

# COFLE

Sector: Industrials

**BUY**

Price: Eu4.60 – Target: Eu8.05

## Cofle, Maison della Componentistica

 Websim Research Dpt: +39-02-76418200  
 research@websim.it

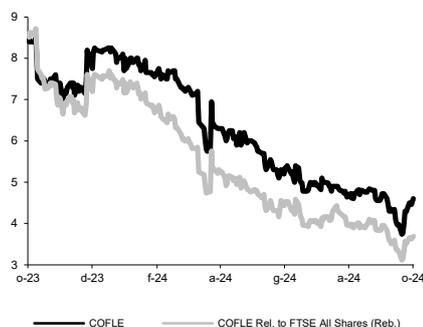
### Stock Rating

**Rating:** BUY (New Coverage)  
**Target Price (Eu):** 8.05 (New Coverage)

### Next Event

 NextGems, Milan: October 22<sup>nd</sup>-23<sup>rd</sup>

### COFLE - 12M Performance



### Stock Data

**Reuters code:** CFL.MI  
**Bloomberg code:** CFL IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	-2.5%	-6.5%	-46.5%
Relative	-7.0%	-8.1%	-71.4%
12M (H/L)		8.50/3.74	
3M Average Volume (th):		4.42	

### Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	6
Total no. of shares (mn):	6
Mkt Cap Ord (Eu mn):	28
Total Mkt Cap (Eu mn):	28
Mkt Float - Ord (Eu mn):	6
Mkt Float (in %):	21.6%
Main Shareholder:	
Valfin S.r.l.	78.4%

### Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	25
BVPS (Eu):	3.75
P/BV:	1.2
Net Financial Position (Eu mn):	-9
Enterprise Value (Eu mn):	40

■ **Non basta sapere, bisogna saper fare: Cofle, Maison della Componentistica. Know-how consolidato, un processo produttivo integrato, un presidio produttivo e distributivo globale, centri di ricerca votati a innovazione e flessibilità nello sviluppo di prodotti su misura per una clientela esigente alla ricerca di qualità, affidabilità e servizio.** Questi, in sintesi estrema, i principali *atout* di cui Cofle può fregiarsi e che hanno consentito alla Società di guadagnare una posizione di *leadership* nel mercato della componentistica, acquisendo quali propri clienti i principali *player* globali del settore *Agritech* nonché i più importanti distributori di componentistica *after market*.

■ **Un solido trascorso industriale al servizio dei settori Agritech e Automotive.** Fondata negli Anni '60 grazie allo spirito imprenditoriale di Bruno Barbieri, Cofle è oggi un gruppo multinazionale operante su scala globale attivo nella progettazione, produzione e commercializzazione di componentistica per macchine agricole, per movimentazione terra nonché autovetture e veicoli commerciali. Con 6 siti produttivi dislocati in tre diversi continenti, poli logistici, centri dedicati a R&S e un processo produttivo fortemente integrato, **Cofle è leader nella realizzazione di componentistica di primo equipaggiamento e after market, con prevalente focus sul comparto Agritech e automotive per la fornitura di cavi, leve e sistemi meccatronici.**

■ **OE e IAM, anime complementari e sinergiche.** Due aziende nell'azienda, un *know-how* industriale condiviso e obiettivi specifici che necessitano di azioni mirate: da un lato la **divisione OE** ed i *trend* di crescita secolare del mercato globale delle macchine agricole, dall'altro la **divisione IAM** ed un parco autoveicoli immatricolati con anzianità progressivamente crescente. Due linee di *business* sinergiche e che non presentano evidenti aree di sovrapposizione e conflitto, offrendo alla Società un **efficace presidio del mercato Agritech e di quello Automotive, da angoli e prospettive sinergici.**

■ **Strategia binaria per sfruttare le specificità dei differenti mercati.** Il consolidamento delle relazioni commerciali con i principali *player* del settore *Agritech*, il lancio di nuovi prodotti per il mercato *after market* ed una crescente esposizione ai sistemi meccatronici sono alcuni dei principali *drivers* che riteniamo contribuiranno allo sviluppo futuro del giro d'affari, atteso in crescita del 7.3% medio annuo nei prossimi 3 anni. Una **crescita dei ricavi** che stimiamo si traduca in un **più che proporzionale aumento della redditività**, con un *EBITDA margin* proiettato al 16.8% nel 2027 (vs 10.7% atteso nel 2024), favorito da una riorganizzazione tesa ad un recupero di efficienza. Un *mix* di azioni che si dovrebbe tradurre in un **miglioramento significativo dell'utile netto adjusted**, atteso a €4.8 milioni nel 2027 rispetto a -€2.0 milioni attesi quest'anno.

■ **BUY, target price a €8.05.** Avviamo la copertura sul titolo Cofle con raccomandazione *BUY* e *target price* di €8.05 per azione, ottenuto dall'applicazione di un *DCF*, dei multipli di mercato delle società comparabili nonché dei multipli storici delle medesime società. Per quanto il contesto di mercato sia oggi indubbiamente sfidante, riteniamo ingiustificato l'elevato sconto al quale la Società tratta rispetto ai propri *comparables*, in virtù delle attese di sviluppo di ricavi e redditività che potranno beneficiare dell'acquisizione di nuovi clienti, del lancio di nuovi prodotti e, non meno importante, del recupero di efficienza derivante dalla riorganizzazione recentemente annunciata.

Key Figures & Ratios	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Sales (Eu mn)	55	61	57	61	65
EBITDA Adj (Eu mn)	12	10	7	9	10
Net Profit Adj (Eu mn)	2	0	-1	2	3
EPS New Adj (Eu)	0.372	0.058	-0.228	0.250	0.440
EPS Old Adj (Eu)					
DPS (Eu)	0.250	0.170	0.000	0.100	0.125
EV/EBITDA Adj	7.8	7.6	5.7	4.1	3.3
EV/EBIT Adj	11.1	11.3	14.4	7.5	5.6
P/E Adj	12.4	78.7	nm	18.4	10.4
Div. Yield	5.4%	3.7%	0.0%	2.2%	2.7%
Net Debt/EBITDA Adj	0.0	0.5	1.3	0.6	0.3

**COFLE – Key Figures**

<b>Profit &amp; Loss (Eu mn)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Sales	52	55	61	57	61	65
EBITDA	13	12	10	6	9	10
EBIT	10	8	7	2	5	6
Financial Income (charges)	1	-4	-5	-5	-2	-1
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	12	5	1	-3	3	5
Taxes	-2	-2	-1	-0	-1	-2
Tax rate	19.7%	41.7%	43.0%	-9.8%	36.8%	33.3%
Minorities & Discontinued Operations	-1	-0	-0	1	-0	-0
Net Profit	8	2	0	-2	2	3
EBITDA Adj	13	12	10	7	9	10
EBIT Adj	10	8	7	3	5	6
Net Profit Adj	8	2	0	-1	2	3
<b>Per Share Data (Eu)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Total Shares Outstanding (mn) - Average	6	6	6	6	6	6
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	6	6	6	6	6	6
EPS f.d	1.587	0.372	0.058	-0.371	0.250	0.440
EPS Adj f.d	1.587	0.372	0.058	-0.228	0.250	0.440
BVPS f.d	4.758	4.518	4.328	3.745	3.995	4.335
Dividend per Share ORD	0.330	0.250	0.170	0.000	0.100	0.125
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	24.6%	67.3%	291.0%	0.0%	40.1%	28.4%
<b>Cash Flow (Eu mn)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Gross Cash Flow	13	7	3	1	6	7
Change in NWC	-5	-5	2	0	1	-1
Capital Expenditure	-5	-3	-9	-4	-3	-3
Other Cash Items	-1	-0	0	-1	0	0
Free Cash Flow (FCF)	7	1	4	2	7	7
Acquisitions, Divestments & Other Items	1	1	0	0	0	0
Dividends	0	-2	-2	-1	0	-1
Equity Financing/Buy-back	10	0	0	0	0	0
Change in Net Financial Position	13	-4	-5	-4	4	3
<b>Balance Sheet (Eu mn)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Total Fixed Assets	9	11	17	17	16	15
Net Working Capital	13	19	19	18	18	18
Long term Liabilities	-1	-2	-1	-2	-2	-2
Net Capital Employed	22	29	34	34	32	32
Net Cash (Debt)	4	0	-5	-9	-6	-3
Group Equity	25	28	27	23	25	27
Minorities	1	2	3	2	2	3
Net Equity	26	30	29	25	27	29
<b>Enterprise Value (Eu mn)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Average Mkt Cap	94	93	68	28	28	28
Adjustments (Associate & Minorities)	-1	-2	-3	-2	-2	-3
Net Cash (Debt)	4	0	-5	-9	-6	-3
Enterprise Value	90	94	76	40	36	34
<b>Ratios (%)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
EBITDA Adj Margin	24.7%	21.6%	16.4%	12.1%	14.6%	15.6%
EBIT Adj Margin	19.9%	15.2%	11.1%	4.8%	8.0%	9.3%
Gearing - Debt/Equity	-17.6%	-1.7%	19.0%	39.4%	22.5%	9.5%
Interest Cover on EBIT	nm	2.2	1.3	0.4	2.6	4.9
Net Debt/EBITDA Adj	-0.3	0.0	0.5	1.3	0.6	0.3
ROACE*	47.6%	33.1%	21.1%	5.8%	14.7%	19.0%
ROE*	31.5%	8.2%	1.2%	-5.2%	5.9%	9.6%
EV/CE	4.2	3.7	2.4	1.2	1.1	1.1
EV/Sales	1.7	1.7	1.2	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA Adj	7.0	7.8	7.6	5.7	4.1	3.3
EV/EBIT Adj	8.7	11.1	11.3	14.4	7.5	5.6
Free Cash Flow Yield	24.2%	4.2%	14.5%	5.8%	21.3%	21.2%
<b>Growth Rates (%)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Sales		6.1%	9.4%	-5.1%	5.6%	6.7%
EBITDA Adj		-7.2%	-17.2%	-29.6%	26.8%	14.1%
EBIT Adj		-18.7%	-20.5%	-58.8%	75.0%	24.5%
Net Profit Adj		-72.2%	-84.3%	nm	nm	76.5%
EPS Adj		-76.6%	-84.3%	nm	nm	76.5%
DPS		-24.2%	-32.0%	nm	nm	25.0%

\*Excluding extraordinary items

Source: Websim Corporate estimates

## Sommario

---

<b>Descrizione Societaria</b>	<b>4</b>
Una Multinazionale Tascabile All-in-House	4
<b>Business Model</b>	<b>7</b>
Linea di <i>Business OE</i> (Componentistica di Primo Equipaggiamento)	7
Business line IAM (Ricambistica After Market)	14
<b>Mercato di Riferimento</b>	<b>17</b>
<i>OE</i> : Trend secolare di crescita a supporto del mercato dei trattori agricoli	17
<i>IAM</i> : Invecchiamento del parco auto e innovazione i <i>driver</i> della crescita futura	18
Competitive Landscape: Focus su qualità e servizio	20
<b>Innovazione, Distribuzione e Servizio i Principali Tasselli della Matrice di Sviluppo</b>	<b>23</b>
<b>La Frenata del Mercato Agritech pesa ma non Altera il Quadro di Medio Termine</b>	<b>27</b>
<b>Agritech, Meccanotronica e .....i principali motori dello sviluppo futuro</b>	<b>31</b>
<b>Company Valuation</b>	<b>36</b>
Discounted Cashflow Model	36
Peer Multiple Comparison	37
Multipli Storici	39
<b>Appendix A): Iperinflazione in Turchia</b>	<b>41</b>
<b>Appendix B): Società Comparabili</b>	<b>43</b>

## Descrizione Societaria

### Una Multinazionale Tascabile All-in-House

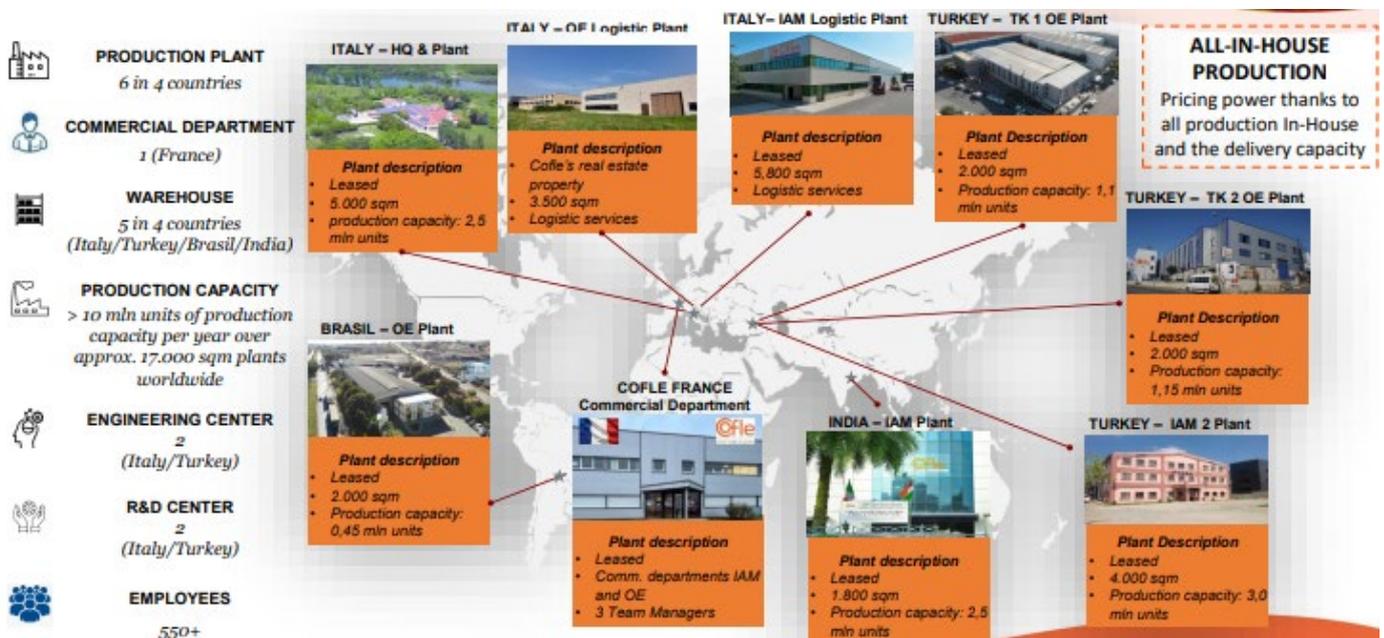
Fondata nel 1964 grazie allo spirito imprenditoriale di Bruno Barbieri, Cofle (d’ora innanzi anche la **“Società”** o il **“Gruppo”**) è un **gruppo multinazionale operante su scala globale** attivo nella progettazione, produzione e commercializzazione di componentistica per veicoli agricoli, per movimentazione terra nonché autovetture e veicoli commerciali.

All’esordio legato alla produzione di cavi di controllo di primo equipaggiamento per l’industria automobilistica, seguono anni di dedicati all’industrializzazione di un’attività sino ad allora svolta a livello e su scala prettamente “artigianale” che si traducono negli **anni ’80** nel trasferimento della sede societaria presso l’attuale sede di Trezzo sull’Adda. Ed è proprio grazie alle competenze sviluppate nello stabilimento di Trezzo che la Società ha potuto avviare un **sistema di produzione verticale e integrato**, divenendo un’azienda **“all-in-house”** e aprendosi alla produzione di cavi per il settore *After Market*.

