player a valle della catena del valore che presidiano il mercato finale con intensa attività marketing, distributiva e spesso effettivi possessori dei dossier dei principali blockbuster;
- **servizi alle imprese farmaceutiche - produzione:** player a monte del processo, specializzati nella produzione di semilavorati; tipicamente suddivisibili in base alla drug delivery di riferimento;
- **servizi alle imprese farmaceutiche - servizi e R&D:** player a monte del processo che supportano i player a valle nelle attività di studi clinici, validazione e IP registration & protection.

Non abbiamo inserito le tre società Italiane quotate all'AIM Italia (PharmaNutra, Kolinpharma e Fine Foods) perché le prime due operano principalmente nel settore della nutraceutica umana e nel settore dei medical devices e la terza a causa del complesso meccanismo legato alle caratteristiche delle azioni votanti e costituenti il capitale sociale.

Fig. 6 – I competitors/comparables

Company	Mkt Cap		EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	€ mln	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	
Siegfried Holding AG	1.504	16,0	11,6	10,4	9,3	30,5	18,4	15,6	13,8	29,8	23,8	20,3	17,2	
Vetoquinol SA	541	6,9	5,9	5,2	5,2	9,1	7,6	6,6	6,3	16,7	13,4	11,6	11,0	
ECO Animal Health Group plc	114	12,1	9,1	7,4		18,6	12,6	9,7		25,0	18,2	14,3		
Eli Lilly and Company	109.011	18,9	14,8	13,3	13,1	22,2	17,5	15,8	15,2	21,2	18,1	15,7	15,0	
Lonza Group AG	24.974	19,2	17,1	15,3	13,7	24,5	22,6	19,9	17,6	26,8	26,1	23,0	19,8	
Dechra Pharmaceuticals PLC	2.733	19,0	16,1	14,7	13,3	20,6	17,4	16,0	13,9	26,2	22,0	19,9	16,9	
Virbac SA	1.278	11,0	9,9	8,8	8,2	17,2	14,2	11,9	10,6	22,3	18,6	14,8	12,3	
Phibro Animal Health Corp.	712	9,6	9,1	8,4	7,9	12,3	11,4	10,2		16,0	14,7	13,6	12,2	
Vertex Pharmaceuticals Inc.	53.600	43,4	22,5	17,5	15,2	31,8	22,1	17,4	13,8	43,5	28,6	22,0	18,3	
IQVIA Holdings Inc.	17.285	12,7	11,3	10,3	9,4	14,4	12,9	11,7	10,7	15,8	13,3	11,6	10,1	
Zoetis Inc.	45.707	21,8	18,8	17,0	15,5	23,9	20,7	18,7	17,1	29,6	26,2	23,2	21,1	
Average		17,3	13,3	11,7	11,1	20,5	16,1	13,9	13,2	24,8	20,3	17,3	15,4	

Source: elaborazione Integrae SIM

L'equity value medio calcolato attraverso la metodologia dei multipli risulta pari a €21,8 mln, valore al quale abbiamo applicato uno sconto del 20% per tenere conto della minore liquidità di Friulchem rispetto ai competitors/comparables, raggiungendo un **equity value di €16,3 mln**.

L'equity value di Friulchem risulta pari a €17,2 mln (da 18,5 mln), vale a dire €2,15 (da €2,31) per azione.

Fig. 7 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	17,2
Equity Value DCF (€/mln)	18,0
Equity Value multiples (€/mln)	16,3
Target Price (€)	2,15

Source: Integrae SIM

Pertanto il nostro target price risulta pari a €2,15 (da €2,31) per azione. Invariati il nostro BUY rating e risk medium.

4.3 Considerazioni finali

Il settore nel quale opera Friulchem presenta rilevanti barriere d'ingresso, costituite:

- dagli ingenti investimenti in termini di strutture e laboratori necessari alla produzione;
- dalle competenze del personale coinvolto nelle attività di ricerca;
- dalla lentezza del ritorno economico dai risultati della ricerca;
- dalla fidelizzazione dei clienti che, scelto il fornitore/partner, difficilmente decidono per un cambiamento, visti sia gli ingenti costi ai quali andrebbero incontro, ma soprattutto la garanzia di qualità del prodotto.

Inoltre sia i prodotti sia i processi produttivi debbono sottostare a norme di legge molto precise e stringenti tese a fornire prodotti finiti di qualità ineccepibile. Qualità che i clienti chiedono sia costantemente elevata.

La tipologia di prodotti di Friulchem è molto particolare. Non esistono infatti prodotti sostitutivi ai farmaci ed ai loro componenti, se non a livello di soluzioni alternative riscontrabili a livello di chimica di base.

Friulchem si approvvigiona in maniera diversificata da un network internazionale di fornitori, non rilevando pertanto possibili minacce derivanti da assenza di approvvigionamento.

La presenza di pochi players di dimensioni rilevanti nel mercato consente un rilevante potere contrattuale, rafforzato dall'unicità dei prodotti offerti.

Relativamente ai competitors, per quanto riguarda le lavorazioni veterinarie, non si individuano concorrenti diretti, in quanto Friulchem è l'unica azienda in Italia ad aver ottenuto l'autorizzazione ministeriale per trattare penicilline ed altri antibiotici.

Inoltre Friulchem, oltre a vantare un team dedicato alla R&D con comprovati successi a livello internazionale, è strutturata in modo da avere un sistema produttivo efficiente, flessibile e facilmente scalabile.

Più contenuto rispetto ai competitors riteniamo sia anche il rischio complessivo di impresa, grazie soprattutto alla capacità di sviluppare soluzioni uniche per i propri clienti utilizzando tecnologie non facilmente replicabili. Questo consente di diventare partner esclusivi dei propri clienti e non semplici fornitori.

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

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

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
5/8/2019	Buy	2,72	Medium	Initiating Of Coverage
30/9/2019	Buy	2,31	Medium	1H19 Results

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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 INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

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

Conflict of interest

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae SIM.

