

Production Date: September 29 th, 2020 - h 8.30

Release Date: September 29th, 2020 - h 8.45

FRIULCHEM	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Veterinary Drugs</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: 2,0 (da €2,15)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	2,6%	-9,1%	-20,3%	-29,1%
to FTSE AIM Italia	3,0%	-4,9%	-22,6%	-12,3%
to FTSE Italia Small Cap	2,8%	-10,3%	-39,0%	-24,9%
to FTSE All-Share	5,3%	-7,7%	-34,2%	-15,9%

Stock Data

Price	€ 1,20
Target price	€ 2,15
Upside/(Downside) potential	79,92%
Bloomberg Code	FCMIM
Market Cap (€m)	9,56
EV (€m)	12,21
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	0,7	2,1	3,2
EBIT	0,3	-0,2	1,3	2,3
Net Profit	0,1	-0,4	1,0	1,7
EPS (€)	0,01	-0,05	0,12	0,22
EBITDA margin	8,3%	4,2%	11,9%	13,7%
EBIT margin	2,1%	-1,4%	6,7%	9,9%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	9,1	17,4	5,7	3,8
EV/EBIT (x)	35,6	-53,9	9,4	5,3
P/E (x)	151,7	-22,4	9,8	5,5

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Company Overview

Friulchem è un'azienda chimica e farmaceutica B2B la cui attività è quella di ricerca, sviluppo e produzione di prodotti innovativi e farmaci generici per la salute degli animali e umana. Friulchem opera attraverso due distinte business unit: veterinaria e umana. Friulchem possiede un comprovato know-how in farmaci generici con 20 anni di eccellenza nello sviluppo chimico-farmaceutico, ed è una delle poche società europee ad avere l'autorizzazione del Ministero della Salute e conforme ai GMP dell'EU per trattare la classe delle penicilline G. Friulchem è specializzata nel «drug delivery enhancement», lo sviluppo di sistemi di somministrazione solida e/o solubile orale.

1H20 Results

I ricavi netti del 1H20 sono in linea con le nostre stime (€7,5 mln vs €7,55 le nostre stime) e risultano in crescita del 4,9% rispetto al 1H19. Inferiore risulta invece l'Ebitda (€0,03 mln vs €0,65 mln le nostre stime), inflessione rispetto ai €0,7 mln del 1H19. La flessione dei ricavi riguarda soprattutto la BU Veterinaria (-€2,2 mln), che ha visto la stessa subire un rallentamento legato alle necessarie misure di sicurezza a tutela dei dipendenti del sito produttivo di Vivaro, oltre che da alcune stringenti misure logistiche dei partner e dei clienti strategici europei. Flessione più che compensata dall'incremento della BU Umana (€+2,6 mln).

2019-23E Forecast

Le nostre stime 2020-23E, prevedono un CAGR 2019-23E del 13,8% del fatturato, del 32,5% (dal 34,9%) dell'Ebitda e del 74,4% (dal 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 16,3% (8,4% nel 2019).

