

FRIULCHEM	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Veterinary Drugs</i>
Rating: BUY	Target Price: € 2,72	Initiating of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE AIM Italia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE STAR Italia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE All-Share	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to EUROSTOXX	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to MSCI World Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Stock Data

Price	€ 1,70
Target price	€ 2,72
Upside/(Downside) potential	59,68%
Bloomberg Code	FCM IM
Market Cap (€m)	13,63
EV (€m)	16,28
Free Float	31,20%
Share Outstanding	7.999.750
52-week high	€ 1,94
52-week low	€ 1,56
Average daily volumes (3m)	85.000

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	16,2	17,3	18,8	20,8
EBITDA	1,8	1,9	2,5	3,3
EBIT	0,9	0,9	1,6	2,7
Net Profit	0,2	0,4	1,3	2,0
EPS (€)	0,03	0,05	0,17	0,25
EBITDA margin	11,4%	11,0%	11,9%	16,1%
EBIT margin	5,4%	4,9%	8,3%	13,0%

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	8,8	8,5	6,5	4,9
EV/EBIT (x)	18,7	19,1	10,4	6,0
P/E (x)	60,5	37,7	10,3	6,8

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Activity

Friulchem è un'azienda chimica e farmaceutica B2B che ricerca, sviluppa e produce prodotti innovativi e farmaci generici per la salute degli animali e umana. Friulchem opera attraverso due distinte business unit: veterinaria (74% dei ricavi 2018) e umana (26%). Friulchem 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 nello sviluppo di sistemi di somministrazione solida e/o solubile orale. La quota di ricavi esteri è del 95%. Friulchem è PMI Innovativa ai sensi della L. 24/3/2015 n.33.

The market

La dimensione globale del mercato della salute degli animali nel 2018 è stata di circa US 44,74 mld ed è prevista crescere con un CAGR 2019 – 2026E del 5,7%. Gli animali da reddito rappresentavano il 64% mentre quelli da compagnia il 36%.

Il Nord America e l'Europa rappresentavano da soli il 65% del totale. Gli antibiotici erano il 15%, mentre tutti gli altri prodotti veterinari rappresentavano l'85%. Il mercato è in gran parte guidato da un aumento delle malattie zoonotiche e alimentari. Questa prevalenza di malattie senza precedenti ha incoraggiato le aziende a produrre vaccini e farmaci avanzati.

2019-22 Forecast

Gli investimenti attesi (€5 mln nel 2019-22F) stimiamo possano condurre il fatturato a raggiungere €24,8 mln nel 2022F (CAGR 2018-22F dell'11,3%). Grazie anche alla migliore copertura dei costi fissi offerta dalla crescita del fatturato, stimiamo una crescita delle redditività: Ebitda di €4,2 mln (CAGR 2018-22F del 23,5%) ed Ebitda margin che raggiunge il 17,3% (11,4% nel 2018); Ebit di €3,6 mln (CAGR 2018-22F del 43%) ed un Ebit margin che raggiunge il 14,7% (5,4% nel 2018).

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity sulla base del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Ne risulta un equity value medio pari a € 21,8 mln (€2,72 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 che consente di diventare partner esclusivi dei propri clienti e non semplici fornitori. **Valuazione: Buy, Target Price €2,72, risk medium.**

Sommario

1	Economics & Financials	3
2	L'attività.....	4
2.1	Gli azionisti	5
2.2	Il processo produttivo e il modello di business	6
2.3	La ricerca e sviluppo	8
2.4	I brevetti	9
2.5	I principali clienti	9
3	Il settore.....	11
3.1	Il settore dei farmaci veterinari	11
3.2	I principali canali di distribuzione	12
3.3	Il segmento degli animali domestici	12
3.4	Il segmento degli animali da produzione	13
3.5	Gli antibiotici per animali	13
3.6	La medicina umana: il settore dei farmaci generici.....	14
3.7	Il settore dei farmaci generici in Italia	14
3.8	Il mercato di Friulchem: CDMO	16
3.9	I principali competitors.....	17
4	I risultati del 2018.....	19
4.1	Le stime per il 2019 - 2022	21
5	La valutazione.....	22
5.1	Il modello DCF.....	22
5.2	I multipli di mercato	23
5.3	Considerazioni finali	24

1 Economics & Financials

Table 1 – FY19E-22E Integrae SIM estimates

INCOMESTATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	14,78	16,17	17,30	18,80	20,80	24,80
Other Revenues	0,20	0,25	0,23	0,26	0,26	0,26
Value of Production	14,98	16,42	17,53	19,06	21,06	25,06
COGS	9,94	11,30	11,20	12,15	13,20	15,40
Change in raw material	0,16	-0,56	0,12	-0,08	-0,10	-0,12
Services	1,51	1,96	2,00	2,05	2,10	2,50
Employees	1,40	1,56	1,82	2,04	2,09	2,48
Use of asset owned by others	0,07	0,07	0,06	0,06	0,06	0,08
Other Operating Expenses	0,18	0,26	0,42	0,34	0,37	0,44
EBITDA	1,71	1,84	1,91	2,50	3,34	4,29
<i>EBITDA Margin</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,0%</i>	<i>13,3%</i>	<i>16,1%</i>	<i>17,3%</i>
D&A	0,99	0,97	1,06	0,93	0,64	0,65
EBIT	0,72	0,87	0,85	1,57	2,70	3,64
<i>EBIT Margin</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,9%</i>	<i>8,3%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,7%</i>
Financial Management	(0,61)	(0,52)	(0,26)	0,15	0,00	0,00
EBT	0,11	0,35	0,59	1,72	2,70	3,64
Taxes	0,06	0,13	0,23	0,40	0,70	0,80
Net Income	0,04	0,23	0,36	1,32	2,00	2,84

BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	8,71	8,67	9,01	9,53	9,37	9,82
Account receivable	4,74	3,24	3,36	3,62	3,98	4,12
Inventories	1,90	2,36	2,50	2,47	2,70	2,85
Account payable	3,30	3,23	4,00	4,40	4,75	4,90
Operating Working Capital	3,34	2,37	1,86	1,69	1,93	2,07
Other Receivable	0,43	0,26	0,26	0,28	0,29	0,30
Other Payable	1,83	1,55	0,10	0,17	0,31	0,32
Net Working Capital	1,94	1,07	1,50	1,24	1,33	1,45
Severance Indemnities & Provision	0,90	0,92	0,96	1,01	1,05	1,08
NET INVESTED CAPITAL	9,74	8,82	9,55	9,76	9,65	10,19
Share Capital	3,60	5,50	8,00	8,00	8,00	8,00
Reserves and Retained Profits	0,39	0,44	0,66	1,08	1,93	2,50
Net Profit	0,04	0,23	0,36	1,32	2,00	2,84
Equity	4,03	6,16	9,02	10,40	11,93	13,34
Cash and Cash Equivalent	0,51	1,68	4,80	5,95	7,27	8,10
Short-Term Financial debt	3,90	2,21	2,40	2,57	2,94	3,07
ML Term Financial Debt	2,31	2,12	2,93	2,74	2,06	1,88
Net Financial Position	5,71	2,66	0,52	(0,64)	(2,28)	(3,15)
TOTAL SOURCES	9,74	8,82	9,55	9,76	9,65	10,19

CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	0,87	0,85	1,57	2,70	3,64
Taxes	0,13	0,23	0,40	0,70	0,80
NOPAT	0,74	0,62	1,17	2,00	2,84
D&A	0,97	1,06	0,93	0,64	0,65
Change in receivable	1,50	0,74	0,90	0,93	1,13
Change in inventories	(0,46)	(1,01)	(1,12)	(1,51)	(1,42)
Change in payable	(0,07)	0,77	0,40	0,35	0,15
Change in OWC	0,98	0,50	0,18	(0,24)	(0,14)
Other Changes	(0,11)	(1,45)	0,04	0,14	0,00
Change in Provision	0,02	0,04	0,04	0,05	0,03
OPERATING CASH FLOW	2,59	0,77	2,37	2,58	3,37
Investments	(0,94)	(1,40)	(1,45)	(0,48)	(1,10)
FREE CASH FLOW	1,66	(0,63)	0,92	2,10	2,27
Financial Management	(0,52)	(0,26)	0,15	0,00	0,00
Change in Payable to Banks	(1,89)	0,99	(0,02)	(0,31)	(0,04)
Change in Equity	1,90	2,50	0,06	(0,47)	(1,43)
Other Changes	0,00	0,52	0,04	0,01	0,03
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	1,16	3,13	1,15	1,32	0,83

Source: Friulchem e stime Integrae SIM

2 L'attività

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 è una PMI innovativa ai sensi della Legge 24 marzo 2015, n. 33.

