

Production Date: March 26th, 2021 - h 6:30 PM

Release Date: March 29th, 2021 - h 7:00 AM

FRIULCHEM	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Veterinary Drugs</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: 1,8 (da €2,0)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	3,4%	-4,7%	2,1%	1,7%
to FTSE AIM Italia	-2,6%	-20,8%	-24,8%	-27,0%
to FTSE Italia Small Cap	-3,4%	-18,8%	-29,1%	-51,4%
to FTSE All-Share	-3,5%	-14,2%	-24,5%	-39,2%

Stock Data

Price	€ 1,22
Target price	€ 1,80
Upside/(Downside) potential	47,54%
Bloomberg Code	FCMIM
Market Cap (€m)	9,76
EV (€m)	10,83
Free Float	31,20%
Share Outstanding	7.999.750
52-week high	€ 1,64
52-week low	€ 0,95
Average daily volumes (3m)	11.250

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	17,7	19,1	22,9	26,4
EBITDA	0,6	1,5	2,7	3,6
EBIT	-0,3	0,5	1,7	2,5
Net Profit	-0,3	0,4	1,3	1,9
EPS (€)	-0,04	0,05	0,16	0,23
EBITDA margin	3,6%	8,0%	11,9%	13,6%
EBIT margin	-1,7%	2,7%	7,3%	9,4%

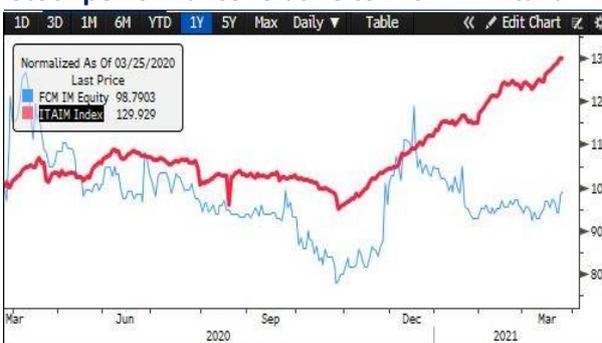
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	17,0	7,1	4,0	3,0
EV/EBIT (x)	n.m.	21,0	6,5	4,3
P/E (x)	n.m.	23,0	7,8	5,2

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Stock performance relative to FTSE AIM Italia



FY20 Results

Il valore della produzione è cresciuto 12,7% YoY e risulta superiore del 5,8% rispetto alle nostre stime (€17,7 mln vs €16,7 mln le nostre stime). Inferiore del 9% risulta invece l'Ebitda (€0,64 mln vs €0,7 mln le nostre stime). Negativo invece l'Ebit (€-0,31 mln vs +€0,34 mln nel FY19). Durante il 2020 il fatturato di Friulchem ha visto una variazione di incidenza tra le due Business Unit rispetto agli anni precedenti causato dagli effetti che la pandemia ha avuto soprattutto in riferimento alle produzioni del sito friulano. In linea con lo scorso anno e pari al 97% il fatturato destinato all'export.

2021-24E Forecast

Abbiamo aggiornato le nostre stime per il periodo 2021-23E e inserito quelle per il 2024E. Il nostro scenario base prevede una ripesa delle attività produttive in modo regolare a partire dal 3Q21. Le nostre stime 2020-24E, prevedono un CAGR 2020-24E del 15,2% del valore della produzione e del 62,9% dell'Ebitda, che dovrebbero raggiungere €30,5 mln e €4,5 mln rispettivamente. Parallelamente, ci aspettiamo che l'Ebitda margin raggiunga il 15,2% nel 2024E (dal 3,8% e 5,8% adjusted

Valuation

Valutazione: TP €1,8 (da €2,0) per azione. Buy rating e medium risk invariati. 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-24E Integrae SIM estimates