Valuation

Valutazione: Buy e risk medium invariati. TP €2,0 (da €2,15) 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	9,60	10,23	11,98	13,77
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	0,70	2,15	3,20	4,12
<i>EBITDA Margin</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,4%</i>	<i>4,3%</i>	<i>11,2%</i>	<i>13,9%</i>	<i>15,4%</i>
D&A	0,97	0,99	0,93	0,85	0,88	0,95
EBIT	0,65	0,34	-0,23	1,30	2,32	3,17
<i>EBIT Margin</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>6,8%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,8%</i>
Financial Management	(0,30)	(0,27)	(0,10)	0,00	0,00	0,00
EBT	0,36	0,08	-0,33	1,30	2,32	3,17
Taxes	0,13	0,01	0,10	0,32	0,58	0,79
Net Income	0,23	0,06	-0,43	0,97	1,74	2,38
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	4,93	5,20	5,96	6,72
Operating Working Capital	1,44	0,85	0,58	1,13	1,45	2,15
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	0,33	0,90	1,08	1,67
Severance Indemnities & Provision	0,92	0,97	1,01	1,05	1,08	1,15
NET INVESTED CAPITAL	8,81	9,58	10,10	10,57	11,20	12,02
Share Capital	5,50	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Reserves and Retained Profits	0,44	4,66	4,69	4,48	4,97	5,84
Net Profit	0,23	0,06	(0,43)	0,97	1,74	2,38
Equity	6,16	10,72	10,27	11,45	12,71	14,22
Cash and Cash Equivalent	1,68	4,71	3,67	5,19	6,11	7,20
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)	(0,17)	(0,89)	(1,51)	(2,20)
TOTAL SOURCES	8,82	9,58	10,10	10,56	11,20	12,02
CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	0,65	0,34	(0,23)	1,30	2,32	3,17
Taxes	0,13	0,01	0,10	0,32	0,58	0,79
NOPAT	0,52	0,33	(0,33)	0,97	1,74	2,38
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	0,63	0,27	0,77	0,76
Change in OWC	1,90	0,59	0,27	(0,54)	(0,32)	(0,70)
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	1,18	1,30	2,47	2,81
Investments	(0,94)	(2,00)	(2,03)	(0,80)	(1,36)	(1,25)
FREE CASH FLOW	1,45	(0,43)	(0,85)	0,50	1,11	1,56
Financial Management	(0,30)	(0,27)	(0,10)	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)	0,21	(0,49)	(0,87)
Other Changes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	1,17	3,02	(1,04)	1,52	0,93	1,08

Source: Friulchem e stime Integrae SIM

2 I risultati del 1H20

I ricavi netti del 1H20 sono in linea con le nostre stime (€7,5 mln vs €7,55 le nostre stime) e risultano in crescita del 4,9% rispetto al 1H19. Inferiore risulta invece l'Ebitda (€0,03 mln vs €0,6 mln le nostre stime), in flessione rispetto ai €0,7 mln del 1H19.

La flessione dei ricavi riguarda soprattutto la BU Veterinaria (-€2,2 mln), che ha visto la stessa subire un rallentamento legato alle necessarie misure di sicurezza a tutela dei dipendenti del sito produttivo di Vivaro, oltre che da alcune stringenti misure logistiche dei partner e dei clienti strategici europei. Flessione più che compensata dall'incremento della BU Umana (€+2,6 mln). In particolare:

- **BU Veterinaria:** la variazione in diminuzione di circa €2,2 mln è dovuta principalmente a fattori legati all'emergenza sanitaria COVID-19 (per circa €0,4 mln per mancate lavorazioni di prodotti farmaceutici veterinari dello stabilimento di Vivaro per il partner commerciale inglese a causa dei ritardi nelle consegne dei suoi principi attivi; per €0,5 mln circa per la mancata fatturazione di prodotti veterinari ai partner europei a causa delle chiusure dei loro magazzini e per ritardi nei trasporti; per €0,3 mln circa, nella fatturazioni di milestone sul prodotto FC-CUBES®, per ritardi dovuti alle approvazioni da parte dei ministeri competenti e per €0,9 mln circa per l'aumento del magazzino di prodotti finiti a fine semestre 2020 rispetto al periodo preso in riferimento;
- **BU Umana:** l'incremento delle vendite per €2,6 mln è dovuto per circa €1,1 mln al prodotto Fosfomicina, e da maggior ricavi da vendite del nuovo prodotto Prednisolone per circa €1,7 mln parzialmente bilanciati per circa €0,2 milioni, per ritardi nelle consegne dei conti terzi a causa del COVID-19.

La flessione dell'Ebitda a €0,03 mln (da €0,7 mln del 1H19) e di conseguenza dell'Ebitda margin allo 0,3% dal 9,8% del 1H19, è principalmente dovuta al diverso mix di fatturato tra prodotti veterinari (ad elevata redditività) e prodotti umani (a bassa marginalità) che ha caratterizzato il semestre. Nello specifico nel primo semestre 2020 si evidenzia un decremento di circa €0,32 milioni di fatturato in milestone, e una riduzione per €0,5 mln per produzioni veterinaria spostate nei mesi successivi alla chiusura del semestre a causa del COVID-19

Peggiora la PFN a €1,4 mln (cassa per €1,1 mln al 31 dicembre 2019) a causa principalmente dell'acquisto delle azioni di Pharmabbie (€1,5 mln), ed esborsi verso fornitori commerciali per l'incremento del magazzino (€0,7 mln) al fine di evitare che eventuali rallentamenti nell'approvvigionamento delle materie prime, a causa del COVID-19, possa causare ritardi nella produzione. I Debiti a lungo termine risultano in aumento di circa €0,8 mln per l'accensione di un nuovo finanziamento utilizzando le agevolazioni per il COVID-19.