Costituita nel 1996, Friulchem opera in qualità di Contract Development and Manufacturing Organization - CDMO per i settori veterinario e farmaceutico ed è autorizzata ad operare come officina farmaceutica per la lavorazione e trasformazione di farmaci veterinari nella classe delle Penicilline (i.e. amoxicillina e altri antibiotici similari) e alcuni sulfamidici.

Friulchem opera attraverso due distinte business unit: veterinaria e umana.

In particolare:

- **nella Business Unit veterinaria** (74% dei ricavi nel 2018), la società si posiziona nel segmento dei prodotti utilizzati per la preparazione di mangimi medicati e non medicati. In particolare Friulchem produce granuli o polveri attraverso le seguenti tecnologie produttive: i) granulazione (55%); ii) Micronizzazione (35%) e iii) Atomizzazione (10%).

Nel corso degli anni, Friulchem ha incrementato il proprio campo di azione sviluppando prodotti medicinali veterinari e mangimi per animali, grazie anche al rafforzamento del laboratorio R&D interno dove lavorano 4 ricercatori. La Società è conforme alle norme europee di buona fabbricazione (Good Manufacturing Practice – GMP) dal 2007. La business unit comprende anche la produzione di integratori alimentari. Sono in fase di sviluppo nuovi prodotti che consentiranno alla società di entrare nel mercato dei Pets;

- **nella Business Unit umana** (26% dei ricavi nel 2018), Friulchem opera nel settore dei farmaci generici, definito come riproduzione di un prodotto originale privo di protezione brevettuale, e messo in commercio senza un marchio commerciale definito, ma sotto la Denominazione Comune Internazionale - DCI. Il mercato dei farmaci generici, in quanto ugualmente efficaci rispetto all'originario prodotto "branded", ma più economici, è in forte ascesa.

La produzione è esternalizzata presso aziende partner con adeguate certificazioni dei propri impianti, mentre la proprietà del "fascicolo della formulazione" rimane a Friulchem. In alcuni casi, come avvenuto nel 2018 per il Meropenem, il fascicolo può essere ceduto ad una azienda farmaceutica. La società ha inoltre sviluppato una linea dedicata alla produzione di cosmeceutici (prodotti cosmetici che per la loro composizione non sono classificabili come farmaci, pur essendo a base di principi fortemente attivi e in grado di penetrare la parte superficiale dell'epidermide) che nel 2018 ha rappresentato circa l'1% del fatturato.

Friulchem possiede un comprovato know-how in farmaci generici con 20 anni di eccellenza nello sviluppo chimico-farmaceutico, una notevole competitività con un approccio incentrato sul cliente come vantaggio distintivo nel mercato globale ed una forte attenzione al time to market con capacità di cogliere le opportunità del mercato in modo flessibile, dinamico ed in modo pro-attivo.

Friulchem è specializzata nel "drug delivery enhancement", lo sviluppo di sistemi di somministrazione solida e/o solubile orale e vanta una consolidata base di clienti, tra

i quali vi sono società farmaceutiche nazionali ed internazionali attive anche in ambito veterinario.

Friulchem opera attraverso lo stabilimento di Vivaro (sito nella zona industriale di Pordenone) che si estende su una superficie di 18.000 mq di cui 3.000 mq coperti. Lo stabilimento è autorizzato dal Ministero della Salute Italiano e dal Ministero della salute Giapponese e come dicevamo, in virtù dell'autorizzazione GMP della UE e può trattare la classe delle Penicilline G (principalmente la amoxicillina) e sulfamidici. Il laboratorio di Friulchem vanta inoltre l'autorizzazione quale mangimificio rilasciata dalla regione Friuli Venezia Giulia come centro di eccellenza e possiede la Certificazione Ambientale, Sicurezza e Qualità.

Il laboratorio, che come dicevamo impiega 4 tecnici, svolge anche la funzione di controllo qualità, ed è dotato di attrezzature moderne ed adeguate alle esigenze produttive. Il laboratorio permette inoltre la gestione di sperimentazioni pilota finalizzate a soddisfare specifiche richieste dei clienti relative a particolari processi produttivi.

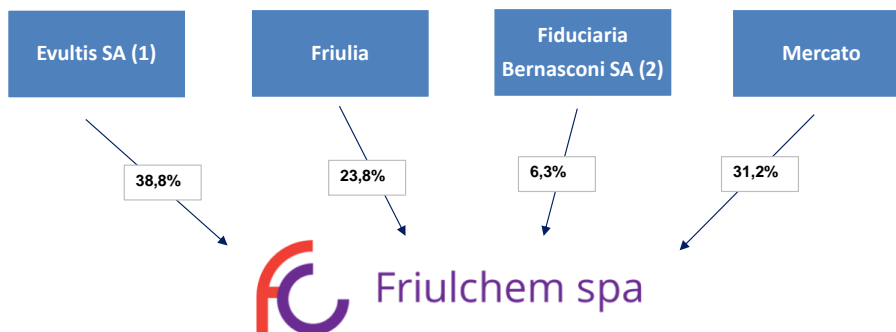
Oltre alle attività di lavorazione (sia su materie prime acquistate direttamente che in conto lavorazione) la società ha sviluppato un servizio di packaging per prodotti finiti effervescenti.

2.1 Gli azionisti

Friulchem è controllata per il 38,8% dalla società Svizzera Eultis SA (controllata a sua volta dalla famiglia Mazzola) che svolge attività di trading di materie prime per l'industria farmaceutica. La Fiduciaria Bernasconi (6,3%) fa parte di una famiglia imprenditoriale da tempo legata alla famiglia Mazzola. Eultis SA è da lungo tempo fornitore di Friulchem relativamente alla materia prima Amoxicillina.

Nel 2018, la finanziaria di sviluppo territoriale Friulia ha sottoscritto un aumento di capitale pari a €1,9 mln in Friulchem per lo sviluppo del business. Le risorse incassate, unitamente alla liquidità incassata a seguito dell'IPO, consentiranno alla società di sviluppare ulteriormente la strategia orientata alla ricerca e allo sviluppo dei nuovi prodotti e processi produttivi e nel contempo completare gli investimenti necessari per immettere sul mercato alcuni farmaci generici già sviluppati.

Table 2 - Gli azionisti



Source: Friulchem. 1) Posseduta al 100% dal Sig. Alessandro Mazzola, fa capo alla famiglia Mazzola. 2) Posseduta al 60% dal Dott. Umit Nacaroglou e al 40% dal Dott Biagio Giugliano.

2.2 Il processo produttivo e il modello di business

Friulchem opera nel campo dei processi ausiliari della materia prima per l'industria farmaceutica. E' autorizzata a trattare lavorazioni Standard Operating Procedures – SOP - per prodotti ad uso veterinario. Le principali attività svolte sono rivolte alla:

- **Granulazione**, che è una tecnologia sviluppata internamente che consente la preparazione di granuli adatti alla compressione (granulazione per fusione) o per la preparazione di granuli sferici adatti al rivestimento (granulazione bagnata);
- **Micronizzazione**, riguarda l'attività di macinazione del prodotto che consente la frantumazione, raggiungendo classi di "particle size" molto piccole (< 10 micron) con un alto rendimento. Questa tecnologia, utilizzando unicamente aria compressa, permette il trattamento di materiali sensibili senza l'influenza del calore, dell'umidità e dell'attrito durante la macinazione;
- **Atomizzazione**, detta anche Spray-Drying. E' una tecnica sofisticata di trasformazione di un prodotto liquido in una polvere, indicata per la produzione continua di solidi asciutti o in polvere, granuli con un'alimentazione liquida come soluzioni, emulsioni e sospensioni.

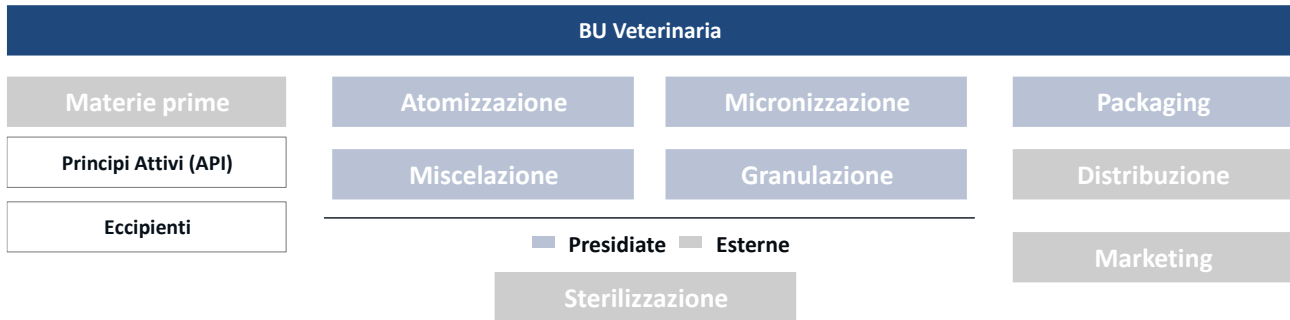
La miscelazione, ulteriore attività svolta dalla società, consente di combinare principi attivi (API) ed eccipienti il cui risultato è una miscela "pronta all'uso" idonea per la preparazione di diverse forme di dosaggio.