Gli **anni ’90** e l’inizio del nuovo millennio segnano l’avvio di un **processo di internazionalizzazione**, dapprima commerciale e poi produttivo. Risale infatti agli anni ’90 l’avvio della vendita diretta sui mercati esteri che, in virtù della forte espansione del giro d’affari, conduce alla costruzione di un nuovo polo logistico dedicato alla divisione *After Market*. Per converso, l’avvento del nuovo millennio ed il passaggio del testimone a Walter Barbieri, figlio del fondatore e attuale Amministratore Delegato e Presidente della Società, imprime una forte accelerazione allo sviluppo dell’assetto produttivo di Gruppo: in rapida successione nascono Cofle Zhuji, in Cina (2006), Cofle TK Otomotiv in Turchia (2010), Cofle do Brasil, in Brasile appunto (2016) e Cofle Taylor India (2018), cui si è aggiunta nel 2020 l’acquisizione di una quota di minoranza (20%) del capitale di Innovation Technology Group<sup>1</sup>, *start-up* dedita alla creazione e progettazione di prodotti innovativi per il settore *automotive* e *farm equipment*.

**Oggi, Cofle è un gruppo internazionale radicato in 6 Paesi e 3 Continenti grazie a 6 siti produttivi all’avanguardia, poli logistici, due centri di ricerca specializzati in progetti di co-engineering (OE) e reverse engineering (AM), con oltre 550 collaboratori alle proprie dipendenze ed un catalogo prodotti che conta oltre 7,000 referenze.**

Cofle: Group Global Industrial and Logistic Footprint



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

Il gruppo è organizzato e opera attraverso **due distinte linee di business** che si caratterizzano per la loro complementarità:

- la **divisione OE (Original Equipment)** che progetta, sviluppa e commercializza cavi e sistemi di controllo di primo equipaggiamento rivolti al settore agricolo, delle macchine per movimentazione terra, dei veicoli commerciali e del segmento *premium* del comparto *automotive*, su scala globale;

<sup>1</sup> Fondata nel 2019, Innovation Technology Group S.r.l. è una società di *engineering* specializzata nello sviluppo di nuove idee e soluzioni di prodotto e di processo con l’intento di anticipare le nuove tendenze tecnologiche, per il settore *automotive* e *farm equipment*. Azionisti di I.T.G. S.r.l sono Cofle S.p.A. (20%), Walter Barbieri (15%) e Valfin S.r.l. (17%), questi due ultimi parti correlate, nonché i *manager* Pierangelo Margutti (~24%) e Alessandro Plebani (~24%)

- la **divisione IAM (Independent After Market)**, specializzata nella progettazione, realizzazione e commercializzazione di componenti di ricambio prevalentemente rivolti al settore *automotive*, distribuiti su scala globale attraverso una selezionata rete di distributori.

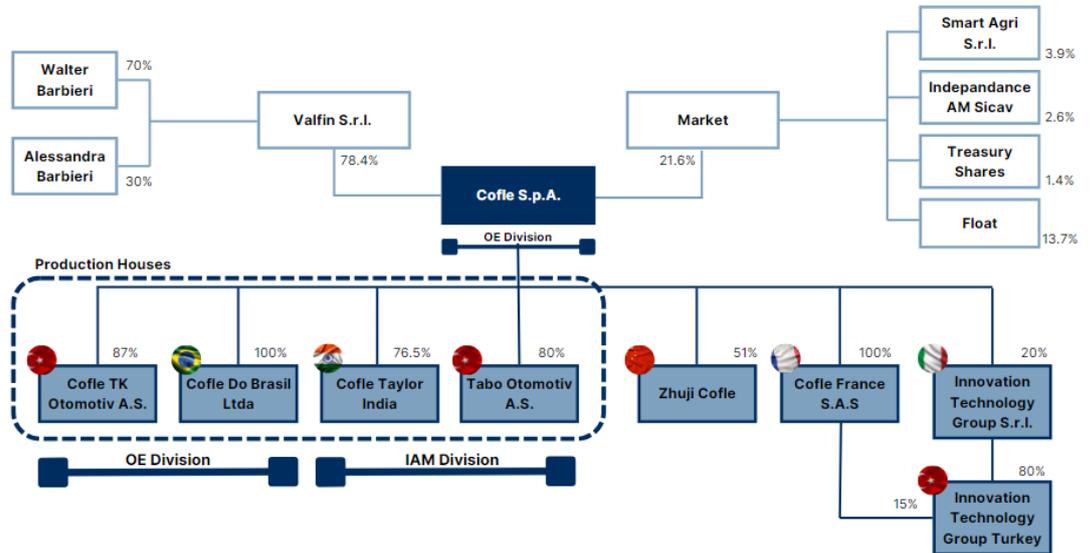
**Cofle: Group' Business Lines in a Nutshell**



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

Due linee di *business* che condividono competenze tecniche e una vasta conoscenza del mercato maturate in oltre sessant'anni di trascorso aziendale ma che, di fatto, si caratterizzano per avere pressoché vita propria e autonoma nell'alveo societario: possiedono assetti industriali e logistici autonomi, si rivolgono a differenti mercati di sbocco, hanno cataloghi prodotto affini ma non sovrapponibili, diversi canali di distribuzione nonché clientela quasi fossero due aziende nell'azienda, soggette, come vedremo oltre, a *trend* di mercato eterogenei e legati a specifici *driver* di mercato.

**Cofle: Group Organizational Chart and Shareholdings**



Source: Websim Corporate elaborations on Company data

Una capacità produttiva in grado di sviluppare oltre 10 milioni di componenti all'anno, attività di carpenteria integrate nel processo produttivo, due centri di ricerca e sviluppo specializzati in attività di *co-engineering* e *reverse engineering*, oltre 300 clienti distribuiti su scala globale: questi sono i principali genomi caratterizzanti il DNA di Cofle, tali da consentire alla Società un approccio flessibile e *tailor made* aderente alle specifiche richieste del cliente, con presidio diretto delle fasi a maggior valor aggiunto della catena del valore.

Un assetto produttivo e logistico concepito per valorizzare le competenze tecniche sviluppate dalla Società, garantire flessibilità e servizio nonché per porre le basi per una continua evoluzione del catalogo prodotti, indispensabile ad intercettare nuove tendenze emergenti di mercato.

**Cofle: Group Supply Chain with a long-lasting commitment to R&D**



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

Quotatasi nel novembre 2021 con l’obiettivo di raccogliere nuovi capitali a supporto dei futuri piani di sviluppo, Cofle è a tutt’oggi controllata dalla famiglia fondatrice, Barbieri, che ne controlla il 78.4% del capitale. Al netto delle azioni proprie possedute dalla Società<sup>2</sup>, il flottante di mercato, pari al 20.3% del capitale della Società, è in quota parte detenuto da investitori istituzionali tra i quali figurano Smart Agri (3.9%), SPV<sup>3</sup> costituito da Smart Capital, ed il fondo di investimento Independence (2.6%).

La quotazione, avvenuta per il tramite di un aumento di capitale di n. 1.15 milioni di azioni e la vendita di n. 0.17 milioni di azioni possedute dalla controllante Valfin<sup>4</sup>, queste ultime a servizio della *greenshoe*, ha consentito alla Società di incassare nuove risorse per complessivi €15.0 milioni, ovvero €13.8 milioni al netto delle spese legate al processo di quotazione. Ad oggi, il numero di azioni emesse è pari a 6,155,996, inclusivo sia delle azioni emesse in occasione della quotazione (1.15 milioni) che delle azioni rinvenienti dalla conversione delle *Price Adjustment Shares* (0.75 milioni) in virtù del raggiungimento degli obiettivi<sup>5</sup> posti *pre-IPO*.

E’ utile segnalare come l’aumento di capitale funzionale alla quotazione sia stato accompagnato dall’emissione di *warrants* Cofle in ragione di 1 *warrant* per ogni 4 azioni di nuova emissione. Ogni *warrant* attribuisce al possessore il diritto di ricevere un’azione di compendio ad un prezzo di sottoscrizione pari a €16.90, diritto che potrà essere esercitato nella sola terza e ultima finestra<sup>6</sup> prevista da apposito regolamento, qualora non intervengano modifiche al regolamento stesso, tese ad una ridefinizione dei termini. Dei *warrant* complessivamente emessi, pari a n. 365,168, solo 2,268 sono stati ad oggi esercitati; ne residuano pertanto n. 362,900, la cui integrale conversione corrisponderebbe al 5.9% dell’attuale capitale sociale.

Il Consiglio di amministrazione, rinnovato in occasione dell’assemblea di approvazione dei risultati 2023 tenutasi lo scorso 13 maggio u.s., si compone di 5 membri, tra i quali l’Amministratore Delegato nonché Presidente del Consiglio di Amministrazione Walter Barbieri e la Vice-Presidente Alessandra Barbieri, Andrea Costantini, Marco Facchin Assi ed il consigliere indipendente Enrico Mambelli, tutti espressione della lista presentata dal socio di maggioranza ed in carica sino all’approvazione del bilancio 2026. Il Collegio Sindacale si compone di 3 membri effettivi (Giuseppe Rota, Arturo Carassola e Ugo Palumbo), come per i componenti del Consiglio di Amministrazione anche in questo caso espressione della lista presentata dal socio di maggioranza, e due supplenti (Nicola Alessandro Coletto e Silvia Bolognini).

Allo stato, la Società non è dotata di comitati endoconsiliari ma ha implementato, a far data dalla quotazione, procedure atte alla gestione (i) delle operazioni con Parti Correlate, (ii) degli adempimenti informativi in materia di *internal dealing* e (iii) del trattamento delle informazioni privilegiate e tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate nonché ha approvato un regolamento di comunicazioni obbligatorie all’*Euronext Growth Advisor*. Con comunicato del 17 ottobre 2023, la Società ha informato dell’adozione, su base volontaria, di un Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ex D.Lgs. n.231/2001 e la nomina dell’Avv. Claudio Ghislanzoni in qualità di Organismo di Vigilanza.

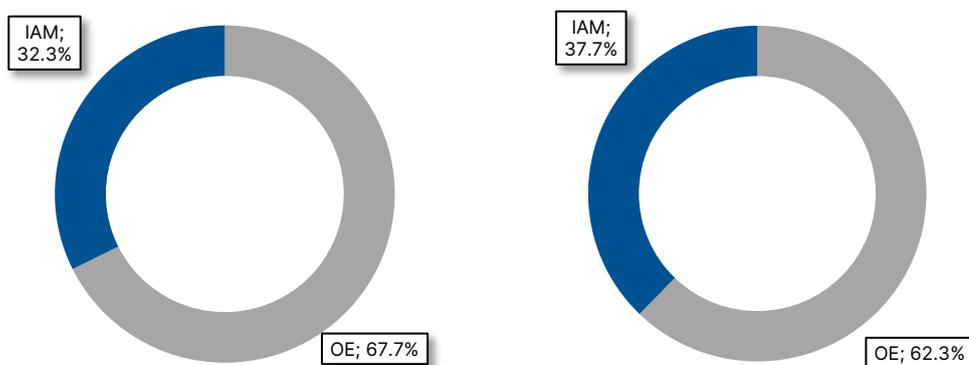
<sup>2</sup> Alla data dell’11 ottobre 2024, la Società deteneva n. 85,672 azioni proprie, pari all’1.39% del capitale sociale sottoscritto e versato  
<sup>3</sup> SPV: Special Purpose Vehicle  
<sup>4</sup> Azioni offerte a servizio dell’opzione di *over-allotment*, integralmente esercitata in virtù di un’elevata *oversubscription* (>6.5x il flottante offerto in *IPO*)  
<sup>5</sup> Secondo quanto indicato nel Documento di Ammissione: “Il numero di *Price Adjustment Shares* da convertire in azioni ordinarie sarà determinato in funzione dell’*EBITDA Adjusted* effettivamente conseguito e calcolato, a seguito dell’approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del bilancio consolidato della società al 31 dicembre 2021 (“*EBITDA ADJUSTED 2021*”) rispetto ad un target pari a Euro 13.000.000 (“*EBITDA TARGET*”) e un obiettivo minimo pari a Euro 11.000.000.....”  
<sup>6</sup> Dal 4 novembre al 29 novembre 2024, termini inclusi come da più recenti modifiche apportate al Regolamento *Warrant* dall’Assemblea dei portatori di *warrants* tenutasi in data 2 maggio 2023

## Business Model

Se volessimo sintetizzare in poche parole il posizionamento delle **due anime operative del gruppo**, potremmo ricondurre la **divisione OE** alle attività di *co-engineering* votate alla progettazione, sviluppo e realizzazione di prodotti che rispondano alle specifiche richieste, tecniche e non, della clientela, rappresentata dalle principali case produttrici di trattori agricoli e macchine per la movimentazione della terra. Situazione differente per la **divisione IAM** il cui catalogo prodotti, sviluppato in funzione delle necessità del mercato della ricambistica automobilistica, trae origine da attività di *reverse engineering* che, prendendo ispirazione da componenti di primo equipaggiamento disponibili sul mercato, sviluppano componenti equipollenti, a prezzi competitivi. Come vedremo nello specifico oltre, le differenze che contraddistinguono le due divisioni hanno guidato alla creazione di centri ricerca e sviluppo dedicati e ad uno sviluppo del *business*, geograficamente parlando, piuttosto eterogeneo. A differire sono storicamente stati anche i *trend* di mercato con *performance* che generalmente hanno teso a controbilanciarsi, riducendo la volatilità dei ricavi consolidati.

Per contro, alcune funzioni aziendali sono state accentrate in Cofle S.p.A. con il compito di offrire servizio a tutte le *legal entities* del gruppo: dalla visione strategica, all'area commerciale e IT, ad amministrazione, finanza e controllo.

Cofle: FY23 and 1H24 Revenue Breakdown by Business Line (%)



Source: Cofle 2023 Annual Report

Nell'esercizio fiscale 2023, la divisione *OE* ha contribuito alla generazione di circa i due terzi dei ricavi consolidati mentre il restante terzo del giro d'affari è stato alimentato da ricambistica auto *after sales*. Ripartizione dei ricavi non significativamente differente da quanto registrato anche nel primo semestre del 2024, durante il quale una crescita più che proporzionale dei ricavi della divisione *IAM* (+25.8% vs 4.4% a livello consolidato) ha condotto l'incidenza dei ricavi divisionali al 38% del giro d'affari consolidato semestrale.

Stanti le differenti caratteristiche che contraddistinguono i due cuori pulsanti del *business* della Società, riteniamo che sia preferibile procedere ad un'analisi delle singole linee di *business*, come fossero due distinte aziende nell'azienda, per poter meglio cogliere specificità nonché specifici fattori critici di successo di Cofle.

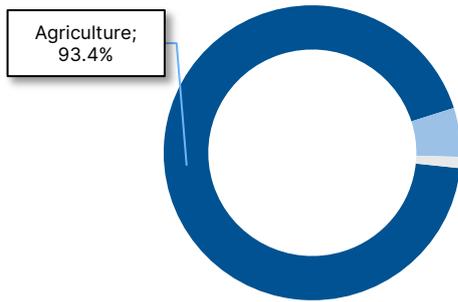
### Linea di Business OE (Original Equipment)

Con ricavi 2023 pari a €41.0mn, pari al 68% del giro d'affari consolidato, la divisione *OE* opera nel comparto della componentistica di primo equipaggiamento per trattori agricoli, macchine per movimentazione della terra e, in misura largamente minoritaria, per veicoli commerciali e *automotive*, grazie a relazioni consolidate con case produttrici di primario *standing*, alle quali si sono aggiunte recentemente John Deere nonché, a far data da fine 2021, la casa automobilistica Ineos<sup>7</sup>. Per quanto attiva nella realizzazione di componenti di primo equipaggiamento destinati a differenti veicoli ed *industry*, la *business unit OE* ha un'esposizione ampiamente maggioritaria verso il settore *agriculture* ed in particolare verso i trattori agricoli, esposizione che, *inter alia*, beneficerà del recente accordo con John Deere.