Il CCN, pari a € 1,5 mln, evidenzia una crescita di circa €0,6 mln per effetto dell'aumento della rimanenze di magazzino (scelta strategica al fine di evitare problemi di approvvigionamento a causa del COVID-19).

2.1 La revisione delle stime 2020-23E

Dopo la chiusura del semestre, in data:

- 6 luglio, Friulchem ha ricevuto l'autorizzazione per un nuovo brevetto depositato in Francia, riguardante le compresse masticabili, e prossimamente allargato ad altri Paesi Europei ed Extra Europei. Il brevetto è un'estensione della tecnologia delle FC-CUBES®, ed è dedicata ai probiotici utili per assicurare il normale benessere dell'intestino e l'equilibrio microbico degli animali. La formulazione proposta da Friulchem ha dato evidenza di rispecchiare tutti quei criteri necessari per la loro conservazione, confermando il costante impegno della Società nella ricerca e sviluppo di soluzioni in grado di rispondere ai bisogni del mercato.
- 9 settembre, Friulchem ha stipulato un accordo di licenza e commercializzazione con Apta Medica Internacional d.o.o., importante azienda operante nei Balcani e nell'Est Europa, per un antibiotico iniettabile ad uso umano per il trattamento della cute e dei tessuti molli. I paesi in cui verrà commercializzato il farmaco sono: Slovenia, Austria, Croazia, Ungheria, Slovacchia, Repubblica Ceca, Polonia, Romania, Bulgaria, Cipro, Malta, Bosnia e Serbia. L'accordo, della durata di 5 anni, riguarda la licenza del dossier di registrazione e permetterà alla società partner di commercializzare il prodotto sulla base del dossier sviluppato da Friulchem.

A seguito dei risultati del 1H20, abbiamo rivisto le stime nel modo seguente:

Fig. 2 – New vs old forecast

€ mln	2020E			2021E			2022E			2023E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Value of Production	16,73	16,73	0,0%	19,36	19,36	0,0%	23,38	23,38	0,0%	26,82	27,15	-1,2%
Ebitda	0,70	1,58	-55,5%	2,15	2,37	-9,4%	3,20	3,46	-7,5%	4,12	4,42	-6,7%
Ebitda margin	4,3%	9,4%		11,1%	12,2%		13,7%	14,8%		15,4%	16,3%	
Ebit	-0,23	0,65	-134,9%	1,30	1,52	-14,7%	2,32	2,58	-10,0%	3,17	3,47	-8,6%
Ebit margin	-1,4%	3,9%		6,7%	7,9%		9,9%	11,0%		11,8%	12,8%	

Source: Integrae SIM

Le nostre stime 2020-23E, prevedono un CAGR 2019-23E del 13,8% del fatturato, del 32,5% (dal 34,9%) dell'Ebitda e del 74,4% (dal 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 16,3% (8,4% nel 2019).

Così il management: *"... per i prossimi mesi abbiamo previsto, grazie alla collaborazione avviata ad aprile con una delle più grandi multinazionali del settore veterinario per la commercializzazione in Brasile, Cina e Colombia di un mangime complementare reidratante, ad alto contenuto di elettroliti, e all'autorizzazione in Francia per un'estensione del brevetto legato alle compresse masticabili nel settore Vet e ai nuovi dossier Human, una buona ripresa che ci fa essere positivi sulla chiusura del secondo semestre del 2020. Senza dimenticare che lo scorso marzo Friulchem ha acquistato il 13% del capitale sociale di Pharmabbie Inc., azienda americana specializzata nello sviluppo di farmaci veterinari da somministrare con la tecnologia proprietaria FC-CUBES® che darà una ulteriore spinta alla crescita. Sempre parlando della tecnologia FC-CUBES®, abbiamo avviato partnership con "Emporio Adv" e "Vet in Rete" per supportare la crescita e la commercializzazione del brand Suppleo la linea di mangimi complementari 100% naturali per cani e gatti, basata sulla tecnologia italiana di Friulchem. Inoltre vorrei sottolineare che stiamo riprendendo anche l'attività di R&D, che ha subito inevitabilmente una brusca diminuzione a causa dell'emergenza mondiale".*