Oltre alle attività di lavorazione che possono essere effettuate anche per conto terzi (il cliente fornisce la materia prima da lavorare), Friulchem svolge anche attività di trading di materia prima per alcuni clienti strategici.

Friulchem è in grado di operare lungo tutta la catena del valore: dalla fase di ricerca fino alla commercializzazione in tutte e due le business unit. Il processo produttivo è tuttavia distinto nelle due BU. In particolare:

- **la BU veterinaria**, che opera in un mercato altamente regolamentato sia a livello europeo che internazionale, richiede onerose procedure di accreditamento per l'ottenimento di certificazioni sia di natura produttiva che distributiva e soprattutto spesso sotto tutela di brevetti.
Nella catena del valore Friulchem si posiziona come trasformatore (B2B), fornendo diverse tecnologie (es. soluzioni di somministrazione innovative) per il drug delivery, rivolgendo il proprio know-how a gruppi internazionali che presidiano il mercato finale.
L'approvvigionamento di materie prime è assicurato da una rete di fornitori mondiali tra cui: CSPC Zhongnuo PHA (Cina), Evultis SA (Svizzera), Special Product's (Italia), Savior Lifetec Co (Corea) Vetpharma Animal (Spagna).
Friulchem presidia direttamente le lavorazioni ed opera sia con formulazioni proprietarie, date in uso ai propri clienti, sia su indicazione degli stessi. La formula di offerta ai propri clienti è prevalentemente quella full service sebbene ci siano alcune attività in conto lavoro.
La Società spedisce in seguito sia prodotti in bulk in caso di refilling in loco o per eventuali ulteriori lavorazioni presso la loro sede, o prodotti finiti per il cliente finale con packaging ideato e prodotto da Friulchem;

Table 3 – La BU Veterinaria

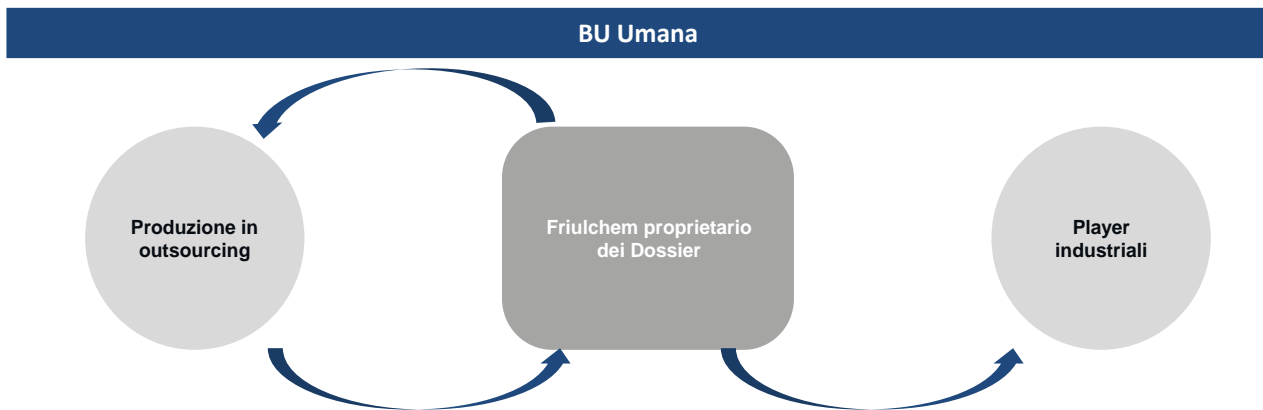


Source: Friulchem

la **BU umana**, è prevalentemente dedicata alla ricerca, sviluppo di dossier di farmaci generici e genericabili cosmoceutici (K5) innovativi ed integratori alimentari di qualità, rivolgendosi alle principali multinazionali del settore farmaceutico. L'attività produttiva è esternalizzata verso player con certificazioni produttive adeguate, mentre il fascicolo della formulazione rimane di proprietà di Friulchem o viene ceduto a terzi.

Friulchem ha nel tempo registrato diversi fascicoli per formulazioni in ambito umano, per le quali però non possiede adeguate certificazioni nei propri impianti per procedere alla produzione in modo diretto. I clienti possono distribuire i prodotti di Friulchem o con marchio proprio o con marchi concessi in licenza (con annesse autorizzazioni distributive) della Società stessa.

Table 4 – La BU Umana



Source: Friulchem

Il modello commerciale adottato da Friulchem è prevalentemente quello B2B, sviluppando soluzioni di "drug delivery" tecnologicamente avanzate. Per i gruppi industriali dei settori veterinario e umano (per alcuni prodotti di cosmoceutica), sono state avviate delle collaborazioni con distributori e online reseller per vendere prodotti a marchio proprio).

La società non si avvale generalmente di una rete commerciale composta da venditori sul territorio (si avvale di 3 agenti all'estero che contribuiscono marginalmente al fatturato) bensì fa leva su relazioni ormai consolidate con le

principali multinazionali del settore farmaceutico e key account interni che gestiscono i clienti principali (es. Virbac).

2.3 La ricerca e sviluppo

Friulchem investe mediamente circa il 5% del fatturato in ricerca e sviluppo. Il forte orientamento verso l'attività di R&D ha permesso di acquisire nel tempo un forte know-how ed efficaci capacità di offrire un servizio completo e distintivo rispetto agli altri operatori presenti sul mercato.

La Società ha un forte orientamento verso la ricerca e sviluppo indirizzato ad offrire:

- **un servizio ai propri clienti**, rispettando le attività e gli obiettivi definiti dagli stessi. Vengono condivise le attività da svolgere prevedendo una fatturazione a milestone del progetto (produzione, verifica stabilità, market authorization). Le attività includono l'assistenza per il deposito del fascicolo alle autorità competenti. Alla conclusione del progetto il cliente è il proprietario della formulazione/fascicolo depositato;
- **un'attività interna** al fine di depositare formulazioni innovative di proprietà che, in fase successiva, sono concesse in licenza o cedute ad operatori industriali. Dopo aver completato lo studio di fattibilità, si procede nella ricerca di un investitore che supporti Friulchem nella fase di test e analisi clinica necessaria al deposito della formulazione presso l'autorità competente.

Alcune attività sono presidiate direttamente da Friulchem quali per esempio l'assistenza per il deposito del fascicolo presso le autorità competenti, oppure la fattibilità iniziale di un progetto, mentre altre sono esterne.

Table 5 – La Ricerca e Sviluppo



Source: Friulchem

2.4 I brevetti

Friulchem possiede alcuni brevetti. Tra questi:









- **FC Cube**, brevetto valido per tutta l'Europa, Australia, Messico e Giappone, con scadenza 2032;
- **Rifaximina**, brevetto valido per tutta l'Europa, gli USA e il Messico con scadenza nel 2032;
- **N-Acetilcisteina**, brevetto valido in Europa con scadenza nel 2031.

Il brevetto per FC Balls, la cui presentazione è avvenuta nel corso del 2017 è tuttora in corso di validazione. Tale brevetto sarà valido in Europa, Canada, Giappone e USA.

2.5 I principali clienti

Friulchem ha iniziato le proprie attività in qualità di produttore di semilavorati e prodotti finiti in ambito farmaceutico a scopo veterinario e tra i clienti originari è presente Virbac (€869 mln di fatturato nel 2018), la cui relazione risale appunto fin dalla fondazione. Nel tempo l'esperienza e il riconoscimento del mercato ha portato ad un incremento del portafoglio agli attuali 50 clienti. Di seguito i principali:

Table 6 – I principali clienti

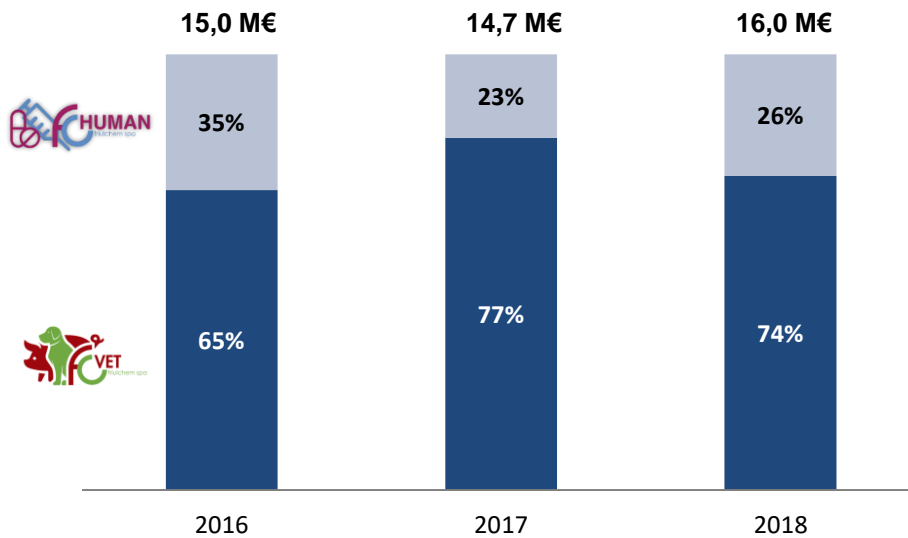
Clients	Data inizio relazione commerciale	Descrizione attività
	1998 (+20 anni)	Ricerca, produzione e distribuzione di prodotti per la salute sia di animali da compagnia che da reddito
	2012 (+7 anni)	Distribuzione di prodotti chimici, con una divisione ad hoc specializzata nel mondo animale
	2015	Produce e commercializza farmaci con obbligo di prescrizione, OTC e prodotti veterinari a brand proprio in oltre 70 paesi
Norbrook	2015	Realizza prodotti farmaceutici, tra cui APIs, sia per il segmento di animali da reddito sia per il segmento di animali da compagnia
	2017	Produzione di farmaci per animali da compagnia ed animali da reddito
	2012 (+7 anni)	Sviluppa, produce e commercializza farmaci generici, ricoprendo un'importante funzione di fornitura di APIs a livello mondiale
	2016	Sviluppa, produce e commercializza farmaci generici e biosimilari
	2017	Sviluppa, produce e commercializza farmaci equivalenti
	2016	Sviluppa, produce e commercializza farmaci generici e specializzati

Source: elaborazione Arkios

Nel 2018, la divisione veterinaria ha rappresentato il 74% dei ricavi con una crescita del 21,4% tra il 2016 e il 2018. Le principali molecole trattate sono state: amoxicillina, Enerlyte plus per integratori ampicillina e penicillina G.

Nel 2016, la forte crescita dei generici è stata determinata dall'introduzione sul mercato del Meropenem (generico umano) di cui è stata poi venduta la M.A. alla Società ACS Dobfar nel 2018.

Table 7 – Breakdown del fatturato per business unit

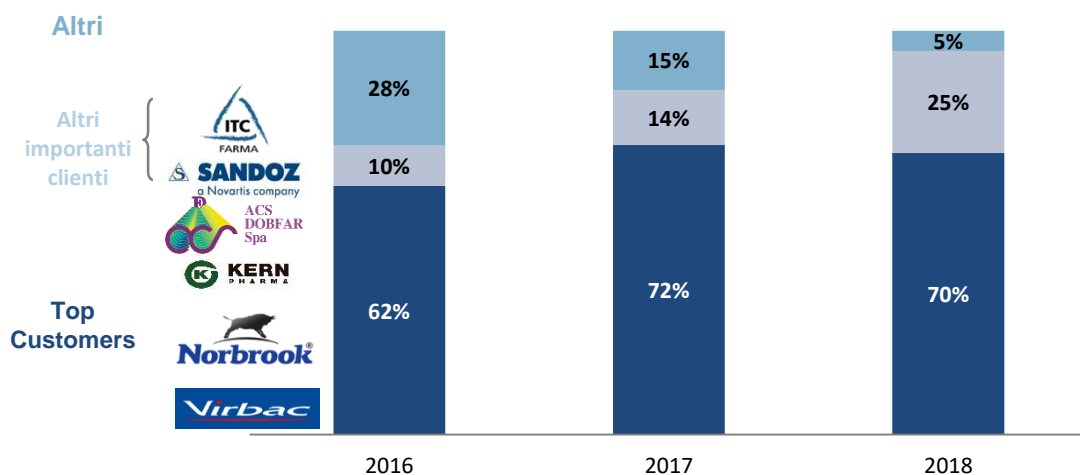


Source: Friulchem

Nel 2018, i primi cinque clienti hanno rappresentato circa il 70% dei ricavi totali, mentre altri sette importanti player operanti nel settore del farmaco generico rappresentavano il 25%.

Gli altri clienti (ca. 30 operatori) rappresentano il rimanente 5%. Nel 2016 l'incidenza era stata del 27% in quanto era stato introdotto il Meropenem (generico umano) di cui è stata poi venduta l'autorizzazione.

Table 8 – Breakdown del fatturato per cliente



Source: Friulchem

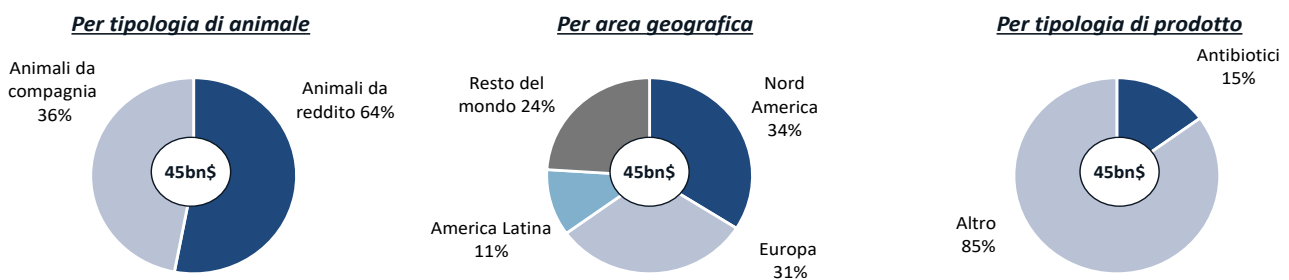
3 Il settore

3.1 Il settore dei farmaci veterinari

La dimensione globale del mercato della salute degli animali nel 2018 è stata di circa US 44,74 mld ed è prevista crescere con un CAGR 2019 – 2026 del 5,7%. Gli animali da reddito rappresentavano il 64% mentre quelli da compagnia il 36%.

Il Nord America e l'Europa rappresentavano da soli il 65% del totale. Per tipologia di prodotto, gli antibiotici erano il 15%, mentre tutti gli altri prodotti veterinari rappresentavano l'85%.

Table 9 – Il mercato di riferimento (Dati 2018)



Source: Elaborazione Integræe SIM su dati Zoetis e BI Animal Health, 2018

Il mercato è in gran parte guidato da un aumento significativo delle malattie zoonotiche e alimentari in tutto il mondo. Questa prevalenza di malattie senza precedenti ha incoraggiato le aziende a produrre vaccini e farmaci avanzati. L'elevata domanda ha anche comportato il successivo aumento del numero di aziende che hanno compiuto sforzi importanti per controllare i rischi di contaminazione da agenti patogeni e malattie di origine alimentare, contribuendo alla crescita del mercato. Il problema della salute degli animali potrebbe presto diventare un problema sociale e di ordine pubblico. Secondo il Dipartimento per gli affari economici e sociali delle Nazioni Unite (DESA), la popolazione mondiale è di circa 7,3 miliardi e si prevede che raggiungerà circa 9,7 miliardi entro il 2050. Di questi 795 milioni di persone sono denutrite, secondo le stime del Fondo internazionale per Sviluppo agricolo (IFAD). E' quindi ragionevole supporre che le crescenti iniziative dei governi per promuovere i prodotti veterinari guidino il mercato generale della salute degli animali nei prossimi anni.

L'intensificarsi della produzione di prodotti alimentari a base animale porterà ad una significativa riduzione dei prezzi, facilitando un facile accesso al cibo a prezzi accessibili. Il mercato è quindi guidato dai progressi tecnologici nel settore sanitario veterinario.

Tali progressi includono l'entrata a regime di sistemi efficienti di gestione delle informazioni, di tecnologia mobile applicata al mondo animale e una banca dei vaccini. Un'attenzione particolare all'innovazione nella sanità veterinaria ha determinato alcune misure che alimentano le prospettive di crescita del mercato. Ad esempio, l'Innovative Medicines Initiative (IMI), che è un partenariato pubblico-privato per sostenere la ricerca collaborativa per promuovere l'innovazione nel settore farmaceutico veterinario in Europa.

Il segmento degli additivi per mangimi deteneva una quota di mercato del 39,1% nel 2018, grazie ai costanti progressi nei prodotti. Gli additivi per mangimi sono divisi in nutrizionali e medicinali. I progressi del prodotto includono principalmente l'uso di modificatori metabolici, enzimi, minerali e probiotici. Questi additivi facilitano un aumento significativo della crescita muscolare, ottimizzando in tal modo l'utilizzo del mangime.