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	15,64	16,76	18,10	21,90	25,41	29,47
Other Revenues	0,06	0,94	1,00	1,00	1,00	1,00
Value of Production	15,70	17,70	19,10	22,90	26,41	30,47
COGS	8,83	11,92	12,35	14,36	16,40	18,91
Services	3,38	2,99	2,90	3,13	3,43	3,76
Employees	1,70	1,91	2,07	2,38	2,63	2,91
Use of asset owned by others	0,11	0,12	0,13	0,16	0,18	0,21
Other Operating Expenses	0,34	0,11	0,12	0,15	0,17	0,19
EBITDA	1,34	0,64	1,53	2,72	3,59	4,49
<i>EBITDA Margin</i>	<i>8,5%</i>	<i>3,8%</i>	<i>8,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>14,1%</i>	<i>15,2%</i>
D&A	0,99	0,95	1,01	1,05	1,10	1,10
EBIT	0,34	-0,31	0,52	1,67	2,49	3,39
<i>EBIT Margin</i>	<i>2,2%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>2,9%</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,8%</i>	<i>11,5%</i>
Financial Management	(0,27)	(0,17)	0,05	0,00	0,00	0,00
EBT	0,07	-0,48	0,57	1,67	2,49	3,39
Taxes	0,01	-0,17	0,14	0,42	0,62	0,85
Net Income	0,06	-0,31	0,42	1,25	1,87	2,54
BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Asset	9,68	11,43	10,72	11,20	11,50	11,80
Account receivable	3,41	2,00	2,16	2,61	3,03	3,52
Inventories	1,74	2,32	2,25	2,48	3,15	3,55
Account payable	4,30	3,23	3,31	3,77	4,22	4,77
Operating Working Capital	0,85	1,09	1,10	1,32	1,96	2,30
Other Receivable	0,52	0,92	1,00	1,15	1,30	1,45
Other Payable	0,50	0,92	1,05	1,20	1,25	1,50
Net Working Capital	0,87	1,10	1,05	1,27	2,01	2,25
Severance Indemnities & Provision	0,97	1,04	1,05	1,08	1,15	1,20
NET INVESTED CAPITAL	9,58	11,49	10,72	11,39	12,36	12,85
Share Capital	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Reserves and Retained Profits	4,66	4,72	4,57	4,78	5,41	6,34
Net Profit	0,06	(0,31)	0,42	1,25	1,87	2,54
Equity	10,72	10,41	10,99	12,03	13,28	14,88
Cash and Cash Equivalent	4,71	4,15	4,57	5,24	5,91	7,48
Short-Term Financial debt	1,74	1,53	2,10	2,20	2,40	2,55
ML Term Financial Debt	1,82	3,69	2,20	2,40	2,60	2,90
Net Financial Position	(1,15)	1,08	(0,27)	(0,64)	(0,91)	(2,03)
TOTAL SOURCES	9,58	11,49	10,72	11,39	12,37	12,85
CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	0,34	(0,31)	0,52	1,67	2,49	3,39
Taxes	0,01	(0,17)	0,14	0,42	0,62	0,85
NOPAT	0,33	(0,14)	0,37	1,25	1,87	2,54
D&A	0,99	0,95	1,01	1,05	1,10	1,10
Change in receivable	1,50	1,10	(0,25)	(0,32)	(0,54)	(0,52)
Change in inventories	(1,05)	(0,26)	0,16	(0,36)	(0,55)	(0,37)
Change in payable	0,14	(1,07)	0,08	0,46	0,45	0,55
Change in OWC	0,59	(0,24)	(0,01)	(0,22)	(0,64)	(0,34)
Other Changes	(0,40)	0,02	0,06	0,00	(0,10)	0,10
Change in Provision	0,05	0,07	0,01	0,03	0,07	0,05
OPERATING CASH FLOW	1,56	0,65	1,44	2,11	2,30	3,45
Investments	(2,00)	(2,70)	(0,30)	(1,53)	(1,40)	(1,40)
FREE CASH FLOW	(0,44)	(2,05)	1,14	0,58	0,90	2,05
Financial Management	(0,27)	(0,17)	0,05	0,00	0,00	0,00
Change in Payable to Banks	(0,77)	1,66	(0,92)	0,30	0,40	0,45
Change in Equity	5,11	0,00	0,15	(0,21)	(0,63)	(0,94)
Other Changes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	3,63	(0,56)	0,43	0,67	0,67	1,57