Appare comunque chiaro che se le misure di contenimento della pandemia adottate dal Governo Italiano dovessero ulteriormente inasprirsi rispetto alla situazione di fine giugno, tanto da limitare fortemente la circolazione delle merci, le nostre stime potrebbero essere riviste.

3 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.).

3.1 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. 3 – 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		13,6
FCFO actualized	1,3	10%
TV actualized DCF	11,2	90%
Enterprise Value	12,5	100%
NFP (FY19A)	-1,1	

Source: elaborazione Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €13,6 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo incluso un premio per il rischio supplemento pari al 2,5%.

Fig. 4 – Sensitivity Analysis

€/mln	WACC						
	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%
2,5%	25,5	22,0	19,3	17,2	15,5	14,1	12,9
2,0%	22,4	19,6	17,5	15,8	14,4	13,2	12,1
Growth rate (g)							
1,5%	20,0	17,8	16,1	14,6	13,4	12,4	11,5
1,0%	18,1	16,3	14,9	13,6	12,6	11,7	10,9
0,5%	16,6	15,1	13,9	12,8	11,9	11,1	10,3
0,0%	15,4	14,1	13,0	12,1	11,2	10,5	9,9
-0,5%	14,4	13,2	12,3	11,4	10,7	10,1	9,5

Source: elaborazione Integrae SIM

3.2 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 nutracetica 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. 5 – 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	2.281	18,0	15,9	14,1	12,7	28,5	23,7	20,8	18,7	35,5	30,2	25,6	
Vetoquinol SA	816	10,6	9,3	8,6		13,6	12,4	10,9		23,1	19,8	17,8	
ECO Animal Health Group plc													
Eli Lilly and Company	123.142	19,1	15,2	14,8		21,6	18,2	16,8	14,8	20,6	18,8	16,9	14,8
Lonza Group AG	39.067	26,7	23,7	20,9	19,0	35,0	30,5	26,9	23,7	42,0	36,4	31,5	27,3
Dechra Pharmaceuticals PLC	3.776	23,0	21,3	18,2		25,1	23,2	20,2	20,6	33,5	30,0	26,0	27,4
Virbac SA	1.612	14,2	14,3	13,5	12,0	20,3	21,6	19,7	16,7	28,9	27,3	23,0	18,8
Phibro Animal Health Corp.	618	10,4	9,7	9,4	8,6	13,6	12,8	12,6		15,0	14,1	13,5	11,9
Vertex Pharmaceuticals Inc.	59.851	21,2	19,3	17,1	14,2	20,3	17,2	15,3	13,7	27,8	23,9	21,2	18,7
IQVIA Holdings Inc.	24.796	17,5	15,2	13,9	13,1	20,5	17,3	15,6	14,7	24,4	19,9	17,2	14,8
Zoetis Inc.	65.480	30,0	27,0	25,0	23,5	33,4	30,0	27,2	26,5	44,2	38,8	34,9	32,3
Average		19,1	17,1	15,6	14,7	23,2	20,7	18,6	18,7	29,5	25,9	22,8	20,7

Source: elaborazione Integrae SIM

L'equity value medio calcolato attraverso la metodologia dei multipli risulta pari a €22,1 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 €17,7 mln.**

L'equity value di Friulchem risulta pari a €15,7 mln (da 17,2 mln), vale a dire €2,0 (da €2,15) per azione.

Fig. 6 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	15,7
Equity Value DCF (€/mln)	13,6
Equity Value multiples (€/mln)	17,7
Target Price (€)	2,0

Source: Integrae SIM

Pertanto il nostro target price risulta pari a €2,0 (da €2,15) per azione. Invariati il nostro BUY rating e risk medium.

3.3 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: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current 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
27/3/2020	Buy	2,15	Medium	FY19 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.