L'elevata pressione delle organizzazioni sanitarie governative verso il miglioramento delle pratiche agricole e della salute veterinaria è previsto possa sostenere la domanda. Ad esempio, alcuni additivi sono consentiti e raccomandati dall'Unione Europea per l'uso nei mangimi. Questi additivi comprendono vitamine, antiossidanti e promotori delle prestazioni.

3.2 I principali canali di distribuzione

Il segmento degli ospedali e delle cliniche veterinarie ha rappresentato la quota di mercato dominante nel 2018. L'aumento del numero di farmacie e l'elevato volume come conseguenza del frequente trattamento di animali domestici, hanno sostenuto la crescita del segmento. I canali di vendita al dettaglio e le piattaforme di e-commerce detenevano una quota di mercato significativa. La crescita può essere attribuita ai fattori, come l'elevata praticità e il numero crescente di farmacie al dettaglio. Il segmento delle farmacie al dettaglio è previsto espandersi ad un CAGR 2019 – 2026 moderato. I principali produttori si affidano solo ai veterinari autorizzati e ai distributori autorizzati per la distribuzione di farmaci e vaccini. Riteniamo che questo fattore influenzi positivamente la crescita del segmento nei prossimi anni.

Prevediamo inoltre che l'e-commerce / farmacie online possano crescere ad un tasso esponenziale per tutto il periodo di previsione. La crescita è il risultato di diversi vantaggi, come per esempio una maggiore praticità. Questi benefici accentueranno la domanda di e-commerce per tutto il periodo di previsione.

3.3 Il segmento degli animali domestici

L'aumento dell'incidenza delle patologie causate dalla globalizzazione e dai cambiamenti climatici determinerà la domanda di procedure diagnostiche, che dovrebbe guidare la crescita dei test point-of-care / test interni nei prossimi anni. L'aumento delle iniziative volte a sensibilizzare i proprietari di animali domestici sui benefici dell'assistenza preventiva per i propri animali è uno dei fattori chiave che contribuiranno alla crescita del segmento. Test come per esempio ELISA (Enzyme-Linked ImmunoSorbent Assays) si sono dimostrati efficaci per la diagnosi di filaria.

La disponibilità di un'ampia gamma di trattamenti e di opzioni diagnostiche negli ospedali veterinari e nelle cliniche rappresenta un fattore ad alto impatto commerciale per questo segmento. Gli ospedali e le cliniche veterinarie hanno rappresentato la quota maggiore del segmento degli usi finali nel 2018.

Alcuni vaccini sono disponibili solo negli ospedali veterinari. Varie organizzazioni governative per il benessere degli animali hanno emanato linee guida per le pratiche e gli standard di sicurezza da implementare negli ospedali e nelle cliniche veterinarie che negli ultimi anni hanno ampliato le possibilità di crescita dei rispettivi segmenti.

3.4 Il segmento degli animali da produzione

Il segmento degli animali da produzione ha detenuto la principale quota di mercato nel 2018. La quota sostanziale catturata dal segmento può essere presunta come una conseguenza della grande preoccupazione per la sicurezza e la sostenibilità alimentare da parte delle organizzazioni sanitarie governative a livello globale. I responsabili delle politiche in vari paesi si stanno impegnando per raggiungere la sicurezza alimentare totale, che promuove la produzione alimentare su larga scala e porta ad una maggiore allevamento del bestiame.

Le politiche si concentrano sulla sostenibilità a lungo termine, che può essere raggiunta attraverso una combinazione di miglioramento della produttività e maggiore attenzione per l'assistenza sanitaria veterinaria del bestiame. Secondo l'Organizzazione per l'alimentazione e l'agricoltura (FAO), nelle economie emergenti, i prodotti alimentari a base animale rappresentano un terzo del consumo di proteine umane, portando ad un aumento della produttività del bestiame, che è fondamentale per soddisfare i bisogni alimentari della crescita umana popolazione.

3.5 Gli antibiotici per animali

Friulchem è specializzata nella produzione di antibiotici per animali, risultando una delle poche società a livello europeo a possedere l'autorizzazione da parte del Ministero della Salute e conforme ai GMP dell'EU per trattare la classe delle penicilline G. Il mercato degli antibiotici animali è atteso crescere ad un CAGR 2019 – 2026 del 4.5%. Rilevante risulta l'applicazione degli stessi sia nel campo degli animali da reddito che da compagnia. Gli antibiotici rappresentano, come abbiamo visto, il 15% del mercato della medicina veterinaria.

Questi i fattori che riteniamo possano essere trainanti e limitanti della crescita attesa:

Table 10 – I fattori determinanti del settore degli antibiotici per animali

Fattori trainanti	Fattori limitanti
Incremento delle infezioni animali, problematica sempre maggiormente diffusa a livello globale	Crescente resistenza agli antibiotici da parte dei batteri infettivi
Aumento dell'interesse verso il benessere e la cura animale, in particolar modo per quanto riguarda gli animali da compagnia	Carenza di innovazione nel mercato degli antibiotici, fattore che ne limita il ricorso
Incremento della predisposizione alla spesa per la cura estetica e fisica dell'animale	Crescente opposizione al ricorso agli antibiotici per ragioni di salute collegate al loro eccessivo utilizzo
Relativamente al ramo degli animali da reddito si verifica un incremento della richiesta di prodotti alimentari a base animale, spinta dai paesi in via di sviluppo	Barriere all'ingresso rappresentate dalle certificazioni degli impianti produttivi

Source: Elaborazione Integræ SIM su dati Zoetis e BI Animal Health, 2018

3.6 La medicina umana: il settore dei farmaci generici

Il mercato mondiale dei farmaci generici è risultato in crescita ad un CAGR 2010 – 2017 dell’8% e ha raggiunto US 244,5 mld nel 2017.

Il mercato presenta alcune caratteristiche particolare. Tra queste:

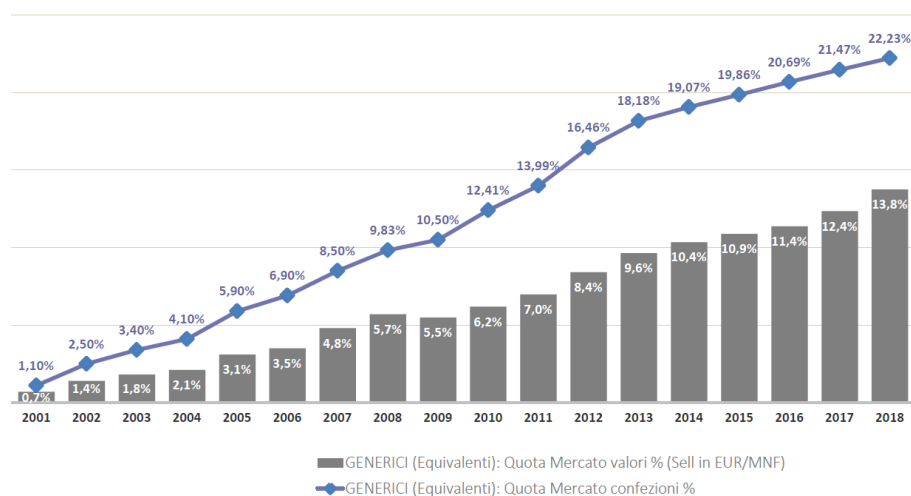
- è dominato da poche aziende leader del settore, distribuite prevalentemente in Europa (leader mondiale), USA e Giappone, che arrivano a coprire quasi il 50% della produzione globale;
- è stabile. Il mercato farmaceutico si distingue infatti per innovazione e tecnologia, mantenendo tassi di variazione della domanda molto contenuti nel corso degli anni e arrivando così a ricoprire un ruolo rilevante nell’economia globale;
- è costituito da forti economie di scala e di scopo, con importanti barriere all’entrata per i nuovi possibili entranti;
- nel 2021, secondo le stime IQVIA, dovrebbe raggiungere US 380 mld, con un CAGR 2017 – 2021 dell’11,7%.

3.7 Il settore dei farmaci generici in Italia

L’Italia ricopre un ruolo centrale nel mercato europeo e presenta una produzione totale nel 2017 pari a €31,2 mld, di cui il 79% destinato all’export (€24,8 mld). In Italia si contano 65.400 addetti impegnati nella produzione farmaceutica, di cui 6.400 impiegati in R&D. Il nostro paese risulta essere uno dei settori con maggiore crescita dal 2007 al 2017 (+24%) e con un aumento significativo anche delle risorse umane impiegate. Le aziende farmaceutiche risultano essere distribuite in tutta la penisola italiana, ma con un focus rilevante nelle regioni di Lombardia, Lazio, Toscana, Emilia Romagna e Veneto, che da sole ricoprono il 90% dell’occupazione totale.