Source: Friulchem e stime Integrae SIM

2 I risultati del FY20

Il valore della produzione è cresciuto del 12,7% YoY e risulta superiore del 5,8% rispetto alle nostre stime (€17,7 mln vs €16,7 mln le nostre stime). Inferiore del 9% risulta invece l'Ebitda (€0,64 mln vs €0,7 mln le nostre stime). Negativo l'Ebit (€-0,31 mln vs +€0,34 mln nel FY19).

Fig. 2 – FY20A actual versus forecast

2020	Actual	Forecast	% ch
Value of Production	17,70	16,73	5,8%
Ebitda	0,64	0,70	-9,0%
<i>Ebitda margin</i>	3,6%	4,2%	
Ebit	-0,31	-0,23	n.m.
<i>Ebit margin</i>	-1,7%	-1,4%	

Source: Friulchem e stime Integræe SIM

Durante il 2020 il fatturato di Friulchem ha visto una variazione di incidenza tra le due Business Unit rispetto agli anni precedenti causato dagli effetti che la pandemia mondiale ha avuto soprattutto in riferimento alle produzioni del sito friulano. In linea con lo scorso anno e pari al 97% il fatturato destinato all'export.

La positiva variazione del valore della produzione è completamente dovuta alla Business Unit Umana, che ha realizzato un fatturato in crescita di circa il 40% YoY a € 5,2 mln, grazie ad un aumento delle vendite con dossier Friulchem, nonché all'ingresso di un nuovo prodotto commercializzato che, nonostante sia a marginalità bassa, ha però consentito alla Società di avere un nuovo cliente da sviluppare per il futuro.

Per quanto riguarda la Business Unit Veterinaria, il fatturato è risultato in flessione del 3,3% YoY a €15,5 mln a causa principalmente:

- dei ritardi, all'inizio della pandemia Covid, nella ricezione delle materie prime soprattutto dalla Cina;
- dalla chiusura dei magazzini delle multinazionali a causa del Covid per due/tre settimane per impostare i loro protocolli di ricezione merce;
- dalla rimodulazione in turni della produzione e del laboratorio dello stabilimento di Vivaro;
- della malattia per Covid di alcuni operatori di reparto di laboratorio.

I costi della produzione sono cresciuti del 18,7% YoY e raggiungono € 17,1 mln (€ 14,4 milioni del 2019), quale conseguenza della crescita del fatturato della BU Umana che incide in maniera importante sugli acquisti di materia prima, ma con un margine di contribuzione più basso dei prodotti veterinari.

La maggior dinamica dei costi rispetto a quella del fatturato, ha consentito la flessione dell'Ebitda del 53,8% YoY a €0,6 mln (da € 1,3 mln del FY19); conseguentemente in flessione risulta quindi l'Ebitda margin (3,8% vs 8,5% del FY19).

Friulchem ha calcolato che l'impatto negativo sull'Ebitda relativo alla pandemia da Covid-19 sia stato pari a €0,4 mln, che si sono riflessi sull'Ebitda margin per circa 2,3 punti percentuali. In altre parole, l'Ebitda margin rettificato sarebbe stato pari al 5,8% circa.

I debiti finanziari netti sono pari a € 1,1 mln (cassa per €1,1 mln al 31/12/2019). Il peggioramento è dovuto principalmente all'uscita di cassa di € 1,4 mln circa relativo all'acquisto strategico del 13% del capitale sociale della società americana Pharmabbie Inc e all'aumento del magazzino di circa € 0,6 mln.

