

G.M. Leather	Italy	Euronext Growth Milan	Tannery
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 6,45 (prev € 6,30)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-5,77%	N/A	N/A	N/A
to FTSE Italia Growth	0,41%	N/A	N/A	N/A
to Euronext STAR Milan	2,80%	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	0,09%	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	1,07%	N/A	N/A </td <td>N/A</td>	N/A
to MSCI World Index	3,45%	N/A	N/A	N/A

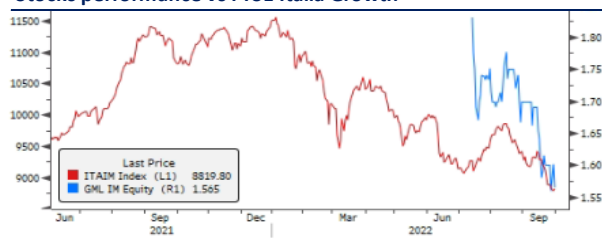
Stock Data	
Price	€ 1,56
Target price	€ 6,45
Upside/(Downside) potential	313,4%
Bloomberg Code	GML IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 17,53
EV (€m)	€ 31,59
Free Float	13,79%
Share Outstanding	11.235.000
52-week high	€ 1,95
52-week low	€ 1,50
Average daily volumes (3m)	11.500

Key Financials (€m)	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	50,0	45,2	60,9	69,2
EBITDA	4,4	5,0	7,0	8,2
EBIT	3,6	3,8	5,7	6,9
Net Profit	2,5	2,5	3,9	4,7
EBITDA margin	8,7%	11,1%	11,5%	11,9%
EBIT margin	7,2%	8,4%	9,4%	10,0%
Net Profit margin	4,9%	5,4%	6,3%	6,8%

Main Ratios	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	7,2	6,3	4,5	3,9
EV/EBIT (x)	8,8	8,3	5,5	4,6
P/E (x)	7,1	7,2	4,6	3,7

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo alessandro.colombo@integraesim.it

Stocks performance vs FTSE Italia Growth



1H22A Results

I ricavi dell'1H22A si attestano a € 21,53 mln. L'EBITDA al 30 giugno 2022 ammonta a € 2,60 mln, con un EBITDA margin che risulta pari al 12,1%, mostrando una consistente crescita rispetto alla fine dell'anno precedente, in cui si attestava all'8,9%. L'EBIT al primo semestre del 2022, dopo ammortamenti e svalutazioni per circa € 0,63 mln, risulta pari a € 1,97 mln, con una marginalità del 9,1%. Positivo anche il Net Income registrato nel semestre, che si attesta a € 1,30 mln. La NFP al 30 giugno 2022 si attesta a € 17,41 mln di debito, rispetto ai € 14,22 mln registrati al 31 dicembre 2021.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 45,20 mln ed un EBITDA pari a € 5,00 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 88,15 mln (CAGR 21A*-26E: 12,0%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 11,00 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 12,5%), in crescita rispetto a € 4,37 mln del FY21A* (corrispondente ad un EBITDA margin del 8,7%). Stimiamo infine una NFP per il FY26E cash positive e pari a € 5,79 mln.

Valuation Update

Data la mancanza di società comparabili, abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di G.M. Leather sulla base della sola metodologia DCF. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 72,5 mln. Il target price è di € 6,45, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	29,24	49,69	45,00	60,50	69,00	78,20	88,00
Other Revenues	0,53	0,27	0,20	0,35	0,15	0,15	0,15
Value of Production	29,77	49,97	45,20	60,85	69,15	78,35	88,15
COGS	11,72	25,57	23,45	31,70	36,00	40,15	45,50
Services	11,08	15,54	12,00	16,20	18,90	22,50	25,20
Use of assets owned by others	0,50	0,62	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Employees	2,85	3,71	3,90	5,10	5,20	5,25	5,60
Other Operating Expenses	0,16	0,16	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
EBITDA	3,47	4,37	5,00	7,00	8,20	9,60	11,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>11,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,5%</i>
D&A	0,91	0,76	1,20	1,30	1,30	1,10	1,20
EBIT	2,56	3,60	3,80	5,70	6,90	8,50	9,80
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,8%</i>	<i>11,1%</i>
Financial Management	(0,26)	(0,30)	(0,30)	(0,20)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
EBT	2,30	3,30	3,50	5,50	6,75	8,40	9,70
Taxes	0,48	0,83	1,05	1,65	2,05	2,50	2,90
Net Income	1,82	2,47	2,45	3,85	4,70	5,90	6,80