<sup>7</sup> L'accordo con Ineos Granadier, annunciato nel 2021 e la cui produzione è stata avviata nel 2022, si è sostanziato nella progettazione, produzione e commercializzazione a livello mondiale di sistemi di comando e *control cables* per il settore *off-road vehicles. automotive* e *after market automotive*. L'accordo, inizialmente di durata biennale (i.e. 2022-23) per una commessa di circa €3 milioni, è stato successivamente esteso anche al 2024

Cofle: 2023 OE Division Revenue Breakdown by Industry (%)

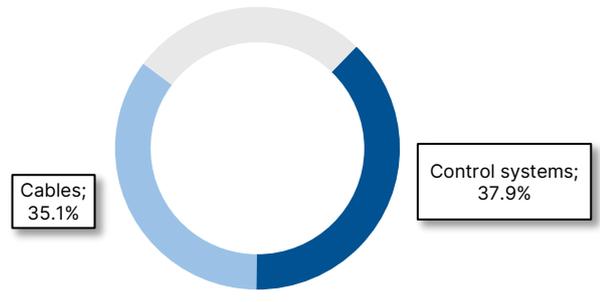
■ Agriculture ■ Automotive ■ Sport Cars ■ Others



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

Cofle: 2023 OE Division Revenue Breakdown by Product (%)

■ Control systems ■ Cables ■ Others



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

La linea di *business* vanta un catalogo prodotti diversificato, sviluppati per essere altamente personalizzabili e realizzati su misura per soddisfare i requisiti, tecnici e non, più stringenti dei clienti. Il catalogo prodotti co-sviluppato con le principali case produttrici comprende numerose famiglie di prodotti tra le quali:



- **Sistemi di controllo**, comprensivi di un'ampia gamma di sistemi personalizzabili che coprono ogni applicazione nel settore industriale, dai *joystick*, agli inversori di marcia, ai sistemi di comando cambio velocità, alle prese di potenza, alle valvole a spola sino a leve freno e pedali, con ciò non escludendo, grazie alle competenze maturate dalla Società, la possibilità di sviluppare prodotti ulteriori sulla base di richieste specifiche del cliente;



- **Cavi**, frutto di oltre 50 anni di esperienza della Società e realizzati con tecnologie all'avanguardia e sistemi di controllo 3D con elevata possibilità di personalizzazione, efficienza e prestazione. Nell'ambito di questa famiglia di prodotti un'ulteriore distinzione viene fatta tra cavi di trazione, quali cavi freno, cavi frizione e cavi acceleratore, e cavi di spinta, quali cavi di cambio, cavi valvole, cavi PTO e altri cavi.

- **Sistemi di sblocco** cambio velocità/cofano/baule vettura e cavi freno a mano sviluppati per il settore *automotive*;



- Leve di comando cambio che, congiuntamente ai cavi prodotti, garantiscono un ampio ventaglio di soluzioni, prestazioni e affidabilità elevate. Tra queste, alcuni esempi sono rappresentati dai doppi assi verticali (V-V), dai doppi assi orizzontali (H-H), dai doppi assi indipendenti (V-H) con posizione neutra e blocco meccanico nonché i cambi con leva del freno;

A questi si aggiungono le produzioni di prodotti semilavorati, sviluppati internamente dalla controllata turca Cofle TK Otomotiv A.S.:



FAMIGLIA	CAVI	SISTEMI DI CONTROLLO	LEVE DEL CAMBIO	PIANTONI DELLO STERZO E SISTEMI DI GUIDA	PRESSOFUSIONE	LAMIERE METALLICHE	PLASTICA	
	CO-DESIGN PRODOTTO	ANALISI FEM	DESIGN STAMPO	ANALISI MOLDFLOW	CAMPIONI	PROVE	PRODUZIONE STAMPO	VALIDAZIONE PRODOTTO

- **Prodotti pressofusi:** I prodotti pressofusi vengono realizzati internamente dal Gruppo utilizzando presse con una capacità che varia da 50 a 400 tonnellate. Le parti possono essere prodotte in zama, leghe di alluminio standard e leghe di alluminio speciali come MAGSIMAL e SILAFONT. Anche la produzione degli stampi avviene internamente, con la possibilità di eseguire analisi FEM e  *moldflow*  per ottimizzare il processo;



FAMIGLIA	CAVI	SISTEMI DI CONTROLLO	LEVE DEL CAMBIO	PIANTONI DELLO STERZO E SISTEMI DI GUIDA	PRESSOFUSIONE	LAMIERE METALLICHE	PLASTICA	
	CO-DESIGN PRODOTTO	ANALISI FEM	DESIGN STAMPO	ANALISI MOLDFLOW	CAMPIONI	PROVE	PRODUZIONE STAMPO	VALIDAZIONE PRODOTTO

- **Lamiere metalliche:** Per questa tipologia di prodotti, il Gruppo è in grado di gestire diverse tecnologie, tra cui il taglio laser, la piegatura, la ribaditura orbitale, la brocciatura e la saldatura robotizzata. Queste competenze consentono di realizzare internamente una varietà di prodotti, come leve freno, leve per prese di forza, braccioli e scatole del cambio;



FAMIGLIA	CAVI	SISTEMI DI CONTROLLO	LEVE DEL CAMBIO	PIANTONI DELLO STERZO E SISTEMI DI GUIDA	PRESSOFUSIONE	LAMIERE METALLICHE	PLASTICA	
	CO-DESIGN PRODOTTO	ANALISI FEM	DESIGN STAMPO	ANALISI MOLDFLOW	CAMPIONI	PROVE	PRODUZIONE STAMPO	VALIDAZIONE PRODOTTO

- **Plastiche:** Il Gruppo è in grado di stampare parti in plastica fino a 1 kg utilizzando presse con una capacità massima di 320 tonnellate. I materiali impiegati includono sia polimeri  *standard*  che tecnopolimeri, come PA rinforzato con fibra di vetro (PA + GF) e PA rinforzato con fibra di carbonio (PA + CF). La produzione degli stampi avviene internamente e il Gruppo offre ai clienti assistenza tramite analisi  *moldflow*  per ottimizzare il processo di stampaggio.

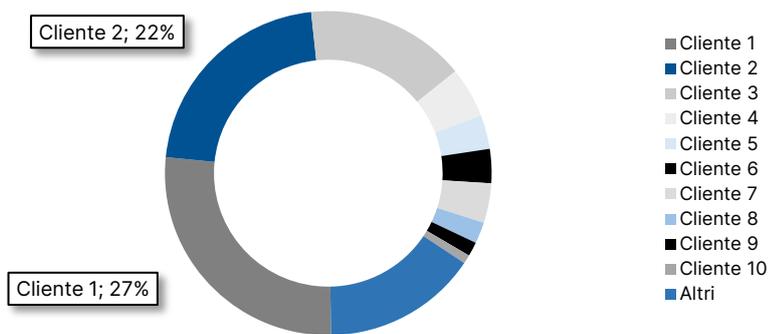
Al servizio della produzione di componentistica di primo equipaggiamento ( *OE* ), la Società dispone di siti dislocati in 3 continenti. Un simile  *footprint*  produttivo consente a Cofle, da un lato, prossimità con i siti delle case produttrici clienti e, dall'altro, flessibilità, entro limiti prefissati, nel piazzamento dei lotti produttivi così da garantire un adeguato livello di efficienza in funzione delle mutevoli contingenze di mercato. Questi sono:

- **Cofle S.p.A.:** fondata nel 1964 con  *focus*  sulla produzione di cavi  *OE*  per i principali marchi automobilistici italiani, l'azienda ha evoluto il suo approccio alla produzione negli anni '70, passando da una lavorazione artigianale a un processo industriale su larga scala. Durante gli anni '80, l'azienda ha stabilito la sua sede principale a Trezzo sull'Adda, acquisendo uno stabilimento che ha permesso di sviluppare un sistema produttivo completamente integrato. In questo periodo, è iniziata anche la produzione di cavi per la divisione  *aftermarket* , culminata negli anni '90 con l'apertura di un magazzino dedicato alla personalizzazione e distribuzione dei componenti  *aftermarket*  a Pozzo d'Adda. Gli anni '90 hanno segnato l'inizio dell'espansione internazionale dell'azienda, con vendite dirette sui mercati esteri. L'espansione all'estero negli anni 2000 ha portato alla formazione di un gruppo internazionale, con la sviluppo di nuovi siti e filiali commerciali nonché con l'acquisizione di partecipazioni di maggioranza in diverse società a livello globale;
- **Cofle TK Otomotiv:** nel 2010 nasce Cofle Tk Otomotiv Kontrol Sistemleri Sanayi A.Ş., con sede a Istanbul. Essenziale per lo sviluppo del  *business OE* , TK Otomotiv dispone di due magazzini con una superficie complessiva di circa 4,000 metri quadrati e una capacità produttiva annua di circa 2.25 milioni di unità;

- **Cofle do Brasil Ltda:** nel 2016 prende vita la terza unità produttiva dedicata alla linea di *business OE*, Cofle do Brasil, con sede a Sete Lagos. Pur con capacità produttiva limitata, rispetto al sito produttivo turco, Cofle do Brasil ha una capacità produttiva annua misurabile in c.a. 0.45 milioni di componenti, dispone di un magazzino di circa 2,000m<sup>2</sup> e garantisce prossimità alle case produttrici dislocate in Sud America e nei Paesi dell'America Centrale.
- Fondata nel 2018 come joint venture, **Cofle Taylor India Control Cables & Systems Private Ltd** ha la sua sede a Chennai. L'azienda si occupa principalmente di attività produttive a supporto del Gruppo, in particolare per la divisione Aftermarket. Durante l'anno 2023, la controllata ha avviato le prime consegne dirette ai clienti OE presenti sul mercato nazionale.

A differenza di quanto vedremo relativamente alla divisione AM, la linea di *business OE* presenta una elevata concentrazione dei propri ricavi: nell'esercizio fiscale 2023, i primi due clienti hanno contribuito a circa il 50% del giro d'affari divisionale mentre tale percentuale sale a oltre il 70% qualora si prendano in considerazione i 5 clienti OE più significativi. Una concentrazione destinata ad evolvere nei prossimi anni grazie al contributo derivante dalla nuova commessa acquisita da John Deere. Da sottolineare infine come, per quanto fonte di potenziali rischi, l'attuale concentrazione dei ricavi OE e la contestuale significativa esposizione al mercato turco, servito *local-to-local* dalla controllata Cofle TK Otomotiv, ha consentito alla Società di limitare gli impatti derivanti dalla contrazione del mercato *Agritech* sofferta nei Paesi più maturi.

**Cofle: 2023 OE Turnover by Client (%)**



Source: Company data

Sezionando la catena del valore della linea di *business OE*, l'attività di *co-engineering* assume un ruolo chiave, occupandosi nel caso specifico di prodotti che vengono realizzati su commessa, sulla base di ordini e specifiche tecniche ricevute dai clienti. Centrale nel processo produttivo è la sinergia che viene sviluppata con il cliente, dalle fasi iniziali, ai *test* sviluppati in *itinere* sino alla realizzazione di componenti di primo equipaggiamento per trattori agricoli e macchine per la movimentazione della terra.

**Cofle: OE Division Value Chain**



Source: Cofle admission document

Al 31 dicembre 2023, la divisione OE vanta oltre 25 clienti attivi, tra i quali figurano le principali case produttrici di trattori agricoli e macchine per la movimentazione della terra, quali John Deere, AGCO e CNH e Bomag. Questa linea di *business* si caratterizza per una lunga durata delle relazioni con i clienti: la Società riesce a mantenere legami stabili sfruttando il ciclo di vita delle piattaforme di trattori/trattrici e macchine agricole/da movimento terra, generalmente compreso tra i 10 e i 12 anni, con attività di *face lifting* previste ogni 5-7 anni. Questo approccio ha permesso all'azienda di consolidare relazioni durature con i clienti, accreditandosi come *partner* affidabile, flessibile e all'avanguardia.

## Cofle: OE Diversified Global Client Base



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

## Co-engineering

La Società sviluppa i propri prodotti principalmente su commessa, seguendo le specifiche, sia tecniche che non, fornite dai clienti. Il processo produttivo si basa su una estesa collaborazione con il cliente che si articola in diverse attività che spaziano dalla progettazione, alla realizzazione di prodotti *test* sino alla produzione delle componenti definitive. Questa attività è ancora più cruciale laddove si considerino il tempo (circa 2 anni) e le risorse investite (ricerca e sviluppo) dalla Società per l'aggiudicazione di commesse OE: uno *status*, quello di fornitore accreditato, che rappresenta una vera e propria barriera all'ingresso per potenziali concorrenti e che, parimenti, consente alla Società l'aggiudicazione di commesse di durata pluriennale per la fornitura di componenti in dotazione a trattrici/macchine per la movimentazione della terra il cui ciclo di vita è ragionevolmente approssimabile in 10-12 anni (inclusivo di aggiornamenti che vengono tipicamente effettuati ogni 5-7 anni).

## Prezzo e Prototipi – Assunzione Ordini

Una volta ricevuta approvazione del progetto, è dato avvio alla fase di sviluppo e produzione dei prototipi, sempre in stretta collaborazione con il cliente. Durante questa fase viene anche definito un prezzo preliminare e indicativo del prodotto, sulla scorta dell'esperienza maturata in fase di sviluppo. A prototipo predisposto, segue la validazione del prodotto, fase durante la quale il prodotto viene sottoposto a *test* di laboratorio inerenti funzionamento e resistenza. Questo processo di validazione è chiave per identificare e porre soluzione a eventuali problemi con tempestività, consentendo l'approntamento di un prototipo quanto più possibile aderente a quella che sarà la sua versione finale. Ciò riduce i tempi necessari per i *test* sul campo e accelera l'introduzione del prodotto sul mercato, con vantaggi sia per il cliente che per la stessa Cofle.

A validazione interna ottenuta, il prototipo viene inviato al cliente per i *test* sul campo. In questa fase, la Società rimane a disposizione del cliente, pronta a rispondere a eventuali richieste di modifiche nel *design*, adattando le specifiche del prodotto. Una volta completata la fase di *test* da parte del cliente, si procede all'omologazione della macchina, ivi inclusi i componenti sviluppati e forniti da Cofle. Solo al termine di questa fase viene stabilito il prezzo finale e confermato l'ordine di acquisto.

Medesimo *iter* seguito nello sviluppo di componentistica per l'*off-road vehicle* Ineos Granadier: ad una prima fase di sviluppo, la Società ha annunciato in data 22 novembre 2021 la sottoscrizione di un accordo finalizzata all'avvio di una seconda fase di *test* per prototipi di sistemi di inserimento e disinserimento delle marce ridotte e del blocco e sblocco differenziale per il nuovo fuoristrada 4x4 Grenadier. Al positivo riscontro della seconda fase di *test* effettuata su 700 veicoli è seguito, in data 7 febbraio 2022, l'avvio della produzione esecutiva dei sistemi precedentemente testati con successo. Una collaborazione proficua quella tra Ineos e Cofle che, beneficiando del buon accoglimento sul mercato del veicolo Grenadier, ha fatto lievitare il valore della commessa.

**Produzione**

Definite le caratteristiche definitive delle componenti, viene dato avvio alla fase di pre-produzione e validazione del processo produttivo.

**Cofle: Integrated Production Platform granting flexibility and above average profitability**



**Mould design and production made in Cofle Turkey**

**Die casting moulds:**

- Mould flow analysis
- Structural analysis
- Process optimization

**Plastic injection moulds:**

- Structural analysis and aesthetic analysis
- Process optimization

**Die casting products**

Die casting products are made internally in Cofle TK by using presses from 50 to 400 tons. Parts are made by Zama, standard Aluminum alloys and special Aluminum alloys such as SILAFONT.

We also have an internal workshop for fine machining of the die casting parts and for their heat treatments.