Si evidenzia, inoltre, che l'incremento di debiti non correnti, pari a € 3,7 mln, rispetto a € 1,9 milioni al 31/12/2019, è dovuto alla richiesta di nuovi finanziamenti bancari a medio/lungo termine, in parte erogati a seguito dei recenti decreti governativi e garantiti da Medio Credito per Covid-19. La disponibilità liquide pari a € 4,1 mln risultano in linea con il 31/12/2019.

Nel corso del 2020 e nonostante la pandemia che tutt'ora sta colpendo le industrie italiane, il management ha lavorato molto intensamente al fine di ridurre i costi generali di struttura e nel contempo allargare il perimetro dei ricavi.

Questi i fatti più importanti del 2020:

- **17 gennaio 2020** - Friulchem ha ottenuto dal Ministero dell'Agricoltura della Repubblica Popolare Cinese la registrazione di un integratore veterinario formulato da Friulchem e prodotto nello stabilimento di Vivaro. FCREHYDRATANT è un probiotico in polvere effervescente di facile dissoluzione in acqua, che viene utilizzato per la reidratazione di animali da reddito;
- **19 febbraio 2020** – Friulchem ha ottenuto l'autorizzazione per la commercializzazione di due prodotti: in Vietnam, per un antidiabetico in forma orale, per la fase iniziale della malattia, distribuito da una primaria azienda leader nella fornitura di "farmaci generici" di importazione europea; in Svizzera, per un antibiotico per curare le infezioni acute non complicate delle basse vie urinarie, commercializzato da una importante multinazionale attiva in tutti i principali Paesi europei, con la quale Friulchem già da diversi anni commercializza lo stesso prodotto in Germania. Gli accordi, entrambi della durata complessiva di 5 anni, riguardano la licenza d'uso dei farmaci da parte di primarie aziende leader nella distribuzione di farmaci generici e la cui proprietà rimarrà in capo a Friulchem;
- **25 febbraio 2020** – nell'ambito della delibera quadro con Parti Correlate, Friulchem ha approvato la sottoscrizione di un contratto quadro tra la Società ed Evultis S.A. avente ad oggetto la fornitura da parte di Evultis – storico fornitore di materie prime dell'Emittente – di determinati principi attivi e intermedi (Prednisolone Metasulfobenzoate Steroid), per un corrispettivo complessivo massimo su base annua di € 3,5 mln (oltre IVA) e per un numero indicativo di ordini fino al 31 dicembre 2020 pari a circa 20;
- **11 marzo 2020** – Friulchem ha acquistato il 13% del capitale sociale di Pharmabbie Inc (vedi nostro report del 27 marzo u.s.), società americana specializzata nello sviluppo di farmaci veterinari da distribuire nel mercato USA attraverso la tecnologia proprietaria FC-CUBES® di Friulchem, sottoscrivendo l'aumento di capitale sociale riservato emesso dalla stessa società USA. per n. 781.250 azioni, pari al 13% del capitale sociale di Pharmabbie Inc, con un versamento di US\$1,5 mln grazie all'utilizzo di parte dei proceeds dell'IPO avvenuta in data 25 luglio 2019. A seguito dell'aumento di capitale sociale la compagine azionaria di Pharmabbie Inc. include come soci rilevanti: George Murphy e Serge Martinod entrambi con il 13,5%, Friulchem con il 13% nonché con il 3,8% Elanco US Inc, multinazionale farmaceutica specializzata nel mercato veterinario, oltre ad altri importanti investitori industriali e finanziari USA. La Governance di Pharmabbie Inc prevede un Consiglio di Amministrazione composto da 4 membri, uno dei quali è rappresentato da Disma Giovanni Mazzola (CEO di Friulchem);
- **2 aprile 2020** - Friulchem S.p.A. ha rafforzato il rapporto di collaborazione con una delle più grandi multinazionali del settore veterinario per la

commercializzazione in Brasile, Cile e Colombia di un mangime complementare reidratante, ad alto contenuto di elettroliti. L'accordo prevede in particolare che la multinazionale si occupi dell'immissione in commercio e della distribuzione dello stesso prodotto anche in Brasile già nel corso del primo semestre 2020 e Cile e Colombia nel corso del 2020, oltre che nei Paesi Europei;