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	4,62	3,25	6,20	5,60	5,10	4,75	4,30
Account receivable	8,69	12,43	12,50	14,70	16,00	17,20	18,35
Inventories	9,85	12,07	11,85	13,95	15,00	15,90	16,80
Account payable	7,95	8,66	6,60	8,60	9,15	9,80	10,40
Operating Working Capital	10,60	15,84	17,75	20,05	21,85	23,30	24,75
Other receivable	1,84	2,55	2,25	1,55	1,10	1,05	1,10
Other payable	1,21	1,55	2,00	2,05	1,95	1,90	1,80
Net Working Capital	11,22	16,84	18,00	19,55	21,00	22,45	24,05
Severance Indemnities & Other Provisions	0,22	0,31	0,45	0,65	0,80	0,95	1,15
NET INVESTED CAPITAL	15,62	19,78	23,75	24,50	25,30	26,25	27,20
Share Capital	0,09	0,09	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Reserves	4,88	3,16	9,18	11,63	15,48	20,18	26,08
Net Income	1,82	2,47	2,45	3,85	4,70	5,90	6,80
Equity	6,79	5,72	11,74	15,59	20,29	26,19	32,99
Cash & Cash Equivalent	1,23	0,72	1,34	3,09	3,39	4,04	8,14
Short Term Debt to Bank	5,13	7,78	7,00	7,50	6,45	3,20	1,90
M/L Term Debt to Bank	4,92	7,00	6,35	4,50	1,95	0,90	0,45
Net Financial Position	8,82	14,06	12,01	8,91	5,01	0,06	(5,79)
SOURCES	15,62	19,78	23,75	24,50	25,30	26,25	27,20

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	3,60	3,80	5,70	6,90	8,50	9,80
Taxes	0,83	1,05	1,65	2,05	2,50	2,90
NOPAT	2,78	2,75	4,05	4,85	6,00	6,90
D&A	0,76	1,20	1,30	1,30	1,10	1,20
Change in receivable	(3,73)	(0,07)	(2,20)	(1,30)	(1,20)	(1,15)
Change in inventories	(2,22)	0,22	(2,10)	(1,05)	(0,90)	(0,90)
Change in payable	0,71	(2,06)	2,00	0,55	0,65	0,60
Change in others	(0,37)	0,75	0,75	0,35	0,00	(0,15)
<i>Change in NWC</i>	<i>(5,61)</i>	<i>(1,16)</i>	<i>(1,55)</i>	<i>(1,45)</i>	<i>(1,45)</i>	<i>(1,60)</i>
Change in provisions	0,08	0,14	0,20	0,15	0,15	0,20
OPERATING CASH FLOW	(1,99)	2,93	4,00	4,85	5,80	6,70
Capex	0,6	(4,1)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
FREE CASH FLOW	(1,39)	(1,22)	3,30	4,05	5,05	5,95
Financial Management	(0,30)	(0,30)	(0,20)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Change in Debt to Bank	4,73	(1,43)	(1,35)	(3,60)	(4,30)	(1,75)
Change in Equity	(3,55)	3,57	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,51)	0,62	1,75	0,30	0,65	4,10

Source: GM Leather and Integrae SIM estimates

*Dati Pro-Forma

1.1 1H22A Results

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati semestrali, ha dichiarato: *“I risultati conseguiti dal nostro Gruppo nei primi sei mesi del 2022 confermano la validità della nostra strategia e della nostra struttura. Siamo particolarmente soddisfatti dei risultati ottenuti soprattutto in questo contesto macroeconomico ancora straordinario per causa del Covid-19 e della guerra in Ucraina che creano instabilità e difficoltà sia di reperimento sia di prezzo di materie prime ed utilities, oltre alla crescita dei tassi di interesse. Siamo fiduciosi sui risultati finali 2022 anche in virtù del positivo andamento del nostro portafoglio ordini. Sottolineiamo infine che dal punto di vista dei costi stiamo implementando in continuos improving nel nostro segmento produttivo un modello di controllo dei costi industriali volto alla definizione di standard e KPI sempre più performanti. Per quanto riguarda la business unit luxury partita agli inizi del 2022 confermiamo la sua valenza strategica con gli importanti investimenti in R&S e la realizzazione di oltre 200 nuove “campionature”. La recentissima partecipazione da parte nostra alla fiera Lineapelle di Milano ha confermato l’elevato gradimento dei nostri articoli da parte dei maggiori brand. Confermiamo, infine, la massima attenzione alla valutazione di operazioni di crescita per linee esterne, come annunciato in sede di IPO”.*