**Plastic products**

Plastic parts are made internally by using compounds such as PA, POM, PEHD, and techno-polymers like PA66 + GF or PA + CF, ABS, PP, PC.

The raw material is purchased from the best brands on the market

Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

Questa fase richiede investimenti significativi per l'industrializzazione del prodotto e per la certificazione della catena di fornitura. Segue l'avvio della produzione su larga scala dei prodotti destinati all'integrazione nelle macchine prodotte in serie dai clienti.

**Cofle: Group Supply Chain with a long lasting commitment to R&D**

**Commitment to launching disruptive solutions to stand out**

<b>2</b> R&D CENTER	<b>28</b> PEOPLE EMPLOYED IN R&D ACTIVITIES	<b>2</b> ENGINEERING CENTER	<b>8</b> REGISTERED PATENTS IN THE LAST 5 YEARS ACROSS 5 COUNTRIES	<b>1</b> DEDICATED OEM INNOVATION HUB
------------------------	------------------------------------------------	--------------------------------	-----------------------------------------------------------------------	------------------------------------------

**HOW WE INNOVATE IN COFLE**

- From sketches
- to 3D models
- mockup
- and production

**READY FOR NEXT AGRICULTURE CHAPTER**

- Automation
- Precision Farming
- Artificial Intelligence

Timeline: Today, In 10 years, In 20 years, In 50 years

Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

Un processo produttivo fortemente integrato verticalmente e una piattaforma industriale diversificata geograficamente garantiscono alla Società flessibilità, che si traduce nella capacità di soddisfare le esigenze della clientela con soluzioni *tailor made* e in una redditività superiore alla media, supportata da *standard* qualitativi e di servizio maturati in oltre sessanta anni di attività. Una sintesi concreta dell'efficacia di un simile *mix* di competenze, servizio e flessibilità trova risposta proprio nella commessa acquisita da Ineos in virtù delle specifiche fuori *standard* di cui il progetto necessitava per la sua realizzazione. Robotizzazione e investimenti effettuati presso la capogruppo e la controllata Cofle TK Otomotiv limitano, al contrario di quanto vedremo nel caso della divisione IAM, la possibilità di riallocare le commesse presso altri siti produttivi del gruppo. Per converso, l'elevato livello di automazione raggiunto da ambo le unità produttive di limitare il contributo di manodopera per singolo componente, riducendo l'impatto delle dinamiche inflazionistiche sul costo del lavoro.

Per quanto nei propositi originati la controllata indiana Cofle Taylor avrebbe dovuto sviluppare *business* OE locale, ad oggi svolge un ruolo di supporto nella produzione di componentistica base per la divisione IAM, consentendo alla Società di ridurre gli effetti derivanti dall'attuale contesto iperinflattivo sofferto in Turchia dalla controllata TABO.

## Consegna

Le consegne seguono spesso l'approccio *DAP (Delivered at Place)*, con la Società che si assume la responsabilità e costi del trasporto delle componenti. In alcuni casi, i contratti prevedono che la Società si impegni, a proprie spese, a mantenere un magazzino di pezzi di ricambio per tutta la durata contrattuale e oltre, laddove esplicitamente richiesto. La logistica è ottimizzata tramite la pianificazione collaborativa, previsione e rifornimento (CPFR), che permette di gestire i flussi di prodotti e il magazzino in modo efficiente, grazie alla trasmissione di dati in tempo reale tra società cliente e Cofle stessa.

Il parco clienti della divisione *OE* comprende operatori di primario *standing*, che consentono alla Società di:

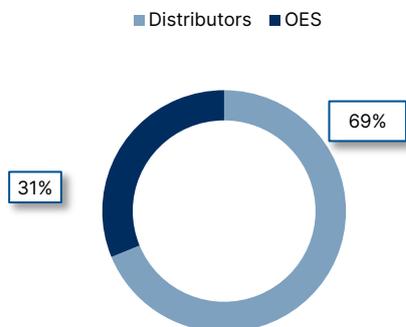
- intessere **relazioni di lungo termine con i principali operatori "agri" a livello mondiale**, che spaziano da CNH ad AGCO e John Deere. L'essere fornitori accreditati di tali operatori rappresenta una efficace barriera all'ingresso per i concorrenti: il referenziamento è un processo generalmente molto lungo e oneroso per le società fornitrici, che generalmente investono un paio d'anni prima di essere definitivamente accreditate e di ricevere le prime commesse;
- generare una **quota minoritaria di ricavi di nicchia provenienti da marchi automobilistici di lusso** (Ferrari e Maserati) e **case produttrici veicoli commerciali leggeri** (IVECO);
- estendere il proprio catalogo sino alla **prototipazione di supporti per sedili per una realtà internazionale, leader** nelle tecnologie di compattazione e nella produzione di macchinari per la compattazione di suolo, asfalto e rifiuti.

La tipologia di clientela nonché l'assetto industriale predisposto a servizio della linea di *business* ha un diretto impatto anche sulla geografia del venduto. Ne deriva che quasi la metà del giro d'affari sia sviluppato in Turchia, con l'Italia secondo paese di destinazione, seguito da Germania, Regno Unito e Francia.

## Linea di Business IAM (Independent After Market)

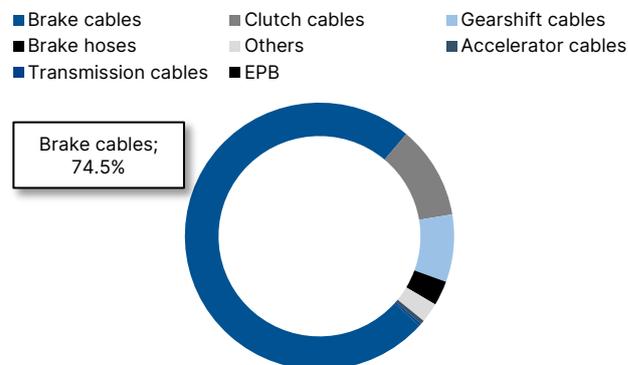
Per svariati aspetti complementare alla divisione OE, la divisione *After Market (IAM)* è attiva nella progettazione, realizzazione e commercializzazione su scala prevalentemente europea di ricambistica *after market* per il settore automobilistico.

Cofle: 2023 IAM Division Revenue Breakdown by Channel (%)



Source: Company data

Cofle: 2023 IAM Division Revenue Breakdown by Products (%)



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

Un catalogo prodotti molto ampio, che conta oltre 7,000 referenze attive, articolato in prodotti a marchio Cofle e Tabo, sviluppati per coprire un'ampia fascia di prezzo, offrendo al cliente condizioni e livello di servizio differenti in funzione delle specifiche esigenze. Prodotti commercializzati attraverso due distinti canali di distribuzione, ciascuno dei quali rappresenta circa la metà del giro d'affari divisionale: il canale *OES*, con Bosch e Continental tra i clienti più rappresentativi, ed il canale dei distributori indipendenti, tra i quali figurano operatori quali First Line, ZF e Triscan.

Per famiglia di prodotto, oltre l'85% dei ricavi divisionali 2023 della divisione *IAM* sono stati generati da cavi freno e cavi frizione, *core business* storico della Società. **Ai prodotti già a catalogo si è recentemente aggiunto il nuovo EPB (Electronic Parking Brake), ufficialmente presentato alla Fiera di Francoforte lo scorso mese di settembre, dal quale Cofle si attende ricavi per almeno €10 milioni annui nei prossimi 5 anni<sup>8</sup>.**

Le principali famiglie di prodotto incluse nel catalogo *IAM* includono:

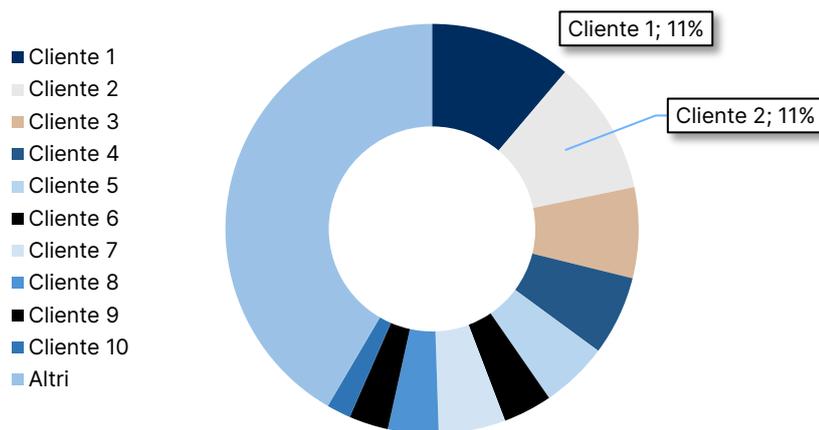
- **Electronic Parking Brake (EPB):** un servo meccanismo che agisce direttamente sulla pinza freno per azionare il freno di stazionamento. Tramite un tasto posto nell'abitacolo dell'autovettura e mediante un collegamento elettrico, l'EPB agisce direttamente sulla pinza freno andando a bloccare/sbloccare il disco, senza che sull'autovettura vengano installati leva freno a mano e relativi cavi;
- **Cavi freno di stazionamento (o freno a mano)** che collegano la leva del freno a mano al dispositivo frenante, che sia freno a disco o a tamburo;
- **Cavi frizione**, presenti sui veicoli con cambio manuale, che collegano il leveraggio della trasmissione al pedale della frizione;
- **Cavi frizione autoadjust**, presente sui veicoli con cambio manuale, che collegano il leveraggio frizione della trasmissione al pedale della frizione. La sua caratteristica principale risiede nell'autoregistrazione sia durante la fase di installazione, che nel corso del suo utilizzo andandosi ad auto regolare con l'usura del disco frizione;
- **Cavi cambio** che, collegando la leva di comando alla scatola del cambio, vengono utilizzati ogni qualvolta si effettui un'azione di inserimento delle marce;
- **Cavi acceleratore** che fungono da collegamento tra il pedale acceleratore e il motore, consentendo al guidatore di richiedere maggiore potenza al motore;
- **Cavi cofano** che collegano il dispositivo di sgancio del cofano con l'interno dell'abitacolo, tramite l'azionamento di una leva di sblocco posta nell'abitacolo dell'autovettura;
- **Cavi freno EPB puller** che consistono in cavi di stazionamento collegati ad un attuatore elettromeccanico azionato da un tasto presente nell'abitacolo. Tramite l'azionamento del tasto, l'attuatore trazione i cavi freno *EPB puller* che agendo sul sistema frenante del veicolo ne impediscono il movimento durante le fasi di sosta o parcheggio;

<sup>8</sup> Comunicato stampa Cofle del 16 luglio 2024: "Puntando a conquistare almeno il 10% della quota di mercato l'EPB rappresenta un'opportunità di diversificazione molto promettente per Cofle, supportata dai feedback positivi ricevuti dai clienti chiave.....Il mercato globale EPB mostra un potenziale significativo: nel 2022 il mercato europeo era di 76 milioni di euro, e si prevede che raggiunga i 254 milioni di euro nel 2030, con un CAGR stimato del 16%."

- **Tubi freno**, anche denominati tubi freno flessibili, che integrano il sistema frenante del veicolo. La loro funzione è quella di trasferire la pressione generata dal guidatore sul pedale del freno alla pinza freno o al tamburo. La loro flessibilità serve per essere collegati in prossimità delle sospensioni e/o sterzo e meglio adattarsi ai movimenti di questi dispositivi.

Quanto a concentrazione del giro d'affari, la divisione *IAM* presenta una maggior diversificazione della propria base clienti. Nell'esercizio fiscale 2023, i primi due clienti hanno infatti rappresentato poco meno di un quarto del giro d'affari divisionale mentre tale percentuale sale al 45% considerando i 5 clienti più rilevanti. I livelli di concentrazione aumentano laddove ci si concentri sui singoli canali di distribuzione: OES e distributori indipendenti, con Bosch e Continental clienti primari sul primo versante, First Line, ZF e Triscan lato distribuzione indipendente.

**Cofle – 2023 IAM Turnover Breakdown by Client (%)**



Source: Company data

A differenza dei prodotti *OE* lo sviluppo dei quali è frutto della collaborazione tra Cofle e casa produttrice, i prodotti *After Market* nascono da attività di *co-engineering* che, prendendo spunto da componenti di primo equipaggiamento, sviluppano ricambistica fungibile e con prezzo competitivo rispetto alla ricambistica originale, garantendo ai propri clienti, ossia i principali distributori continentali, servizio, ossia tempi di consegna rapidi, stimabili in 4-5 settimane intercorrenti tra la presa dell'ordine e la consegna del prodotto richiesto.

**Cofle – IAM Division Supply Chain**



Source: Websim Corporate on Company presentation

A differire, rispetto alla divisione *OE*, sono le principali fasi della catena del valore che nel caso di specie si sostanziano nelle seguenti attività, successive ad una selezione dei prodotti cui dedicare tempo e risorse:

### *Reverse-engineering*

Nel corso della fase di ricerca, il *team* Cofle analizza attentamente il prodotto originale per comprenderne appieno le caratteristiche tecniche, i materiali impiegati e, in termini generali, la qualità. Grazie all'esperienza consolidata del reparto R&D, spesso accade che i prodotti sviluppati da Cofle per l'*After Market* apportino miglioramenti alle componenti di primo equipaggiamento: un bagaglio di competenze, assai raro nel mercato *After Market*, che ha consentito alla Società di superare i *test* più rigorosi e di accreditarsi come fornitore per aziende *leader* nella distribuzione *After Market*, quali Continental, Bosch e TRW ZF. A testimoniare la qualità che caratterizza i prodotti Cofle, a prescindere dal marchio con il quale questi vengono commercializzati, la Società ha acquisito numerose certificazioni. Tra queste segnaliamo la **certificazione WCM (World Class Manufacturing)** che prevede l'ottimizzazione di tutti i processi produttivi e logistici per consentire un continuo miglioramento della qualità, della produttività, della sicurezza e della consegna, le **certificazioni ISO 9001, IATF 16949 e ISO 14001** nonché la **certificazione CNH Industrial** per la sostenibilità.

### Distinta base

In questa fase viene creata la distinta base necessaria a Cofle per la produzione di un determinato prodotto. La distinta include non solo le materie prime, ma anche i componenti e le lavorazioni interne ed esterne, così da determinarne puntualmente i costi diretti e indiretti associati e porsi nelle condizioni di determinare un *pricing* che garantisca un'adeguata redditività.

### Prezzo di listino

Il Gruppo stima il costo finale di produzione utilizzando la distinta base e conduce un'analisi dei prezzi di riferimento dell'originale per determinare il proprio prezzo di listino, generalmente a premio rispetto alla media di mercato in virtù degli *standard* qualitativi e dei livelli di servizio che Cofle è in grado di offrire al *trade*.