- **30 aprile 2020** - Il Consiglio di Amministrazione di Friulchem S.p.A. ha adottato una ulteriore delibera quadro – rispetto a quelle già adottate in data 28 novembre 2019 e 25 febbraio 2020 - ai sensi dell'art. 10 della procedura per le operazioni con parti correlate vigente della Società, e ha approvato, nell'ambito della delibera quadro, la sottoscrizione di un contratto quadro tra la Società ed Evultis S.A. ("Evultis"), avente ad oggetto la fornitura all'Emittente, da parte di Evultis, di determinati principi attivi e intermedi, per un importo complessivo massimo su base annua di €5,0 (oltre IVA) e per numero massimo di ordini, nell'arco di 12 mesi, pari a 100;
- **6 luglio 2020** - Friulchem S.p.A. 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 2020** - Friulchem S.p.A. 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;
- **dicembre 2020** - Friulchem S.p.A. comunica che a partire dalla prima metà del 2021 inizierà la commercializzazione in Italia di una linea propria di additivi per mangimi impiegati nell'alimentazione degli animali cosiddetti da reddito (rientrano in questa categoria, per esempio, i suini, i bovini, gli avicoli). La scelta della Società di entrare nell'area degli additivi è dettata in parte da un'esigenza del mercato che nel 2020 ha visto una domanda superiore rispetto all'offerta. Con questa operazione Friulchem conferma il suo obiettivo di divenire un punto di riferimento sempre più performante per il mercato veterinario, una società in grado di offrire soluzioni all'avanguardia non solo nell'ambito pharma e integratori, ma anche nel campo degli additivi, evidenziando la propria capacità di portare sul mercato prodotti di altissima qualità realizzati in Italia.

2.1 La revisione delle stime 2021-23E

Nel comunicato stampa del 24/3/2021, la società rende noto che “...Sulla base dei dati previsionali elaborati per l’esercizio 2021 si stima una crescita del volume delle vendite ed un risultato economico positivo. I risultati dei primi mesi del 2021 confermano tali previsioni e, di conseguenza, le suddette aspettative...”

A seguito della comunicazione dei risultati de FY20, abbiamo aggiornato le nostre stime per il periodo 2021-23E e inserito quelle per il 2024E. Il nostro scenario base prevede una ripresa delle attività produttive in modo regolare a partire dal 3Q21. In altre parole, ci aspettiamo di essere sostanzialmente “Covid Free” da quella data.

Fig. 3 – Revisione delle stime 2021-23E

€ mln	2021E			2022E			2023E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Value of Production	19,10	19,36	-1,3%	22,90	23,38	-2,0%	26,41	27,15	-2,7%
Ebitda	1,53	2,15	-29,0%	2,72	3,20	-15,0%	3,59	4,12	-12,8%
<i>Ebitda margin</i>	3,8%	11,1%		11,9%	13,7%		13,6%	15,2%	
Ebit	0,52	1,30	-60,3%	1,67	2,32	-28,0%	2,49	3,17	-21,3%
<i>Ebit margin</i>	-1,8%	6,7%		7,3%	9,9%		9,4%	11,7%	

Source: stime Integrae SIM

Le nostre stime 2020-24E, prevedono un CAGR 2020-24E del 15,2% del valore della produzione e del 62,9% dell’Ebitda, che dovrebbero raggiungere €30,5 mln e €4,5 mln rispettivamente. Parallelamente, ci aspettiamo che l’Ebitda margin raggiunga il 15,2% nel 2024E (dal 3,8% e 5,8% adjusted del 2020).