È proseguita anche nel 2018 la crescita lenta ma costante del mercato degli equivalenti: lo scorso anno i generici unbranded hanno assorbito il 22,23% del mercato a confezioni (+0,73% sul 2017) e il 13,8% del mercato a valori (+1,83%) nel canale farmacia.

Table 11 – Andamento mercato generici sul totale mercato farmaceutico (Canale Farmacie)



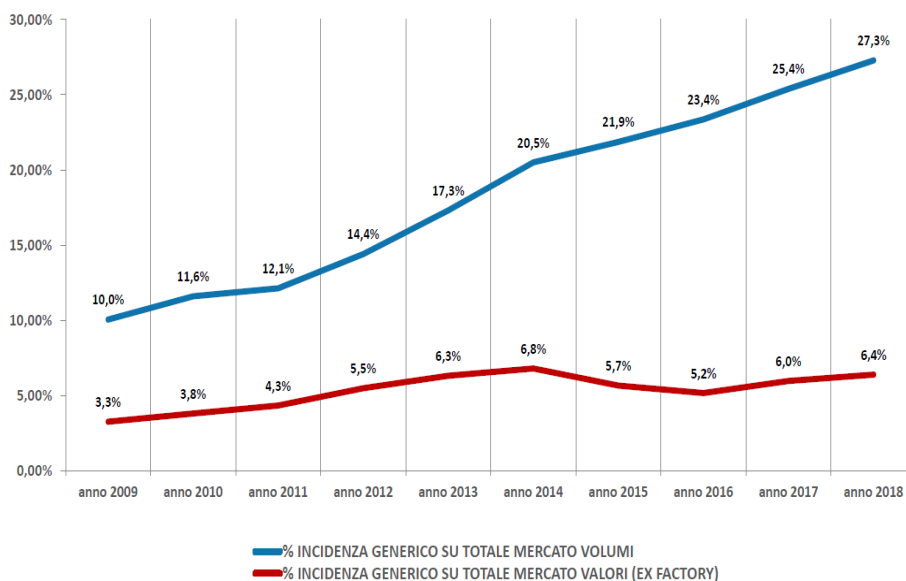
Source: Elaborazione del Centro Studi Assogenerici, su dati IQVIA

L'analisi degli andamenti nel canale farmacia evidenzia una performance positiva - anche se meno brillante rispetto al 2017 - dei prodotti equivalenti (classi A e C), con una crescita dello 0,6% a unità e del 7,2% a valori, a fronte di un perdurante arretramento sia del mercato farmaceutico complessivo (-1,1% a unità e -1,6% a valori) sia del mercato dei branded a brevetto scaduto (-1,6% a unità e -3% a valori).

La segmentazione del mercato complessivo a volumi (tutte le classi) registra così una incidenza del 52,2% dei farmaci brand a brevetto scaduto e la spartizione della restante quota per il 22,2% ai farmaci coperti da brevetto e per il 25,6% agli equivalenti. I brand a brevetto scaduto dominano ancora – pur se con una lieve flessione - anche la segmentazione del mercato a valori (tutte le classi) assorbendo il 48%, seguiti dai farmaci coperti da brevetto (38,3%) e a notevole distanza gli equivalenti (13,7%). Nel canale farmacia (tutte le classi) la segmentazione del mercato dei soli prodotti off patent vede ancora una netta predominanza dei brand a brevetto scaduto, che assorbono il 70% a confezioni e il 78% a valori, contro il 30% a confezioni e il 22% a valori degli equivalenti. Nel 2018 è proseguita anche la generale contrazione del mercato di classe A rimborsato dal SSN nel canale farmacia: le confezioni rimborsate sono scese dello 0,9% rispetto ai 12 mesi del 2017, la spesa del 3,8%. In particolare, in calo del 16,6% la spesa relativa ai prodotti ancora coperti da brevetto (-12,6% a confezioni) e in crescita invece la spesa per gli equivalenti +8,7% (+3,3% a confezioni) rispetto al precedente anno.

Ammonta infine a €1,1 mld la quota versata come differenziale di prezzo dai cittadini per ritirare il brand al posto dell'equivalente: l'incidenza maggiore a livello regionale e peraltro in crescita sul 2017, si registra in Sicilia (15,8% per complessivi €114 mln) e nel Lazio (15,5% pari a €139 mln). L'incidenza più bassa si registra invece ancora in Lombardia, dove il differenziale versato di tasca propria dai cittadini quota l'11,1% della spesa regionale SSN nel canale retail, per un totale di €144 mln. Nel canale ospedaliero, infine, nel 2018 i prodotti equivalenti hanno assorbito il 27,3% del mercato a volumi e il 6,4% del mercato a valori, in un panorama caratterizzato dalla predominanza assoluta dei prodotti in esclusiva, titolari del 33,5% dei volumi e del 92,8% del giro d'affari di settore.

Table 12 – Andamento mercato ospedaliero farmaci generici



Source: Elaborazione del Centro Studi Assogenerici, su dati IQVIA

3.8 Il mercato di Friulchem: CDMO

Il Contract Manufacturing Organizations (CMO) è un'organizzazione manifatturiera a contratto, che produce per altre società del settore farmaceutico, appunto a contratto. L'organizzazione può integrare anche lo sviluppo e in questo caso viene detta Contract Development Manufacturing Organizations (CDMO). Sono società che servono altre società del settore farmaceutico a contratto per fornire servizi completi dallo sviluppo di farmaci attraverso lo sviluppo (CDMO) e la produzione di farmaci. Ciò consente alle principali case farmaceutiche di esternalizzare quegli aspetti dell'attività, che possono aiutare con la scalabilità o consentire alla grande azienda di concentrarsi invece sulla scoperta di farmaci e sul marketing dei farmaci.

I servizi offerti dai CDMO/CMO includono la pre-formulazione, lo sviluppo della formulazione, gli studi di stabilità, lo sviluppo di metodi, i materiali di sperimentazione clinica pre-clinica e di fase I, i materiali di sperimentazione clinica in fase avanzata, la registrazione dei lotti e la produzione commerciale.

I loro clienti non si aspettano solo prezzi competitivi, ma anche conformità alle normative, flessibilità sulla capacità di produzione e consegna puntuale. Complessivamente è richiesto che l'OCM rispetti le buone pratiche di fabbricazione dei propri clienti e dell'organizzazione ufficiale, come Food and Drug Administration.

I CDMO/CMO sono aziende che consentono al settore farmaceutico di implementare nuove soluzioni organizzative caratterizzate da maggiore efficienza e flessibilità produttiva, offrendo un servizio di sviluppo e produzione conto terzi di prodotti e dispositivi medico-farmaceutici e parafarmaceutici. Nato sulla scorta delle strategie delle Big Pharma implementate dagli anni '90, volte a snellire la filiera che le vedeva completamente integrate, dalla produzione degli APIs fino allo sviluppo e creazione del prodotto, le CDMO sono diventate negli anni, in particolare dopo il 2000, un business specializzato ed in rapido consolidamento.

Alcune Big Pharma, al fine di saturare la propria capacità produttiva, stanno oggi internalizzando nuovamente le funzioni di CDMO (AbbVie, Pfizer, Baxter, ecc.). Il mercato delle CDMO si segmenta principalmente su 3 categorie di prodotto: Liquidi e Semi-solidi, Iniettabili e Solidi. Tutte le categorie sono in crescita continua da diversi anni e questo trend è previsto possa continuare nel futuro prossimo.

Le CDMO farmaceutiche rappresentano un'eccellenza dell'industria italiana il cui valore della produzione è cresciuto costantemente dal 2005 a oggi, anche nella fase più acuta della crisi. Questo trend ha consentito all'Italia di diventare il leader in Europa con il 29,4% della produzione complessiva (€1,5 mld su €5,1 mld)

Nei prossimi anni IQVIA stima una crescita ad un CAGR 2017 – 2023 del 7%.

Table 13 – Il contesto di riferimento	Table 14 – Gli investimenti in Italia (2016 – 2021F)										
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Categoria</th> <th>Percentuale</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Efficienza energetica</td> <td>78%</td> </tr> <tr> <td>Processo produttivo</td> <td>35%</td> </tr> <tr> <td>Logistica</td> <td>12%</td> </tr> <tr> <td>Prodotti</td> <td>7%</td> </tr> </tbody> </table>	Categoria	Percentuale	Efficienza energetica	78%	Processo produttivo	35%	Logistica	12%	Prodotti	7%
Categoria	Percentuale										
Efficienza energetica	78%										
Processo produttivo	35%										
Logistica	12%										
Prodotti	7%										
Source: Elaborazioni Integrae SIM su informazioni fornite dalla Società e IQVIA											

Diversi sono i motivi che spingono le Big Pharma a rivolgersi ad operatori CDMO. Tra questi il forte orientamento all'outsourcing delle attività di produzione, che sfrutta vantaggi in termini di supply chain, di economie di scala, minimizzando i rischi di approvvigionamento (oltre che saving in termini di minori investimenti ed in termini di ottimizzazione delle tempistiche di produzione).