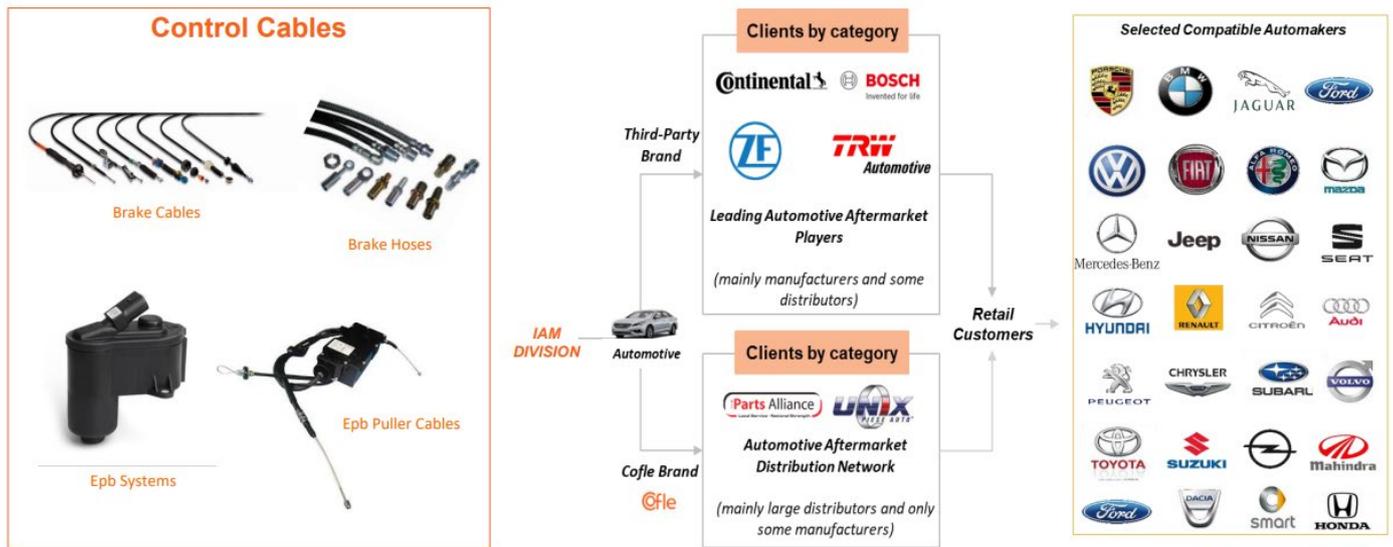
### Aggiornamento catalogo prodotti e produzione

Il Gruppo avvia la produzione e l'aggiornamento del catalogo per ampliare l'offerta sia verso i grandi distributori dell'*OE* (dove i prodotti devono essere validati dal cliente), sia verso i grandi distributori dell'*After Market* (dove i prodotti portano il marchio del Gruppo senza necessità di validazione da parte del cliente).

### Clienti

I rapporti con i clienti sono regolati da accordi scritti, riflessi in accordi quadro che stabiliscono listini prezzi, termini di pagamento e i termini per future eventuali revisioni dei prezzi, penali, tempi *standard* di consegna ed eventuali *bonus* di fine anno. Questi accordi sono generalmente di lunga durata e prevedono spesso clausole di rinnovo automatico. In base a questi contratti vengono poi effettuati i singoli ordini. In alcuni casi, la commercializzazione avviene solo tramite singoli ordini. In linea con gli *standard* di mercato, i prodotti Cofle sono coperti da garanzia della casa madre.

Cofle: 2024 IAM Division Major Clients and Brands Supplied with either Cofle and white labels products



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

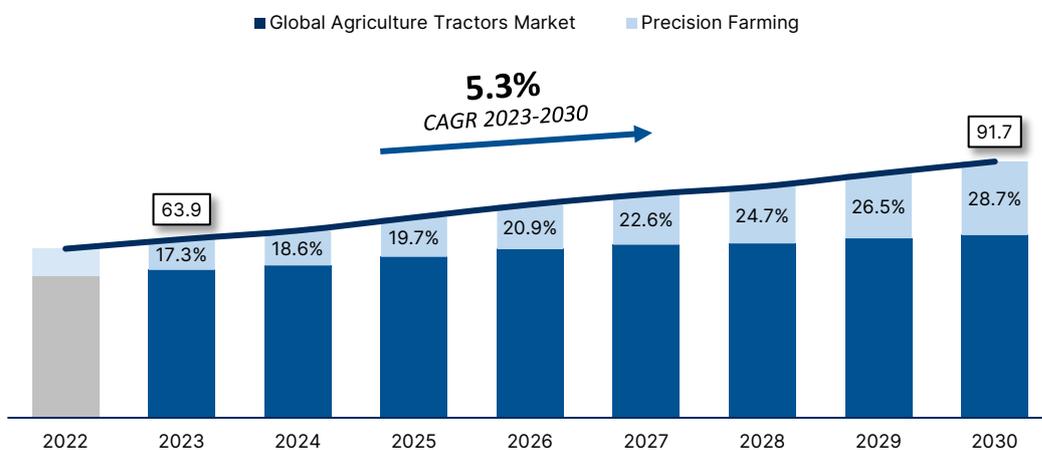
## Mercato di Riferimento

### OE: Trend secolare di crescita a supporto del mercato dei trattori agricoli

Secondo una ricerca redatta da MMR<sup>9</sup>, il mercato globale dei trattori agricoli beneficerà di una **crescita media annua pari al 5.3% negli anni 2023-2030**, così da raggiungere un volume d'affari prossimo a \$92bn nel 2030. A supportare il *trend* di crescita contribuiranno diversi *drivers* tra i quali (i) una crescente domanda alimentare derivante dalla **crescita della popolazione mondiale** nonché (ii) l'innovazione tesa ad una **maggiore efficienza dei veicoli**, con particolare attenzione al risparmio energetico, idrico e all'automazione delle attività.

Analoghi *drivers* che, supportati da una aumentata povertà alimentare e malnutrizione nonché dalla crescente richiesta dei Paesi in via di sviluppo di **soluzioni agricole meccanizzate** sono attesi supportare una tendenza di crescita anche nei prossimi anni. In tale contesto, merita un'ulteriore nota lo sviluppo atteso dal c.d. **Precision Farming** (approccio innovativo all'agricoltura che utilizza **tecnologie avanzate per ottimizzare la gestione delle colture**), le cui attese di crescita si collocano in area a doppia cifra (+13%) rispetto alla più modesta aspettativa di crescita stimata per il resto del mercato (+3%). Sulla base delle attese di crescita che precedono, nel 2030 il comparto del Precision Farming dovrebbe rappresentare quasi il 30% dell'intero mercato, percentuale in sostanziale crescita rispetto al 17% registrato nel 2023.

Cofle: Global Farm Tractors Market Evolution (\$ bn)



Source: Maximize Market Research

Ulteriore *driver*, per quanto di natura non strutturale, consta nelle politiche di incentivazione attuate dai singoli Paesi: al riguardo, governi di vari Paesi in via di sviluppo, in virtù dell'elevato costo associato ai macchinari agricoli, offrono sussidi e aiuti finanziari per supportare l'automazione agricola, promuovendo l'acquisto di trattori tecnologicamente evoluti. Nonostante l'alto costo dei trattori e le tariffe di importazione imposte da alcuni governi (come la Turchia al 21% e l'India al 29.8%), la domanda di macchinari agricoli più avanzati continua a crescere.<sup>10</sup>

Chiaro è che, come in passato anche nel prossimo futuro, la crescita del comparto dovrà fare i conti con un **contesto macroeconomico in rapida evoluzione**: in soli pochi anni l'economia mondiale ha sperimentato gli effetti di una pandemia globale, di un rapido e significativo innalzamento dei tassi di interesse come mai visto nella storia recente, e, cronaca attuale, tensioni geo-politiche causate dai conflitti russo-ucraino e israelo-palestinese. Ne consegue che sia lecito attendersi, impregiudicato il *trend* di secolare crescita di lungo termine, un percorso di crescita non rettilineo.

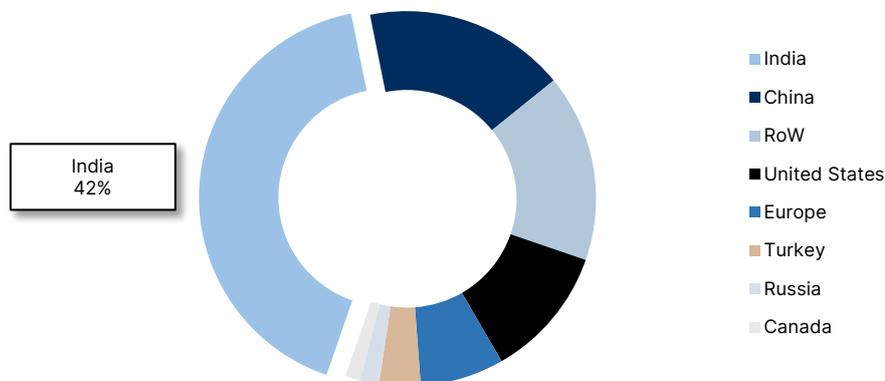
Un esempio su tutti, la pandemia da COVID-19 ha avuto un impatto significativo sull'industria dei trattori, causando un **calo delle vendite dovuto alle interruzioni nella catena di fornitura e alla chiusura delle unità produttive**. Tuttavia, la domanda di macchinari agricoli è aumentata nel 2022, sostenuta da un miglioramento delle condizioni economiche e da una maggiore spesa rurale.

<sup>9</sup> MMR: Maximize Market Research

<sup>10</sup> Programmi governativi, come il "Macro-Management Scheme of Agriculture" in India e il "Canadian Agricultural Loans Act" in Canada, incentivano ulteriormente l'uso dei trattori.

Parimenti, la contrazione della domanda di trattori agricoli evidenziata dai principali produttori nel 2023-24<sup>11</sup>, testimoniato dalle indicazioni fornite dalle principali case produttrici si inserisce in uno scenario caratterizzato da una crescita significativa della domanda mondiale di trattori di medio-lungo termine, come dimostrano i dati di vendita degli ultimi otto anni.

**Cofle: 2023 Global Farm Tractors Units by Geography (%)**



Source: National Manufacturer Association (AEM) and European Manufacturers Committee (CEMA)

Su un totale di oltre 2 milioni di unità vendute, **l'India primeggia a livello mondiale**, favorita da una rapida crescita della propria popolazione, ancora fortemente dipendente dal settore agricolo (ad oggi, **oltre il 40% della forza lavoro è impiegata nel comparto agricolo**)<sup>12</sup> e spiccatamente votata all'acquisto di trattori agricoli "base" e a relativamente basso costo. Seguono, per unità vendute, la Cina, Stati Uniti ed Europa (con Francia, Germania e Italia i Paesi più rappresentativi). Quanto al 2023, in un contesto che ha evidenziato una generalizzata contrazione delle unità vendute (i.e. Cina -28%, Stati Uniti -8%, Europa -5%) a distinguersi sono stati il mercato turco (+16%) ed il mercato indiano, quest'ultimo pur registrando volumi stabili a livelli record.

In sintesi, *il trend secolare dei trattori agricoli è strettamente legato agli sviluppi delle economie agricole*. "Tutti i Paesi devono far fronte alla necessità di soddisfare **una crescente domanda alimentare sia in termini di quantità che di qualità della produzione**. In ogni contesto produttivo e per ogni modello di impresa agricola," ha sottolineato Mariateresa Maschio, presidente della Federazione Nazionale Costruttori Macchine (FederUnacoma), "la dotazione di attrezzature meccaniche moderne è fondamentale, non solo per aumentare i rendimenti, ma anche per ridurre l'uso di fertilizzanti e pesticidi, diminuire il consumo di acqua, preservare la biodiversità e migliorare la qualità della vita delle comunità rurali. Proprio per questo, anche nella drammatica fase della pandemia, quando la temporanea sospensione della produzione in tutti i principali paesi, le difficoltà nei trasporti e nella logistica e l'incertezza economica generale hanno gravemente colpito quasi tutti i settori produttivi, il settore delle macchine agricole ha mostrato una buona resilienza."

### **IAM: Invecchiamento del parco auto e innovazione i driver della crescita futura**

Da un valore di €501mn nel 2022, il mercato dell'*aftermarket* automobilistico europeo è stimato in crescita ad un CAGR del 3%, con proiezione oltre quota €600mn nel 2030. Ad alimentare la crescita del mercato una graduale (ed ulteriore) crescita dell'anzianità media del parco autovetture circolanti. Parimenti, la rapida diffusione di componentistica tecnologicamente integrata, e questo è il caso degli Electronic Parking Breaks (EPB), alimenterà la crescita di segmenti di mercato a più elevato valore aggiunto e prezzo, in grado di compensare la leggera contrazione di mercato attesa sul versante dei cavi "tradizionali".

Infine, una crescente professionalizzazione degli operatori, favorita dal consolidamento sul versante distributivo, ed una aumentata attenzione ai costi potranno fungere da ulteriore volano per una crescita del mercato dell'*after market*.

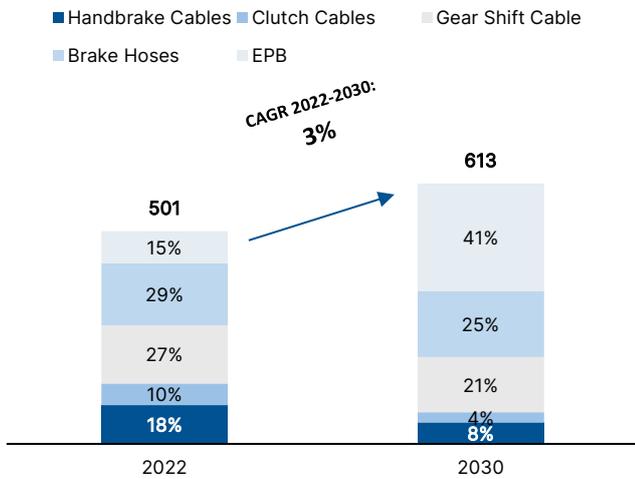
Dalla lettura congiunta dei due grafici che seguono, risulta evidente come la crescita attesa dal settore *after market* sia sostanzialmente alimentata dalla crescita del mercato *after market* degli EPB, famiglia di prodotti che, come anticipato, ha visto il lancio di un nuovo prodotto brevettato di Cofle, presentato alla Fiera di Francoforte lo scorso settembre. Lo sviluppo del mercato EPB *aftermarket* è avvalorato dai dati di mercato OE e dal futuro ribilanciamento del rapporto OE:IAM ai valori espressi dalle altre famiglie di prodotti, frutto

<sup>11</sup> L'outlook fornito da **CNH Industrial** in occasione della diffusione dei risultati 2Q24 ha evidenziato una contrazione delle unità vendute nel secondo trimestre a doppia cifra sia in Europa che in Nord America (con l'unica eccezione dei trattori >140 CV) ed un outlook 2024 che prevede una contrazione dei ricavi della divisione *agriculture* compreso tra il 15% ed il 20%. Parimenti, l'*outlook* 2024 più recentemente fornito da John Deere ha evidenziato l'aspettativa di una contrazione delle unità vendute in Nord America compresa tra il 10% ed il 15%, con cali più moderati attesi solo nel continente asiatico

<sup>12</sup> Fonte: Statista

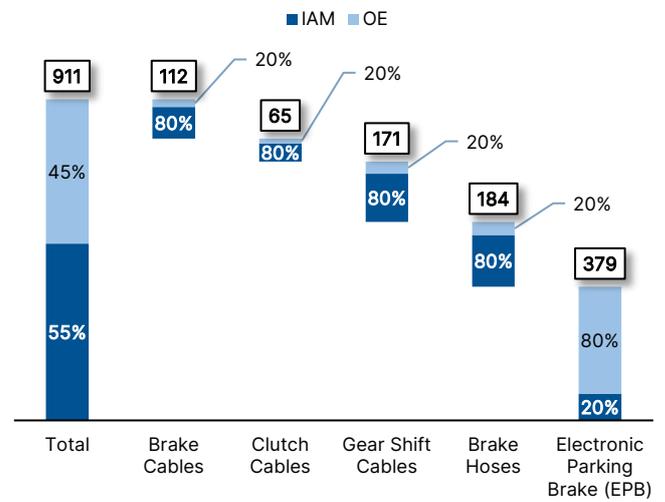
della solo recente introduzione su larga scala di tale nuova tecnologia. Ne consegue che con il passare degli anni aumenteranno significativamente le richieste di sostituzione di tale componente.