I ricavi dell’1H22A si attestano a € 21,53 mln. Il periodo in esame è stato caratterizzato da un aumento di fatturato di prodotto finito e dalla riduzione delle vendite di semilavorato dovuta alla drastica contrazione di ordini dal Sud-Est asiatico.

L’EBITDA al 30 giugno 2022 ammonta a € 2,60 mln, con un EBITDA *margin* che risulta pari al 12,1%, mostrando una consistente crescita rispetto alla fine dell’anno precedente, in cui si attestava all’8,9%. Tale crescita della marginalità deriva innanzitutto dall’implementazione di un modello di monitoraggio dei costi di produzione, finalizzato all’identificazione di *standard* aziendali e KPI, oltre alla confermata capacità di approvvigionarsi a condizioni competitive, che assicurano al Gruppo una quantità di scorte adeguata a soddisfare, in maniera efficace ed efficiente, le esigenze dei clienti.

L’EBIT al primo semestre del 2022, dopo ammortamenti e svalutazioni per circa € 0,63 mln, risulta pari a € 1,97 mln, con una marginalità del 9,1%. Positivo anche il Net Income registrato nel semestre, che si attesta a € 1,30 mln.

La NFP al 30 giugno 2022 si attesta a € 17,41 mln di debito, rispetto ai € 14,22 mln registrati al 31 dicembre 2021. Il dato risente principalmente dell’aumento dei giorni di *transit time* per le consegne via mare, degli ingenti investimenti effettuati in R&D con l’obiettivo di consolidare il segmento storico dell’arredamento e, soprattutto, di avviare le attività necessarie per lo sviluppo della *business unit luxury*. Inoltre, il Gruppo ha effettuato ulteriori investimenti nell’area commerciale della suddetta *business unit* attraverso l’assunzione di un Dirigente e un’altra importante risorsa con rilevanti *expertise*. Si specifica che il dato all’1H22A non tiene in considerazione i proventi derivanti dalla quotazione su Euronext Growth Milan avvenuta in data 13 luglio 2022.

1.2 FY22A – FY26E Estimates

Table 2 – Estimates Updates FY22A-26E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
VoP					
New	45,2	60,9	69,2	78,4	88,2
Old	55,5	68,0	72,9	77,9	82,8
Change	-18,5%	-10,4%	-5,1%	0,6%	6,5%
EBITDA					
New	5,0	7,0	8,2	9,6	11,0
Old	5,0	7,2	8,0	9,0	9,9
Change	1,0%	-2,8%	2,5%	7,3%	11,1%
EBITDA %					
New	11,1%	11,5%	11,9%	12,3%	12,5%
Old	8,9%	10,6%	11,0%	11,5%	12,0%
Change	2,1%	0,9%	0,9%	0,8%	0,5%
EBIT					
New	3,8	5,7	6,9	8,5	9,8
Old	3,9	5,9	6,7	7,9	8,7
Change	-2,6%	-3,4%	3,0%	8,3%	12,6%
Net Income					
New	2,5	3,9	4,7	5,9	6,8
Old	2,5	4,1	4,6	5,5	6,1
Change	0,0%	-4,9%	2,2%	7,3%	11,5%
NFP					
New	12,0	8,9	5,0	0,1	(5,8)
Old	9,5	7,7	3,9	(0,6)	(5,8)
Change	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