Relativamente al contesto competitivo italiano, sono presenti fattori di rischio rappresentati dalla attrattività di CDMO localizzati in paesi emergenti per le Big Pharma, con conseguente intensificazione della concorrenza a livello mondiale.

L'industria CDMO si presenta come frammentata con la presenza di oltre 400 players, sebbene si evidenzino tre players principali che detengono oltre il 20% della quota complessiva di mercato (Pantheon, Catalent, Aenova).

Segnaliamo un processo di consolidamento in corso all'interno dell'industria con tre principali obiettivi:

- integrazione verticale, per offrire un servizio che parta dalla produzione degli APIs fino alla commercializzazione del prodotto;
- espansione del footprint industriale geografico, in particolar modo nei paesi emergenti, per beneficiare di economie di scala;
- integrazione orizzontale, al fine di implementare ed ampliare la gamma prodotti offerta.

3.9 I principali competitors

I principali competitors di Friulchem sono prevalentemente Europei con la presenza anche di una società USA il cui fatturato è decisamente superiore.

Queste le società:

- **Piedmont Animal Health (USA) – Fatturato 2018: €100 mln.** La società opera come CMO nel settore della medicina veterinaria, studiando prodotti sia per gli animali da compagnia che da reddito. Ha sviluppato, lanciato o commercializzato più di 15 prodotti per animali da compagnia;
- **Labiana Life Science (Spagna) – Fatturato ed Ebitda 2018: €20,3 – €1,5 mln.** Azienda operante nel settore farmaceutico, con una funzione interna di CMO. Le principali aree operative aziendali si focalizzano nella produzione per aziende europee attive nel settore della salute umana ed animale, specializzandosi in dosaggi sterili e liofilizzati;
- **UCL SpA (Italia) – Fatturato ed Ebitda 2018: €7,4 - €0,58 mln.** Fondata nel 1950, UCL è attiva nella produzione e commercializzazione di farmaci per uso veterinario, prodotti nutrizionali per animali da reddito e da compagnia, sanitizzanti e biocidi. L'ulteriore offerta comprende prebiotici e probiotici per tutte le specie animali;
- **Labservice SA (Francia) – Fatturato ed Ebitda 2018: €4,9 - €0,56 mln.** Fondata nel 1981, agisce come CMO per i settori farmaceutico, chimico, agri-food e cosmetico. La micronizzazione costituisce il business principale dell'azienda, che si occupa in generale dell'analisi e trattamento di principi attivi.

Diversamente dai principali competitors, Friulchem è in grado di operare in tutte le aree di business.

Table 15 – I principali competitors

Principali competitors		Micronizzazione	Granulazione	R&D	Prodotti Finiti	Atomizzazione
PIEDMONT ANIMAL HEALTH	Piedmont Animal Health LLC					
LABIANA	Labiana Life Science SA					
Unione Commerciale Lombarda	UCL S.p.A.					
Lab-Service <small>Our micromeritics experience is yours</small>	Labservice SA					
Friulchem spa	Friulchem S.p.A.					

Source: Elaborazioni Arkios su informazioni fornite dalla società

4 I risultati del 2018

Le vendite del 2018 sono cresciute del 9,4% YoY raggiungendo €16,2 mln. Le aree di business del settore veterinario hanno realizzato un fatturato verso terzi in contrazione del 3% YoY a €11,7 mln. La flessione è da collegare principalmente alla decisione del partner sloveno di acquistare direttamente le materie prime per uno dei suoi principali prodotti lavorati da Friulchem. La differenza è stata in parte assorbita dalla crescita del fatturato di altri prodotti e clienti.

Le vendite relative ai prodotti della business unit umana hanno realizzato un fatturato verso terzi in crescita del 55% YoY a €4,5 mln. La positiva performance è dovuta sia all'incremento delle vendite su prodotti storici per circa €0,6 mln che dalla cessione della MA per USA del dossier Meropenem per circa €0,85 mln.

La quota destinata all'export è stata pari al 93%: 87% mercati Europei, 6% USA.

In crescita del 7,4% l'Ebitda. La maggiore dinamica del COGS (+13,7%), connessa ai maggiori ordini di materia prima propedeutici alla crescita attesa e nonostante il contenimento dei costi di struttura, rispetto al fatturato, consentono una leggera flessione dell'Ebitda margin (11,4% rispetto all'11,6% del FY17).

In crescita anche l'Ebit (+20,9%) a €0,87 mln grazie anche alla contrazione degli ammortamenti su beni intangibili (-36,1% a €0,4 mln).

Sul fronte patrimoniale, segnaliamo che l'attivo fisso comprende immobilizzazioni in corso di realizzazione per circa €5,2 mln, immobilizzazioni riferite a dossier farmaceutici a mercato per circa €0,8 mln, brevetti per circa €0,5 mln, terreni e fabbricati per €1,1 mln e impianti per lavorazione di API per circa €0,9 mln.

I crediti e i debiti commerciali sono diminuiti dal 2016 al 2018 grazie ad al miglioramento dei giorni di incasso (DSO 70 gg) e dei giorni di pagamento (DPO 100 gg).

Anche nel 2018 Friulchem ha perseguito la strategia di indirizzare maggiormente gli investimenti nello sviluppo di prodotti veterinari, in particolare nel mercato dei pets, al fine di migliorarne la redditività.

Nei prodotti veterinari, diversi sono i principali progetti iniziati e/o portati avanti:

- **FC Cube nutraceutici** (disciplina che studia i componenti alimentari o i principi attivi presenti negli alimenti che hanno effetti positivi per il benessere e la salute). Lo sviluppo di formulazioni per cani e gatti procede con l'acquisizione di nuovi clienti interessati all'applicazione della matrice Friulchem in diversi paesi UE, extra UE. E' stato firmato un accordo per la produzione di matrici FC-Cubes contenenti polifenoli destinati al mercato Europeo e US.

Nel corso del 2018 è aumentato l'interesse del mercato per le formulazioni dedicate ai cavalli. Ottimizzazione e produzione di diversi prototipi con matrice vegetale sono attualmente in corso, così come la produzione di campioni per i primi test di palatabilità da parte dei clienti.

A seguito dell'agreement firmato con l'impianto terzista in Francia per la produzione degli FC-Cubes pharma, Friulchem ha concesso anche la licenza semi-esclusiva che cede il diritto di utilizzo del brevetto Friulchem per lo sviluppo, la produzione, la promozione e la distribuzione di prodotti somministrati negli FC-Cubes, limitatamente ad alcune aree terapeutiche. L'accordo prevede il riconoscimento di una milestone a Friulchem al momento dell'entrata a mercato del primo prodotto e il versamento di royalties sulla vendita dei prodotti stessi.

La collaborazione con la più grande multinazionale del mercato veterinario ha portato negli ultimi mesi al test di diversi prototipi di produzione Friulchem. Alla luce dei risultati ottenuti il partner sta verificando la possibilità di sviluppare una linea di prodotti da affiancare ai suoi alimenti tradizionali basata sugli FC-cubes.

Il primo prodotto dovrebbe essere gli FC-Cubes contenenti il probiotico *Enterococcus faecium* in una versione che prevede l'aggiunta dell'FC-Cubes direttamente alla razione quotidiana di crocchette per l'animale per il periodo del trattamento. Per Friulchem questo sviluppo permetterebbe in prospettiva di utilizzare la tecnologia non solo per il probiotico attuale ma anche per eventuali altri attivi che la multinazionale potrebbe utilizzare in questa combinazione;

- **FC Cubes pharma.** Nel corso del 2018 è proseguito lo sviluppo del dossier della Gabapentina, e in parallelo sono iniziate le attività di sviluppo preliminare per gli altri 2 prodotti oggetto dell'accordo (Rifaximina e Amlodiina)

Il piano prevede il deposito del dossier per la Gabapentina entro il 2019. Negli ultimi mesi del 2018 è iniziata la collaborazione con un'azienda Indiana per lo sviluppo di FC-Cubes contenenti antibiotici e antiparassitari;

- **Produzione e confezionamento miscele antibiotiche veterinarie.** Dato l'incremento del mercato russo per questo tipo di prodotti, il cliente sloveno ha richiesto a Friulchem di sottoporsi all'ispezione del ministero russo per ottenere l'approvazione e la possibilità di produrre per questo paese. Nel corso del 2018 sono state condotte diverse attività di preparazione all'ispezione. A seguito della decisione di Friulchem di richiedere l'approvazione del ministero russo, il cliente sloveno ha confermato la volontà di trasferire altre produzioni presso Friulchem (miscele di antibiotici e confezionamento primario e secondario). Il trasferimento dei primi 3 nuovi prodotti è già stato concordato e le validazioni di processo avranno inizio dopo l'ispezione del ministero Russo.