**Cofe: 2022-2030 European IAM Market Evolution (€ mn)**



Source: Primary third-party research

**Cofe: 2022 OE and IAM Market by Product (€ mn, %)**

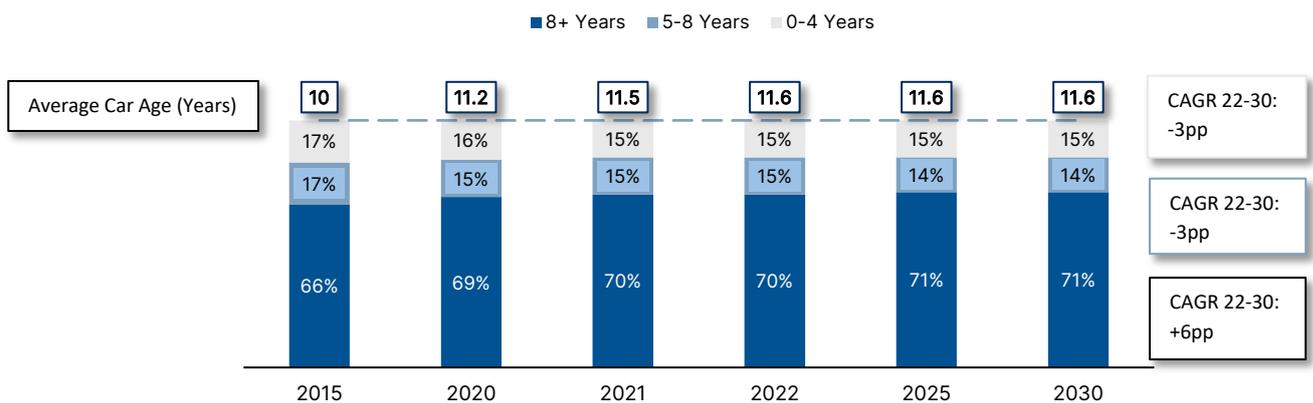


Source: Primary third-party research

**Il parco auto è invecchiato e sta crescendo, lentamente.** Negli ultimi 10 anni, l'età media del parco auto è aumentata: Nel 2022 il veicolo medio ha quasi 12 anni ed in Europa centrale e orientale è ancora più vecchio. Ciò ha un effetto sostanziale sul mercato delle riparazioni, **poiché i veicoli più vecchi hanno maggiori probabilità di necessitare di manutenzione e pezzi di ricambio.** I proprietari tendono a portare i loro veicoli presso officine autorizzate quando sono ancora in garanzia o relativamente nuovi. Ma con l'invecchiamento delle auto, è più probabile che si rivolgano a un'officina indipendente che offre soluzioni economicamente più palatabili.

La quota di veicoli con più di otto anni — noti come auto di segmento 3 — è passata **dal 66% nel 2015 e a 70% nel 2022.** Si prevede che questa tendenza continui, con la quota del segmento 3 che **raggiungerà fino al 71% entro il 2030.** La tendenza è ancora più pronunciata nei paesi dell'Europa centrale e orientale, dove il reddito disponibile limitato riduce gli acquisti di veicoli nuovi.

**Cofe: European Vehicle Fleet Evolution (mn)**



Source: ACEA

Il parco auto, o il numero di automobili e veicoli commerciali leggeri in uso in Europa, è cresciuto a un **tasso annuo dell'1.6% dal 2011 ad oggi**<sup>13</sup>, fornendo uno dei principali *driver* di espansione dell'*aftermarket*.

<sup>13</sup> BCG Report

Dall'altra parte, Il costo dei pezzi di ricambio sta aumentando **poiché i componenti esistenti diventano più complessi e più veicoli sono dotati di nuove tecnologie** come i sensori: i sistemi e i componenti sono sempre più interconnessi. Ciò richiede ulteriori interfacce e aumenta la complessità dei servizi di riparazione, il che **fa salire i costi del lavoro a livello di officina**. Anche considerando l'aumento di prodotti come l'elettronica di base, ci si attende che la tendenza storica degli aumenti di prezzo annuali dell'1% - 3% possa essere confermata nel prossimo futuro.

C'è anche da considerare **l'elettrificazione dei veicoli** che sebbene possano richiedere meno pezzi di ricambio, potranno offrire nuovi spunti di crescita per il mercato. Questi veicoli, inclusi gli ibridi, costituiscono ca. l'1% del parco auto europeo, ma questo è destinato a crescere con le normative ambientali e la proliferazione di nuove offerte da parte delle case automobilistiche. Ciò ha importanti implicazioni per il business dei ricambi *aftermarket*, poiché i veicoli elettrici richiedono meno manutenzione.

### Contesto Competitivo: Focus su qualità e servizio

Nel settore **OE**, la Società si distingue per il proprio **know-how unico nel co-engineering**, coltivando relazioni di lungo termine con i principali clienti globali. Per ottimizzare il proprio posizionamento competitivo, si basa su un'elevata **flessibilità nel soddisfare le esigenze dei clienti e su un eccellente rapporto qualità/prezzo**.

Cofle – OE Division Competitive Landscape



Source: Cofle Admission Document

Tra i principali *player* nel settore OE, segnaliamo:

- **Kongsberg Automotive Holding ASA** è un player *OE* attivo principalmente nel settore *automotive* e quotato alla borsa di Oslo. Nel 2020, l'azienda ha registrato ricavi complessivi di ca. 1 miliardo di dollari;
- **DURA Automotive Systems** è un fornitore globale nel settore *automotive*, specializzato nel design, ingegnerizzazione e produzione di soluzioni OE, con ricavi totali di circa 870 milioni di dollari nel 2019;
- **Suprajit Group**, quotato al NYSE, è un fornitore globale del settore *automotive*, operante principalmente nel ramo dei cavi, con ricavi complessivi di circa 210 milioni di dollari nel 2020;
- **Controlflex Group** è un fornitore globale del settore *automotive* con sede in Brasile, specializzato nella produzione di cavi di controllo;
- **Ningbo TMC (brand Asiaflex)** è un produttore cinese di componenti e cavi per il settore *automotive*.

Nel settore *IAM*, la Società si distingue per il proprio **know-how unico nel reverse-engineering**, un'ampia gamma di prodotti e tempi di consegna rapidi, mediamente intorno alle quattro-cinque settimane a far data dalla presa dell'ordine. L'offerta si arricchisce con la possibilità di **personalizzare i prodotti** secondo le esigenze specifiche dei clienti.

**Cofle – IAM Division Competitive Landscape**



Source: Cofle Admission Document

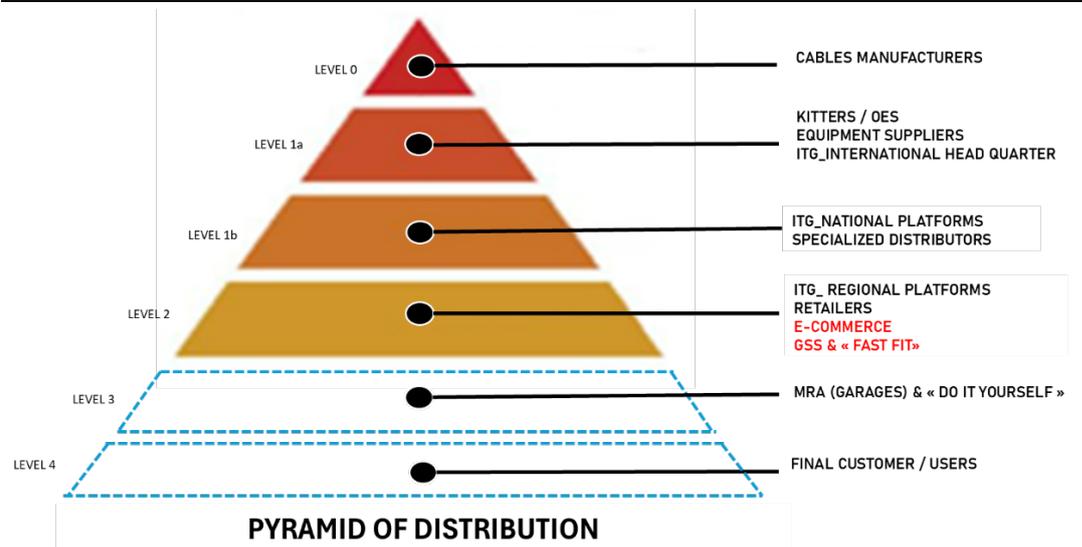
Tra i principali concorrenti della Società nel mercato *IAM* segnaliamo:

- **LINEX Sp.zo.o.** è un'azienda attiva nella produzione di cavi di controllo destinati al mercato *automotive aftermarket*, con una presenza significativa in Polonia;
- **Malò S.p.A.** è una società italiana che si distingue per la distribuzione di una vasta gamma di prodotti nel settore *automotive aftermarket*;
- **AdriaUT S.r.l.** è un gruppo italiano specializzato nella produzione di cavi flessibili per veicoli *automotive* e industriali, rivolgendosi principalmente al mercato *aftermarket*;
- Negli ultimi anni, sono emersi nuovi **concorrenti dall'Estremo Oriente**, noti per offrire prodotti *aftermarket* per il settore *automotive* a prezzi competitivi, ma caratterizzati da *standard* qualitativi inferiori.

Un mercato, quello *IAM*, che, come rappresentato nel grafico che segue, è segmentato in differenti *layers* ciascuno dei quali caratterizzato da specifiche *value propositions*.

In questo contesto, Cofle è attiva nei *layers* 0, 1a, 1b e 2 che comprendono produttori di cavi, fornitori di componentistica nonché *trading companies* attive sia a livello nazionale che regionale. Per far questo, la Società fa leva sulla propria consolidata conoscenza del mercato e dei principali attori per determinare un *pricing* al contempo commercialmente efficace e adeguatamente remunerativo, consapevole che il differenziale tra prezzo applicato e *benchmark* di mercato non potrà risultare eccessivo in un'ottica di medio-lungo termine.

**IAM: Pyramid of Distribution**



Source: Company data

Al contempo, la *value proposition* della Società che condensa qualità produttiva, affidabilità, assistenza e servizio garantisce a Cofle il riconoscimento di un *premium price* rispetto alla concorrenza.

A fini meramente rappresentativi, riportiamo qui a seguito un esempio di *pricing* di una referenza Cofle venduta attraverso differenti *layers* distributivi ed il premio rispetto al *benchmark* che il “mercato” è disponibile a riconoscerle.

**Cofle: Representative Reference Pricing among Distribution Layers vs Market Benchmark**

Market size: 150,000 pieces/year Cofle market share: >20%		EU		TABO	
		Market Prices		Average premium price vs market benchmark	
		€/pce	€/pce	vs minimum	vs maximum
LEVEL 0	CABLES MANUFACTURERS	5.00	6.00	77%	47%
LEVEL 1a	OES EQUIPMENT SUPPLIERS ITG INTERNATIONAL	7.20	7.60	-7%	-11%
		6.00	6.50	38%	27%
		6.00	6.50		
LEVEL 1b	ITG NATIONAL SPECIALIZED DISTRIBUTORS WHOLESALEERS	7.90	8.40	10%	3%
		6.50	8.00	42%	15%
		8.10	9.60	50%	27%
LEVEL 2	ITG REGIONAL RETAILERS E-COMMERCE GSS & « FAST FIT»	7.90	8.40	11%	5%
		9.37	10.20	-	-
		11.00	13.40	-	-
		9.80	11.00	-	-
LEVEL 3	MRA (GARAGES) & « DO IT YOURSELF »	20.00	40.00	-	-
LEVEL 4	FINAL CUSTOMERS / USERS	36.00	45.00	-	-

Source: Company data

Un posizionamento *premium* che è confermato anche a livello *retail*, per quanto si sia consapevoli che i prezzi applicati all’utente finale possano essere significativamente influenzati dalle politiche commerciali che, in un dato momento, il distributore decida di applicare.

**Cofle –COFLE 1,078mm Brake Cable Price Comparison**

The image shows a product page for a Cofle brake cable (11.5754) priced at 6,18 €. Below it, a comparison of prices for similar products from other brands: LPR (5,68 €), VAICO (5,98 €), DAKAtex (5,98 €), and NK (6,18 €). The Cofle product is highlighted as being available and having a secure transaction.

Source: Autoparti.it

A testimonianza del posizionamento *premium* dei prodotti a marchio Cofle abbiamo, a titolo esemplificativo e non esaustivo, effettuato una comparazione tra differenti produttori, a parità di specifiche tecniche. Dall’esercizio svolto e senza presunzione circa la sua esaustività, abbiamo avuto conferma che i prodotti a marchio Cofle si collocano nella fascia alta del mercato, con un premio rispetto alla concorrenza *mid-to-high single digit*.

## Innovazione, Distribuzione e Servizio i Principali Tasselli della Matrice di Sviluppo

Due aziende nell'azienda, con obiettivi specifici che necessitano di azioni mirate per poter dispiegare il proprio potenziale e che impongono strategie di sviluppo coerenti con le tendenze di mercato: da un lato la divisione *OE* ed i *trend* secolari di cui il mercato globale dei trattori agricoli potrà beneficiare, dall'altro la divisione *IAM* ed un parco autoveicoli immatricolati con anzianità progressivamente crescente, *trend* amplificato specialmente nei Paesi dell'Est Europa.

Consolidamento delle relazioni con le principali case produttrici di trattori agricoli (e non solo) e innovazione sono gli ambiti chiave ai quali la Società dedica maggior attenzione sul versante *OE*.

Quanto al primo aspetto, ossia il consolidamento delle relazioni con le principali case produttrici, l'efficacia delle azioni poste in essere dal *management* è testimoniata dai concreti risultati raggiunti. Tra questi evidenziamo:

1. La sottoscrizione di un **accordo quadro triennale** con una società *leader* nella fornitura di prodotti, tecnologie e servizi avanzati per l'agricoltura e l'edilizia **per la fornitura di componenti per macchine agricole e trattori, John Deere**. L'accordo, annunciato lo scorso 31 luglio e a fronte del quale la Società ha già ricevuto i primi ordini, è previsto che si tradurrà in una commessa del valore di oltre €1.5 milioni nel triennio 2024-26. Una prima commessa da un nuovo cliente di primario *standing* sulla quale la Società potrà far leva per ampliare l'assortimento prodotti, proponendo soluzioni all'avanguardia e di alta qualità;
2. La **collaborazione strategica** siglata con un primario produttore internazionale di macchinari nel settore costruzioni **finalizzata allo sviluppo di nuovi supporti per i sedili**. L'intesa, annunciata nel mese di dicembre del 2023, ha previsto un'attività di prototipazione e di sviluppo di supporti per sedili nella produzione di macchinari attivi nel settore costruzioni, con le prime consegne effettuate nei mesi di maggio e giugno 2024. Questo progetto sottolinea la strategia di espansione e diversificazione di Cofle in un settore chiave per la crescita futura e per l'ampliamento degli orizzonti aziendali;
3. La **collaborazione con Ineos per la fornitura di sistemi di inserimento e disinserimento delle marce ridotte e del blocco e sblocco differenziale per il veicolo 4x4 Ineos Granadier**. Un progetto di successo che conferma l'estrema flessibilità produttiva di Cofle e la capacità della Società di sviluppare componenti altamente customizzati e di elevata qualità. Un accordo, quello con Ineos Granadier, caratterizzato da crescenti volumi produttivi, sino all'annuncio di Ineos stessa di sospendere temporaneamente la produzione a causa dello stato di insolvenza nel quale il produttore di sedili Recaro è recentemente incorso<sup>14</sup>. Ciò nonostante, gli investimenti profusi da Ineos Granadier a supporto dello sviluppo del marchio sono indubbi e sostanziali, come testimoniato dalla recente conquista della Louis Vuitton Cup e dalla sfida in corso per l'aggiudicazione dell'America's Cup. Quanto alla ripresa della produzione, la Società si è detta fiduciosa che potrà essere riattivata a partire dal mese di gennaio del prossimo anno (i.e. 2025).