Appare comunque chiaro che se le misure di contenimento della pandemia adottate dal Governo Italiano dovessero ulteriormente inasprirsi rispetto al momento in cui scriviamo, tanto da limitare fortemente la circolazione delle persone e/o 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 loro 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 2024E. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Fig. 4 – Il DCF

WACC		8,01%
Risk Free Rate	0,30% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	1,00
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	1,18
Ke	9,65% Kd	2,00%
DCF Equity Value		14,0
FCFO actualized	3,6	24%
TV actualized DCF	11,5	76%
Enterprise Value	15,1	100%
NFP (FY19A)	1,1	

Source: elaborazione Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €14,0 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo incluso un premio per il rischio supplemento pari al 2,5%.

Fig. 5 – Sensitivity Analysis

€/mln	WACC						
	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
2,5%	23,9	21,2	19,0	17,2	15,6	14,4	13,3
2,0%	21,6	19,3	17,5	15,9	14,6	13,5	12,5
Growth rate (g)	1,5%	19,7	17,8	16,2	14,9	13,8	12,8
	1,0%	18,1	16,5	15,2	14,0	13,0	12,1
	0,5%	16,8	15,5	14,3	13,2	12,3	11,6
	0,0%	15,8	14,5	13,5	12,6	11,8	11,0
	-0,5%	14,8	13,7	12,8	12,0	11,2	10,6

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. 6 – I competitors/comparables

Company	Mkt Cap				EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E		
	€ mln	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
Siegfried Holding AG	2.969	24,5	17,0	14,9	13,4	41,5	25,9	22,4	20,4	51,0	32,1	27,3	24,6		
Vetoquinol SA	1.160	14,2	12,5	11,8	11,7	21,1	18,5	16,0	15,4	32,2	27,3	25,3	22,3		
ECO Animal Health Group plc	263	11,7	11,6	10,5		22,5	22,9	12,1		30,5	28,7	24,9			
Eli Lilly and Company	146.143	23,5	18,1	17,3	16,4	26,4	20,6	19,8	18,0	23,5	21,9	20,6	18,5		
Lonza Group AG	37.239	31,0	28,0	24,3	21,2	39,8	35,6	30,9	27,0	36,3	42,5	36,6	31,8		
Dechra Pharmaceuticals PLC	4.273	22,6	21,2	19,5	19,4	24,8	23,4	21,5	19,9	33,1	31,2	28,3	25,5		
Virbac SA	1.780	10,3	12,0	11,1	10,1	14,1	18,0	15,7	15,2	24,5	29,7	26,4	23,0		
Phibro Animal Health Corp.	826	12,4	12,4	11,4	10,7	16,0	15,2	14,8		20,0	19,1	17,3	15,6		
Vertex Pharmaceuticals Inc.	46.537	17,0	13,4	12,1	11,6	14,5	12,8	11,2	10,4	21,2	19,1	16,6	15,5		
IQVIA Holdings Inc.	30.134	20,0	16,4	15,0	13,8	23,5	19,2	17,5	16,1	30,0	23,4	20,3	17,9		
Zoetis Inc.	62.516	29,0	24,6	22,4	20,9	32,0	26,8	24,4	22,5	41,7	35,2	31,4	28,6		
Average		19,6	17,0	15,5	14,9	25,1	21,7	18,8	18,3	31,3	28,2	25,0	22,3		

Source: elaborazione Integrae SIM

L'equity value medio calcolato attraverso la metodologia dei multipli risulta pari a €19,4 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 €15,5 mln.**

L'equity value medio di Friulchem risulta quindi pari a €14,8 mln (da 17,2 mln), vale a dire €1,8 (da €2,0) per azione.

Fig. 7 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	14,8
Equity Value DCF (€/mln)	14,0
Equity Value multiples (€/mln)	15,5
Target Price (€)	1,8

Source: Integrae SIM

Pertanto il nostro target price risulta pari a €1,8 (da €2,0) per azione. Invariati il nostro BUY rating e Medium risk.

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 Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

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 Journalists guild. Mattia Petracca and Emanuele Negri are current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	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
29/09/2020	Buy	2,00	Medium	1H20 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. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 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

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Friulchem SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Friulchem SpA;
- Integrae SIM S.p.A. plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Friulchem SpA.
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

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.