Anche nella BU umana sono state intraprese diverse iniziative volte a migliorarne la redditività. In particolare il:

- **progetto ce.** Friulchem in collaborazione con l'Università svizzera di Sion (Hes-So) ha dato inizio allo sviluppo del progetto. Friulchem e Hes-So hanno messo a punto una strategia risolutiva per velocizzare il tempo di estrazione delle PMU (Permanet Make-Up). Il nuovo approccio prenderà in considerazione una nuova linea guida emessa da FDA. In generale il nuovo sviluppo consiste in una prima fase di ultrafiltrazione, concentrazione e stabilizzazione del materiale.
- **progetto iloprost.** A seguito della registrazione ricevuta nel 2017 e in accordo agli impegni in fase di approvazione, sono stati prodotti 2 lotti industriali per il dosaggio 20 µg/m¹ e 2 lotti industriali per il 100 µg/m¹ a settembre 2018. È quindi seguita la fase di convalida degli stessi e l'inizio della stabilità/in-use stability. Nel 2018 l'intero asset è stato ceduto al cliente Pharmanovia che andrà a registrarlo in diversi paesi europei.
- **progetto rifaximina.** Friulchem ha sviluppato un processo innovativo per la produzione di una forma solida di Rifaximina nuova al di fuori da tutti i brevetti che è stato industrializzato presso la società partner. Il processo è coperto da brevetto, depositato negli Stati Uniti, Messico ed Europa. Sono stati selezionati dei partner negli USA con i quali è stato siglato un accordo preliminare in virtù del quale Friulchem dovrà fornire la materia prima e il know-how del processo. La formulazione del processo produttivo è stata

finalizzata e nel corso del 2019 verrà effettuato il tech-transfer per la produzione a livello industriale ai due partner: G&W per il mercato US e la Spagnola Labiana per i mercati Europei. A dicembre 2018 Friulchem ha inoltre depositato un PCT inerente lo sviluppo della compressa e il metodo necessario a produrla.

4.1 Le stime per il 2019 - 2022

Le nostre stime per il periodo 2019 – 2022E prevedono, oltre alla continuazione del trend di crescita superiore a quello medio del settore, anche il completamento delle iniziative intraprese nel corso del 2018.

Stimiamo investimenti per €5 mln di cui €3 mln in immobilizzazioni materiali e €2 mln in ricerca e sviluppo al fine di garantire la crescita futura. Gli obiettivi distinti per BU sono così riassumibili:

- **BU veterinaria.** Il lancio di FC Cube linea pharma e nutraceutica. Questo dovrebbe consentire al fatturato di crescere ad un CAGR 2018-22F dell'8,6% raggiungendo €16,3 mln;
- **BU umana.** Gli investimenti riteniamo saranno concentrati sui prodotti pharma e sulla cosmetica. Il CAGR 2018-22F stimiamo raggiungerà il 6% (fatturato nel FY22F pari a € 5,7 mln).

Gli investimenti di cui sopra, stimiamo possano condurre il fatturato a raggiungere €24,8 mln nel 2022F (CAGR 2018-22 dell'11,3%). Grazie anche alla migliore copertura dei costi fissi offerta dalla crescita del fatturato, stimiamo una crescita della redditività: Ebitda di €4,2 mln (CAGR 2018-22F del 23,5%) ed Ebitda margin che raggiunge il 17,3% (11,4% nel 2018); Ebit di €3,6 mln (CAGR 2018-22F del 43%) ed un Ebit margin che raggiunge il 14,7% (5,4% nel 2018).

La PFN stimiamo diventi attiva nel 2022F per €3 mln circa (debito di €2,66 mln nel 2018), grazie alla costante creazione di cassa ed ai proventi dell'IPO. Nel 2019F stimiamo che i debiti finanziari lordi aumentino di circa €1 mln per effetto del revamping dell'impianto pharma ma per effetto dell'IPO la PFN dovrebbe ridursi a €0,5 mln di debito.

Crediamo che una parte della liquidità incassata dall'IPO (€2,5 – €3,0 mln) sarà destinata alla crescita per linee esterne. Non avendo conoscenza delle possibili società da acquisire né tantomeno della tempistica, abbiamo escluso dagli investimenti stimati le possibili operazioni. Nel momento in cui queste saranno rese note, aggiorneremo la ricerca.

5 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 range" di una società come Friulchem caratterizzata da alcune particolarità (business fortemente regolato, flussi di cassa, management quality, elevate barriere all'ingresso, etc.).

5.1 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 2022F. 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.

Al fine di calcolare il WACC, abbiamo assunto i seguenti parametri:

- risk free rate: e la media dei rendimenti lordi "Rendistato" (Banca d'Italia);
- market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia (aggiornamento gennaio 2019);
- Beta adjusted: è il beta medio a 5 anni unlevered dei comparables, rettificato con la metodologia di Blume;

Table 16 – Il DCF

WACC		7,94%
Risk Free Rate	1,85% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,79
D/E (average)	75,74% Beta Relevered	1,22
Ke	11,50% Kd	4,50%

DCF Equity Value		23,1
FCFO actualized	4,8	18%
TV actualized DCF	21,0	82%
Enterprise Value	25,8	100%
NFP (FY18A)	2,7	

Source: elaborazione Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €23,1 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo incluso un premio per il rischio suppletivo pari al 2,5%.

Table 17 – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
Growth rate (g)	2,5%	41,7	36,5	32,3	28,9	26,1	23,7	21,7
	2,0%	37,3	33,0	29,6	26,7	24,2	22,2	20,4
	1,5%	33,7	30,2	27,2	24,8	22,7	20,8	19,2
	1,0%	30,8	27,8	25,3	23,1	21,3	19,6	18,2
	0,5%	28,4	25,8	23,6	21,7	20,1	18,6	17,3
	0,0%	26,4	24,1	22,2	20,5	19,0	17,7	16,5
	-0,5%	24,7	22,7	20,9	19,4	18,0	16,8	15,8

Source: elaborazione Integrae SIM

5.2 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.

Table 18 – I competitors/comparables

Company	Mkt Cap € mln	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
Siegfried Holding AG	1.459	11,8	10,4	9,2		18,5	15,5	13,5		24,3	19,9	16,2	
Vetoquinol SA	725	10,1	9,4	8,9		12,4	11,5	11,1		19,7	18,3	17,6	
ECO Animal Health Group plc	285	11,7	10,4	9,4		16,2	14,5	12,8		19,0	17,4	15,8	
Eli Lilly and Company	94.714	15,0	13,2	11,9		17,8	15,3	13,8	13,6	19,1	16,4	14,5	14,4
Lonza Group AG	23.064	18,0	16,4	14,7	13,0	23,2	21,0	18,9	16,4	26,5	24,4	21,5	18,5
Dechra Pharmaceuticals PLC	3.306	21,4	19,5	18,0		23,0	20,9	19,0		29,5	26,5	24,4	
Virbac SA	1.454	14,3	12,7	11,3		21,3	18,6	16,2		31,2	26,4	21,8	
Phibro Animal Health Corp.	540	6,6	6,1	5,7	5,5	8,1	7,4			17,9	16,4	14,8	14,1
Vertex Pharmaceuticals Inc.	38.236	30,4	18,7	13,5	11,4	38,6	25,6	15,8	12,5	38,7	27,1	18,8	15,5
IQVIA Holdings Inc.	28.003	17,2	15,7	14,4	12,9	19,5	17,9	16,3	19,3	25,0	21,9	19,1	16,4
Zoetis Inc.	49.631	23,9	21,8	20,2	18,3	26,1	23,6	21,4	20,4	33,1	29,6	26,5	24,1
Aratana Therapeutics Inc.	216					nm	nm	18,3	8,7	nm	nm	22,4	10,7
Average		16,4	14,0	12,5	12,2	20,4	17,4	16,1	15,1	25,8	22,2	19,5	16,2

Source: elaborazione Integrae SIM

L'equity value medio calcolato attraverso la metodologia dei multipli risulta pari a €25,4 mln, valore al quale abbiamo applicato uno sconto del 20% per tenere conto della minore liquidità post quotazione che presumibilmente caratterizzerà Friulchem rispetto ai competitors/comparables, raggiungendo un **equity value di €20,4 mln.**

L'equity value di Friulchem risulta pari a €21,8 mln, vale a dire €2,72 per azione.

Table 19 – Equity Value

Methodology	Equity value € mln
DCF	23,1
Ratios	20,4
Equity Value	21,8
Equity Value per azione	2,72

Source: Integrae SIM

Iniziamo pertanto la copertura di Friulchem con un rating buy, target price €2,72 per azione e rischio medio.

5.3 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, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists 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 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 INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) 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.