### Cofle – Ineos Granadier Project Update

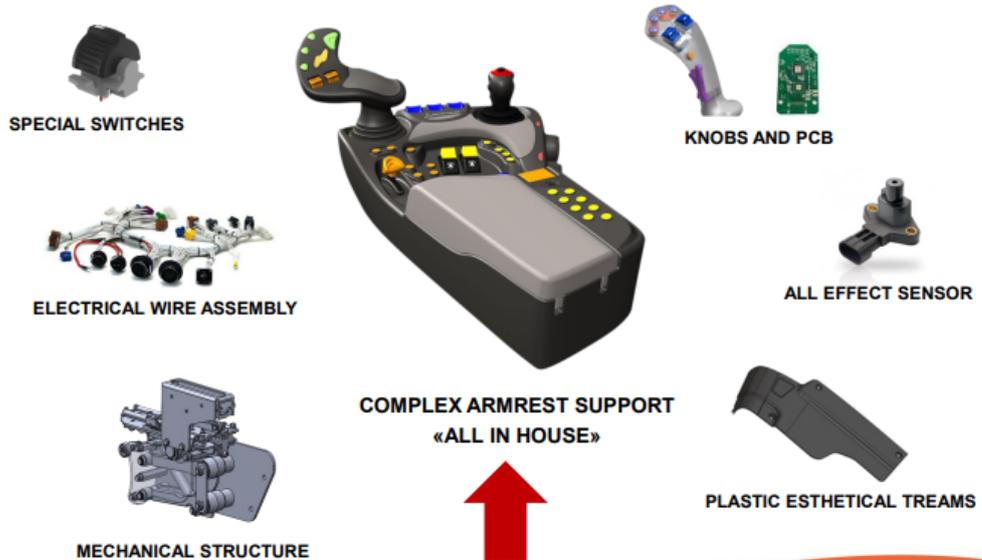


Source: Cofle, May 2024 Investor Presentation & Louis Vuitton Cup

Quanto al secondo aspetto, ossia l'innovazione, sono tangibili gli investimenti effettuati dalla Società per potenziare lo sviluppo di nuovi prodotti mecatronici ed elettronici. Al riguardo, nello stabilimento turco è stato recentemente creato un nuovo dipartimento produttivo per la fabbricazione di componenti elettronici. Il nuovo reparto sarà responsabile dell'assemblaggio di *PCB* e schede elettroniche progettate internamente e prodotte utilizzando macchinari *"pick to place"*. Con l'obiettivo di poter beneficiare pienamente del *trend* di sviluppo atteso nel comparto del *precision farming*, la nuova area sarà dedicata all'assemblaggio di sensori, interruttori e sistemi mecatronici come manipolatori e braccioli.

<sup>14</sup> Automotive News Europe, 27 settembre 2024: "Ineos production stop caused by seat maker Recaro, sources say. The German supplier has filed for insolvency and is working to resume production while also seeking a new owner"

**Cofle: Some Examples of Mechanotronic and Electronic Applications on Off-Road Vehicles**



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

A supporto del futuro sviluppo della divisione *OE*, nel maggio 2023 la Società ha acquisito un complesso logistico ubicato in prossimità della propria sede. Il nuovo polo logistico della divisione *OE*, operativo dal mese di aprile, è dotato di soluzioni all'avanguardia, tra le quali applicazioni di intelligenza artificiale che consentiranno la programmazione dei tempi di consegna nonché l'ottimizzazione delle giacenze di magazzino.

**Cofle: New OE Logistic Center**



Around **3.500 sq.m.** just in proximity of Autostrada A4, a few minutes from the Headquarters, between Milano and Bergamo.

Fully operational from **April 2024**  
It hosts the **OE Logistic Division**

Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

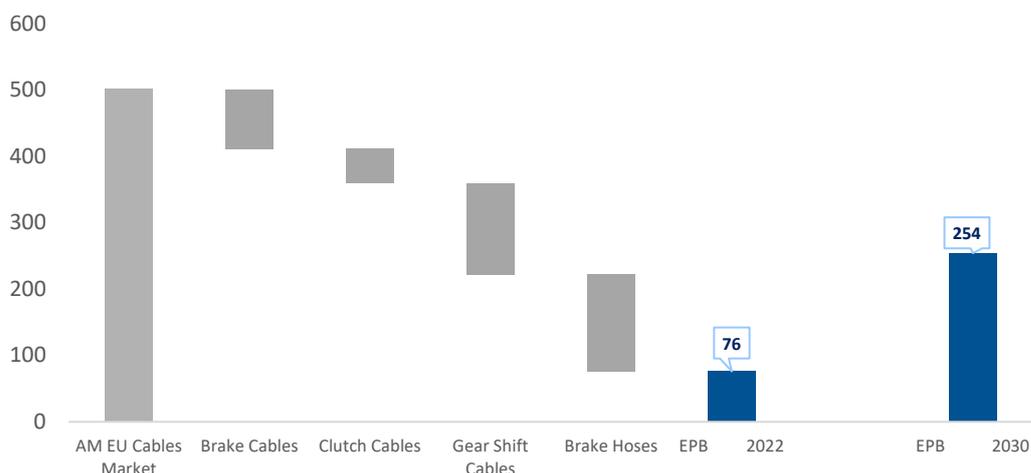
Innovazione e distribuzione sono, parallelamente, gli aspetti chiave alla base dello sviluppo della linea di *business IAM*.

Sul versante dell'**Innovazione**, assume particolare rilevanza l'annuncio che la Società ha diffuso lo scorso 16 luglio e con il quale ha comunicato il **completamento della nuova gamma di freni di stazionamento elettrici**, conosciuti come *Electronic Parking Brakes (EPB)*, una tecnologia avanzata che sostituisce il tradizionale freno di stazionamento meccanico azionato da cavo, destinata al settore *Aftermarket Automotive*.

Questa nuova tecnologia, già applicata anche su molti modelli di autovetture di bassa e media cilindrata, rappresenta uno dei *driver* di maggior crescita dello sviluppo del mercato *Aftermarket Automotive*: da €76 milioni nel 2022, il mercato europeo degli EPB è stato stimato in crescita sino a oltre €250 milioni nel 2030, con un CAGR atteso del 16% nel periodo in oggetto.

In questo contesto di mercato, anche supportata dai *feedback* positivi ricevuti da primari clienti, la Società punta a conquistare nei prossimi 5 anni una quota di mercato pari ad almeno il 10%. Tradotto in numeri, Cofle stima che dalla vendita di EPB possano, prudenzialmente, essere generati ricavi per circa €10 milioni a regime nel prossimo quinquennio. Con il progresso degli EPB, i cavi freno diventeranno progressivamente meno utilizzati. Tuttavia, dato che il parco auto attuale continua ad invecchiare, si prevede che il controbilanciamento tra i prodotti potrà essere visibile nel lungo termine, con impatti trascurabili di breve periodo.

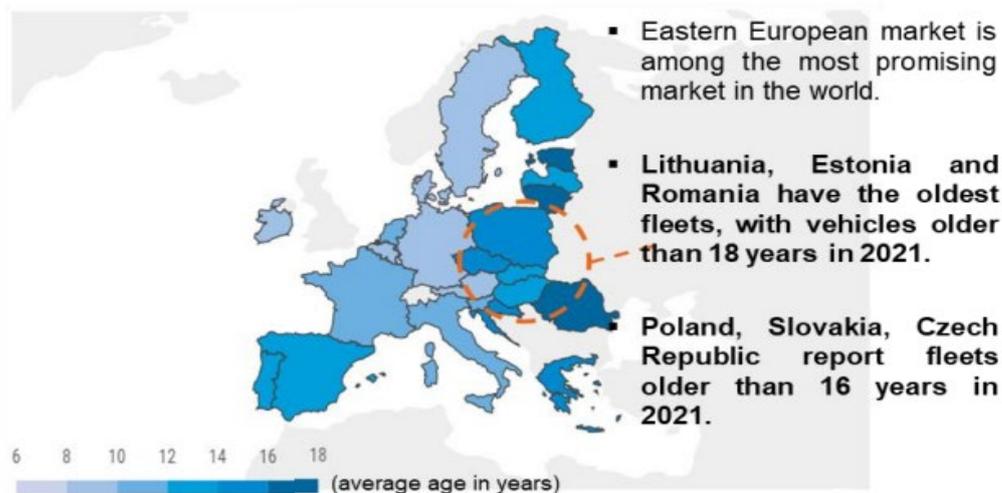
**Cofle: European Cable Market Breakdown (Eu mn) and 2022-2030 EPB Market Expected Evolution**



Source: Boston Consulting Group: "At the crossroad: The European Aftermarket in 2030"

Ulteriore *driver* di crescita della linea di business IAM punta a consolidare la penetrazione della Società sui mercati europei continentali, facendo leva sulla capacità produttiva dei siti italiano e turco e ad aumentare la propria presenza nei mercati dell'Est Europa, facendo leva sul marchio Cofle, in grado di sostenere un *pricing* più elevato, e su di una anzianità del parco autovetture ben al di sopra della media UE.

**Average Age of the European Vehicle Fleet**



Source: ACEA

Le iniziative intraprese dalla Società e tese ad un ampliamento del proprio *reach* distributivo si sono tradotte nell'apertura di una nuova filiale distributiva in Francia, a Beauvais, nel settembre del 2022. Obiettivo dichiarato della nuova filiale è sin dalla sua fondazione consistito in un aumento della penetrazione nel mercato francese, iberico, portoghese nonché nel Maghreb e in Benelux, mercati che sino ad allora erano presidiati direttamente dall'Italia.

Questa nuova filiale, che si è affiancata a quelle dislocate in Cina, USA e alle strutture commerciali e produttive ubicate in Italia, Turchia, India e Brasile, si colloca in un'area strategica dal punto di vista

commerciale, stante la presenza dei principali produttori Agritech mondiali e avrà l'obiettivo di supportare sia la crescita della linea di *business OE* che della linea di *business IAM*.

A distanza di un paio di anni dalla sua costituzione, la filiale commerciale francese ha sottoscritto due significativi accordi commerciali, un primo siglato con il secondo più grande gruppo europeo di distribuzione di parti di ricambio che commercializzerà ricambi a marchio Cofle attraverso la sua piattaforma internazionale, un secondo con un primario distributore di parti di ricambio, parte di un più ampio gruppo industriale attivo nel settore automobilistico.

**Cofle: French Distribution Unit Set-Up**



Source: Cofle, May 2024 Company Presentation

Un'ultima menzione merita il capitolo dell'**M&A**. Area di particolare interesse attenzionata dalla Società è il comparto dell'elettronica di livello avanzato, laddove l'elettronica di base è già stata internalizzata da Cofle, ed in particolare dalla controllata turca Cofle TK Otomotiv che dispone di camere bianche e macchinari utili alla produzione di prodotti elettronici basici, quali ad esempio la pulsantiera.

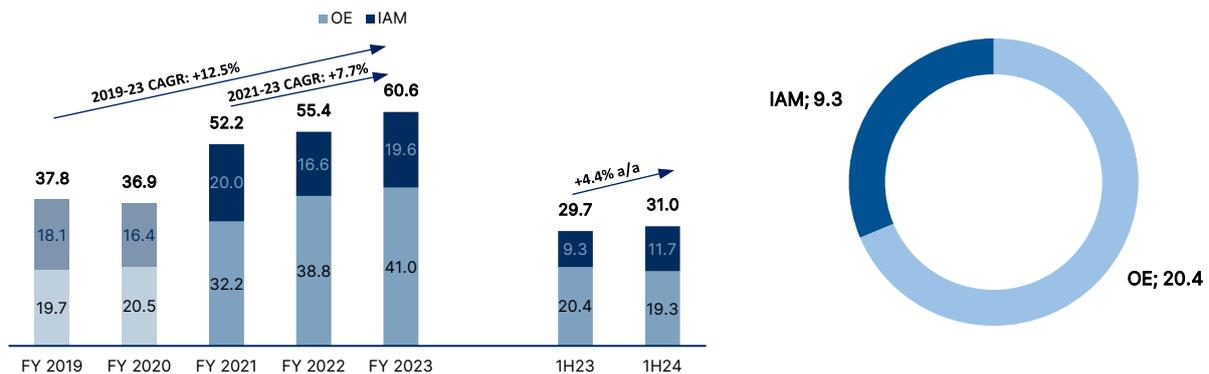
**A rivestire particolare interesse sono il comparto elettronico di livello 2 e 3** che contemplano l'utilizzo di *microchip* e lo sviluppo di sistemi di raccolta dei dati. L'ulteriore integrazione che ne conseguirebbe potrebbe consentire alla Società di cogliere appieno le opportunità di *business* derivanti da una crescente importanza della mecatronica nel mercato *agritech*.

Stanti investimenti e tempi necessari all'acquisizione di specifiche competenze nonché all'ottenimento delle necessarie certificazioni, la Società sarebbe più incline a valutare acquisizioni di realtà già attive sul mercato anziché affrontare uno sviluppo *green field*.

## Mercato Agritech e Turchia pesano ma non alterano il quadro di medio termine

Cofle ha archiviato l'esercizio fiscale 2023 con un fatturato in crescita del 9.7% a/a, attestatosi a quota €60.6 milioni. A guidare la crescita del giro d'affari hanno contribuito entrambe le linee di *business*: la **divisione OE (+5.7% a/a)**, da un lato, ha beneficiato di un aumento dei prezzi medi di vendita che hanno più che controbilanciato una riduzione dei volumi, impattati dal mercato dei trattori agricoli e dallo slittamento dell'avvio della commessa INEOS mentre la **divisione IAM (+18.1%)**, dall'altro, ha tratto beneficio dal consolidamento delle relazioni con clienti esistenti nell'Europa dell'Est, dal potenziamento commerciale con clienti dell'area Europa Occidentale e dall'acquisizione di nuovi clienti in Russia.

Cofle: 2021 – 2023 & 1H2023-2024 Revenue Evolution by Business Line (€ mn) & 1H24 Revenue Breakdown by Division (%)



Source: Company data

Un diverso passo, indubbiamente influenzato dalle dinamiche congiunturali di mercato, che è stato confermato anche dai dati del primo semestre 2024, nel quale la divisione IAM ha registrato una crescita a doppia cifra (+25.8%), in grado di compensare la contrazione dei ricavi sofferta dalla divisione OE (-5.4%), impattata dalla contrazione del mercato *agritech*. **La combinazione dei diversi trend divisionali ha consentito a Cofle di chiudere il primo semestre 2024 con ricavi in crescita del 4.4% a €31.0 milioni.**

Per dovere di cronaca, **il fatturato consolidato normalizzato semestrale**, ossia depurato degli effetti derivanti dall'applicazione del principio contabile relativo all'iperinflazione **sarebbe ammontato a €30.4 milioni, in contrazione del 7.3% a/a** rispetto ai €32.8 milioni registrati nel primo semestre 2023 a causa della **contrazione più che proporzionale sofferta dalla linea di *business* OE (-15.7%)**, in linea con i *trend* di mercato.