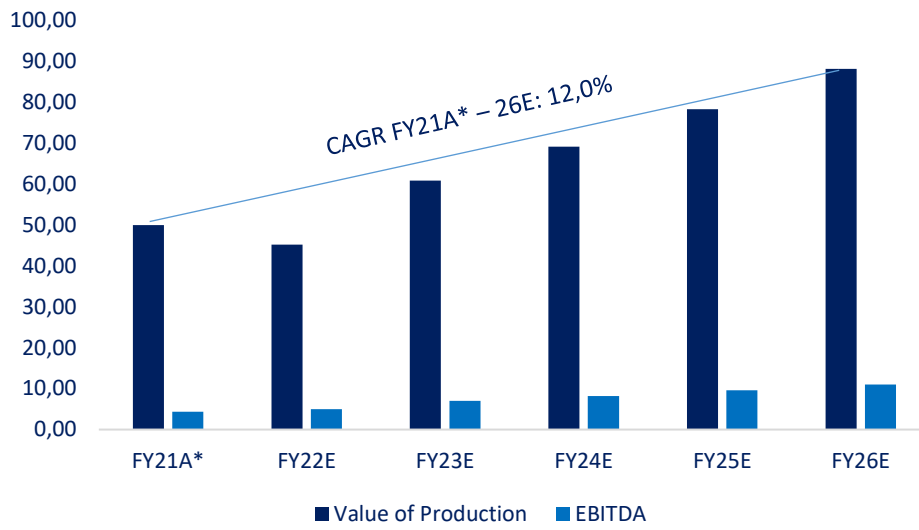
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 45,20 mln ed un EBITDA pari a € 5,00 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 88,15 mln (CAGR 21A*-26E: 12,0%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 11,00 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 12,5%), in crescita rispetto a € 4,37 mln del FY21A* (corrispondente ad un EBITDA margin del 8,7%).

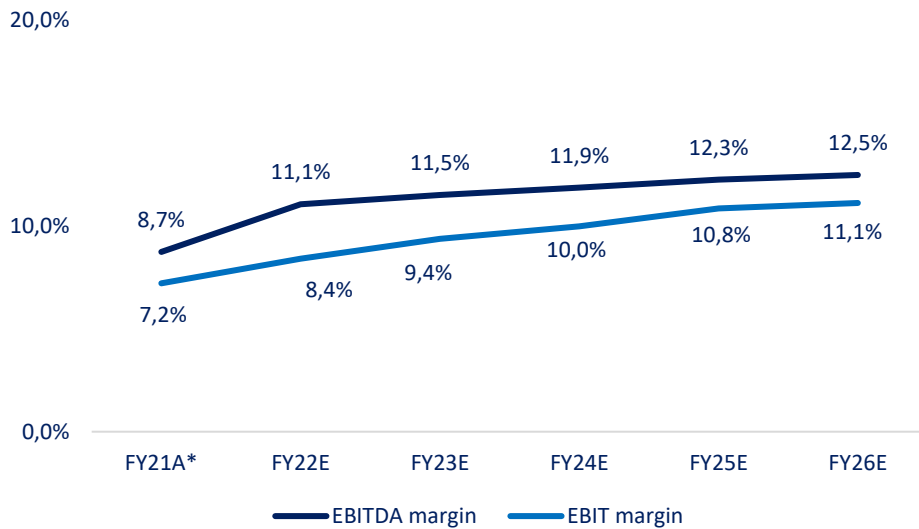
Stimiamo infine una NFP per il FY26E *cash positive* e pari a € 5,79 mln.

Chart 1 – VoP and EBITDA FY21A*-26E



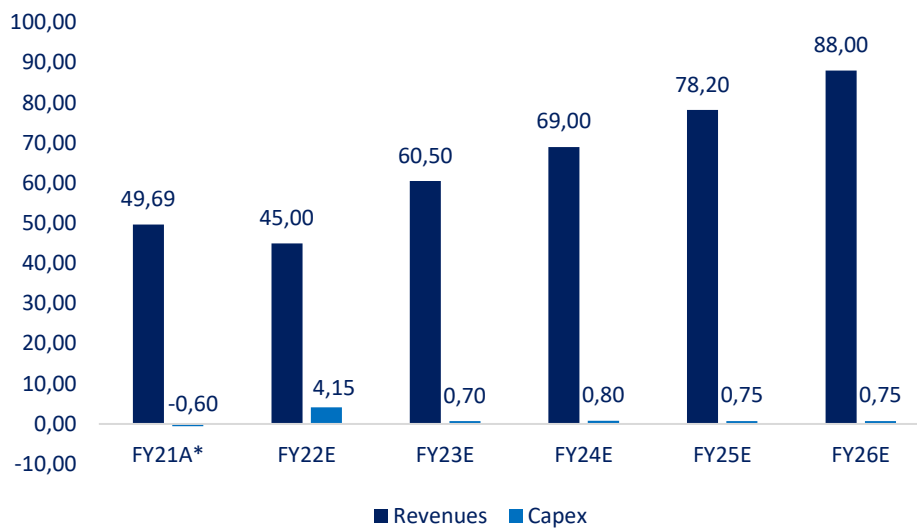
Source: Integrae SIM
*Dati Pro-forma

Chart 2 – Margin FY21A*-26E



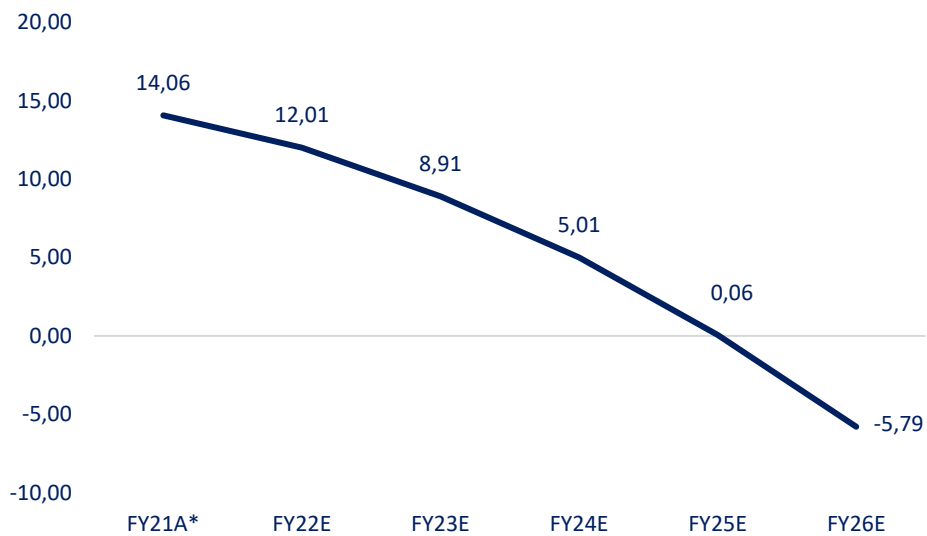
Source: Integrae SIM
*Dati Pro-forma

Chart 3 – Capex FY21A*-26E



Source: Integrae SIM
*Dati Pro-forma

Chart 4 – NFP FY21A*-26E



Source: Integrae SIM
*Dati Pro-forma

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 3 – WACC

WACC		7,78%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	100,00% Beta Relevered	1,7
Ke	13,76% Kd	2,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,50%. Ne risulta quindi un WACC di 7,78%.

Table 4 – DCF Valuation

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

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 72,5 mln.**

Table 5 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
Growth Rate (g)	2,5%	134,4	116,6	102,5	91,1	81,7	73,8	67,0
	2,0%	119,6	105,2	93,5	83,8	75,7	68,8	62,8
	1,5%	107,9	95,9	86,0	77,7	70,6	64,5	59,2
	1,0%	98,4	88,3	79,7	72,5	66,2	60,7	55,9
	0,5%	90,6	81,8	74,4	67,9	62,3	57,4	53,1
	0,0%	84,0	76,3	69,7	64,0	59,0	54,5	50,5
	-0,5%	78,4	71,6	65,7	60,5	56,0	51,9	48,3

Source: Integrae SIM

2.2 Equity Value

Table 6 – Equity Value

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

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* pari a €72,5 mln. Il **target price** è quindi di € 6,45 (prev. €6,30).
Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 7 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	19,3x	16,9x	12,1x	10,3x
EV/EBIT	23,4x	22,2x	14,8x	12,2x
P/E	29,3x	29,6x	18,8x	15,4x

Source: Integrae SIM

Table 8 – Current Price Implied Valuation Multiples

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

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo and Edoardo Luigi Pezzella are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

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

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
15/07/2022	1,78	Buy	6,30	Medium	Update
12/08/2022	1,70	Buy	6,20	Medium	Flash Note

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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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 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.

At the time of publication of the document, Integrae SIM owns 0,86% of the Company's share capital, deriving from the activity of specialist.

Conflict of interest

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

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