Cofle: 2021-2023 & 1H23-24 Consolidated Income Statement (€ mn)

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	1H 2023	1H 2024
OE Division	32.2	38.8	41.0	20.4	19.3
IAM Division	20.0	16.6	19.6	9.3	11.8
<b>Net Sales</b>	<b>52.2</b>	<b>55.4</b>	<b>60.6</b>	<b>29.7</b>	<b>31.1</b>
Other Revenues	3.2	2.6	3.5	1.0	0.6
<b>Value of Production</b>	<b>55.4</b>	<b>58.0</b>	<b>64.1</b>	<b>30.7</b>	<b>31.8</b>
Purchases	(23.0)	(25.0)	(28.0)	(13.4)	(12.2)
Services	(9.5)	(10.6)	(12.5)	(6.0)	(6.0)
Third-Party	(1.1)	(1.2)	(1.5)	(0.7)	(1.0)
Personnel	(11.3)	(11.5)	(14.1)	(6.7)	(8.8)
Δ Inventory	3.2	3.2	3.6	1.2	0.2
Other Operating Costs	(0.8)	(0.9)	(1.6)	(0.9)	(0.4)
<b>EBITDA</b>	<b>12.9</b>	<b>12.0</b>	<b>9.9</b>	<b>4.2</b>	<b>3.6</b>
<i>EBITDA margin</i>	<i>24.7%</i>	<i>21.6%</i>	<i>16.4%</i>	<i>14.1%</i>	<i>11.6%</i>
D&A and Provisions	(2.5)	(3.5)	(3.2)	(1.5)	(2.3)
<b>EBIT</b>	<b>10.4</b>	<b>8.4</b>	<b>6.7</b>	<b>2.7</b>	<b>1.3</b>
Financials	1.2	(3.9)	(5.3)	(1.1)	(3.2)
<b>EBT</b>	<b>11.6</b>	<b>4.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>(1.9)</b>
Taxes	(2.3)	(1.9)	(0.6)	(0.8)	(0.2)
<b>Net Income</b>	<b>9.3</b>	<b>2.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>(2.1)</b>

Source: Company data

Allargando la prospettiva, e coerentemente con i *trend* di medio termine che hanno caratterizzato i differenti mercati, *OE* da un lato e *IAM* dall'altro, a guidare lo sviluppo ha essenzialmente contribuito la divisione di *Original Equipment Manufacturing*, che nell'ultimo triennio ha registrato una crescita media annua pari al 14.6% rispetto ad una sostanziale stabilità del *business after market*.

Contrariamente a quanto osservato lato ricavi, gli ultimi 3 anni hanno registrato una progressiva erosione della redditività operativa (i.e. EBITDA), attestandosi nel 2023 al 16.4% dei ricavi netti, dal 24.7% e 21.6% registrati rispettivamente nel 2021 e nel 2022. Parimenti, il primo semestre 2024 ha evidenziato dinamiche analoghe, con una redditività operativa contrattasi di 250 punti base dal 14.1% registrato nel primo semestre 2023 all'11.6% del primo semestre 2024.

A contribuire in misura rilevante alla contrazione della redditività ha inciso il contesto iperinflattivo sofferto in Turchia, dove sia Cofle TK Otomotiv che Tabo hanno sede. Nello specifico, gli effetti dell'iperinflazione sono stati particolarmente evidenti sul costo del personale, oramai prossimo ai valori italiani, e sui costi generali (i.e. costi per affitti delle sedi operative turche). Il tutto in un contesto di mercato *OE* che vede i principali produttori di macchinari agricoli particolarmente focalizzati sulla protezione della propria redditività, a fronte di una contrazione dei volumi di vendita a doppia cifra.

Infine, una nota a parte merita l'effetto che l'applicazione del principio contabile IFRS 29 ha avuto sia nel 2023 che l'anno precedente sull'ultima riga del conto economico della Società. Come meglio dettagliato in Appendix, la riga dei "*Financials*" assorbe il saldo della variazione delle poste patrimoniali rinveniente dall'applicazione del principio contabile IFRS 29 nonché l'effetto valutario, conseguente e reso necessario per il contesto iperinflattivo venutosi a creare in Turchia. Nel solo esercizio fiscale 2023, tale posta contabile è ammontata a €4.4 milioni, erodendo larga parte della redditività operativa generata nel periodo. Analoga situazione verificatasi nel primo semestre 2024, laddove l'effetto combinato di IFR 29 ed effetto cambio hanno guidato all'appostazione di "*Financials*" per c.a. €2 milioni, rispetto ad un EBITDA semestrale pari a €3.6 milioni. Al riguardo, evidenziamo come le poste contabili originate dall'applicazione dell'IFRS 29 non abbiano natura monetaria e non intacchino, né direttamente né indirettamente, la capacità della capogruppo Cofle S.p.A. di distribuire dividendi, e prevedano l'appostazione in apposita riserva di conversione nel patrimonio netto consolidato.

**Cofle: 2021-2023 & 1H23-24 Reclassified Consolidated Balance Sheet (€ mn)**

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	1H 2023	1H 2024
<b>Fixed Assets</b>	<b>9.1</b>	<b>11.5</b>	<b>16.8</b>	<b>14.1</b>	<b>18.3</b>
Inventory	10.7	14.1	16.3	13.3	16.7
Trade Receivables	12.7	13.3	11.6	14.4	13.4
Trade Payables	(8.1)	(8.1)	(9.2)	(8.4)	(7.6)
<b>Operating Working Capital</b>	<b>15.3</b>	<b>19.3</b>	<b>18.7</b>	<b>19.2</b>	<b>22.4</b>
Other Current Assets (Liabilities)	(1.8)	0.2	0.2	(0.6)	(0.3)
<b>Net Working Capital</b>	<b>13.5</b>	<b>19.5</b>	<b>18.9</b>	<b>18.7</b>	<b>22.1</b>
<i>as a % LTM Net Sales</i>	<i>25.9%</i>	<i>35.2%</i>	<i>31.2%</i>	<i>32.4%</i>	<i>35.6%</i>
Long-Term Liabilities	(0.8)	(1.8)	(1.5)	(1.7)	(1.2)
<b>Net Invested Capital</b>	<b>21.8</b>	<b>29.2</b>	<b>34.3</b>	<b>31.0</b>	<b>39.2</b>
ST Debt	(1.4)	(4.3)	(14.1)	(8.8)	(15.5)
LT Debt	(9.8)	(15.6)	(9.2)	(12.2)	(8.9)
Cash and Cash Equivalents	15.5	20.3	18.2	17.4	14.0
<b>Net Cash (Debt)</b>	<b>4.4</b>	<b>0.5</b>	<b>(5.1)</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(10.4)</b>
Shareholders' Equity	24.7	27.8	26.6	25.5	26.2
Minority Interests	1.4	1.8	2.5	1.9	2.6
<b>Net Equity</b>	<b>26.1</b>	<b>29.6</b>	<b>29.2</b>	<b>27.4</b>	<b>28.8</b>
<b>Total Sources</b>	<b>21.8</b>	<b>29.2</b>	<b>34.3</b>	<b>31.0</b>	<b>39.2</b>

Source: Company data

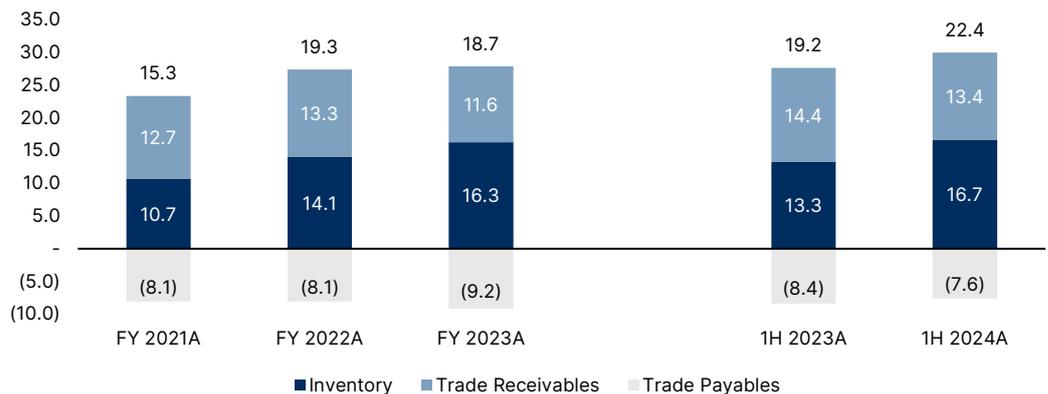
Dal punto di vista patrimoniale, segnaliamo:

- **Un progressivo aumento dell'attivo fisso**, riconducibile agli investimenti effettuati dalla Società per dotarsi di una piattaforma industriale e logistica funzionale a supportare i crescenti volumi di vendita, vuoi *OE* che *IAM*. Ultimo investimento effettuato dalla Società consta nell'acquisizione di *assets* logistici dislocati in prossimità della sede Cofle di Trezzo sull'Adda, un investimento che ha comportato un esborso pari a €2.4 milioni, corrisposti per cassa dalla Società nel primo semestre 2023. A questo, si sono sommati investimenti per oltre €2.5 milioni in impianti e macchinari altamente tecnologici e

robotizzati della controllata Cofle TK nonché investimenti in macchinari a basso impatto ambientale della capogruppo. Gli investimenti sono proseguiti nel corso del primo semestre 2024, laddove quasi €3 milioni sono stati funzionali al completamento strutturale del nuovo polo logistico in Italia e allo sviluppo di progetti di elettronica, focalizzati nell'approntamento di linee di produzione interna di schede elettroniche e sensori;

- **Una graduale crescita del capitale circolante operativo (CCO)**, dovuta ad un aumento dei giorni di rotazione del magazzino (passati da 211 nel 2021 a 258 nel 2023). Per converso, l'andamento di DSO e DPO ha teso sostanzialmente a controbilanciarsi. Nel semestre, a pesare sull'evoluzione del capitale circolante ha pesato un cambio di *mix* dei fornitori e nelle conseguenti condizioni di pagamento, essenzialmente legato al ridisegno del proprio *footprint* produttivo;

**Cofle: 2021-2023 Consolidated Operating Working Capital Evolution (€ mn)**



Source: Websim Corporate on Company presentation

- **La Posizione Finanziaria Netta (PFN)** al 31.12.2023 ha chiuso in territorio negativo per €5.1 milioni, rispetto agli €0.5 milioni di cassa netta registrati 12 mesi prima in virtù degli investimenti effettuati nel 2023, di poco inferiori a complessivi €9 milioni, e dei dividendi distribuiti agli azionisti Cofle, per ulteriori €1.8 milioni.

**Cofle: 2021-2023 Consolidated Cash Flow Statement (€ mn)**

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	1H 2023	1H 2024
<b>Group Reported Net Income</b>	<b>9.3</b>	<b>2.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>(2.1)</b>
P&L taxes	2.3	1.9	0.6	0.8	0.2
P&L Financial income (charges)	(1.2)	3.9	5.3	1.1	3.2
Depreciations and amortizations	2.4	3.4	3.2	1.5	2.3
Provisions accrual	0.1	0.5	0.0	0.2	-
Change in net working capital	(5.5)	(5.3)	1.5	0.3	(3.1)
Paid taxes	(2.3)	(3.9)	(5.3)	(0.5)	(0.3)
Cashed (Paid) Financial income (charges)	1.2	(2.4)	(1.3)	(1.1)	(1.0)
Provisions release (utilization)	0.9	0.5	(0.3)	(0.2)	(0.1)
Other non-monetary operating items	-	-	-	-	-
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>7.2</b>	<b>1.3</b>	<b>4.5</b>	<b>3.0</b>	<b>(0.9)</b>
CapEx	(4.8)	(3.3)	(8.9)	(4.9)	(2.8)
Divestments (Acquisitions)	1.0	0.9	0.4	0.0	0.2
<b>Free Cash Flow</b>	<b>3.3</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(1.9)</b>	<b>(3.5)</b>
Dividends	-	(2.4)	(1.8)	(1.8)	(1.3)
Own shares buy-back	-	-	(0.1)	-	(0.3)
Capital increase	10.3	0.0	0.1	(0.2)	0.3
Other non-operating items	(0.6)	(0.4)	0.2	(0.3)	(0.5)
<b>Cash Flow</b>	<b>13.0</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(5.5)</b>	<b>(4.1)</b>	<b>(5.3)</b>
NFP @ beginning of the period	(8.7)	4.4	0.5	0.5	(5.1)
Cash Flow of the period	13.0	(3.9)	(5.5)	(4.1)	(5.3)
<b>NFP @ end of the period</b>	<b>4.4</b>	<b>0.5</b>	<b>(5.1)</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(10.3)</b>

Source: Websim Corporate on Company presentation

Al 31.12.2023, la posizione di liquidità lorda consolidata si attesta a oltre €18 milioni mentre l'indebitamento finanziario lordo è stato pari a €21.0 milioni, per larga parte (>€15 milioni) erogato alla capogruppo, Cofle S.p.A..

Alla chiusura del primo semestre 2024, la Posizione Finanziaria Netta<sup>15</sup> si è attestata a €10.3 milioni, denotando un assorbimento di cassa per oltre €5 milioni negli ultimi 6 mesi. Un assorbimento al quale hanno contribuito 3 principali fattori: i) un aumento del capitale circolante netto per oltre €3 milioni, ii) investimenti per €2.8 milioni e iii) distribuzione di dividendi e riacquisto azioni proprie per €1.6 milioni.

---

<sup>15</sup> Alla chiusura del primo semestre 2024, la Posizione Finanziaria Netta *IFRS Adjusted* si è attestata a €14.5 milioni. Il *gap* rispetto alla PFN riportata secondo *Italian GAAP* consta essenzialmente nell'appostazione del debito rinveniente dai contratti di affitto delle sedi produttive di Gruppo

## Agritech, Meccatronica e .....i principali motori dello sviluppo futuro

Un futuro sviluppo a trazione *Agritech* e Meccatronico, nell'attesa che il mercato dei trattori agricoli riprenda il percorso di crescita secolare dal quale è recentemente deragliato a causa dell'effetto combinato di tensioni geo-politiche, inflazione e rialzo dei tassi di interesse: questa potrebbe, in poche parole, essere l'estrema sintesi dei fattori che ci hanno condotto nel proiettare uno sviluppo medio annuo<sup>16</sup> del giro d'affari della Società pari al 7.3%, tale da consentirle di raggiungere ricavi per €71 milioni nell'esercizio fiscale 2027.

Una visione sintetica e semplificata di una realtà decisamente più articolata di cui abbiamo cercato di tenere debitamente conto. Al riguardo, riteniamo importante condividere le principali assunzioni sottostanti lo sviluppo delle nostre proiezioni:

- **Andamento mercato trattori agricoli:** dopo un primo semestre 2023 particolarmente tonico, il mercato dei trattori agricoli ha subito una marcata inversione di tendenza nel secondo semestre, a tutt'oggi perdurante. I principali produttori<sup>17</sup> a livello mondiale hanno unanimemente tracciato i contorni di un 2024 caratterizzato da unità vendute in calo tra il 10% ed il 15% in Europa, Nord e Sud America. Tendenze timidamente più positive sono attese solo dal continente asiatico, per il quale la contrazione dei volumi dovrebbe collocarsi in un intervallo compreso tra 0% e -5% e la Turchia (-5/-10%). Indicazioni che, implicitamente, assumono tendenze 2H24 allineate a quelle espresse dal primo semestre, nonostante una più semplice base di comparazione, con una prospettiva di ripresa posticipata a 2025 inoltrato;
- **Andamento mercato *after market*:** contrariamente a quanto evidenziato per il mercato dei trattori agricoli, l'*after market* è atteso confermare la propria traiettoria di crescita *low-to-mid single digit*, favorita dal progressivo e continuo invecchiamento del parco autoveicoli circolanti e da una maggior attenzione ai costi degli utenti finali. In questo contesto, le proiezioni di mercato assumono che i tempi siano maturi affinché si possa assistere ad un progressivo ribilanciamento del *product-mix*, a favore di prodotti tecnologicamente più avanzati quali gli EPB, la cui diffusione di primo equipaggiamento è già oggi piuttosto ampia, e a discapito dei prodotti più "tradizionali", le cui funzionalità saranno assorbite nei prodotti di nuova generazione in una prospettiva di lungo termine;
- **Nuovi clienti: sul versante OE, tre sono i clienti in "discontinuità":** da un lato John Deere, cliente *Agritech* di recentissima acquisizione, è la cui prima commessa è stata stimata dalla Società in complessivi €1.5 milioni per il biennio 2024-25; dall'altro INEOS Grenadier, la cui ripresa della produzione è attesa per l'inizio del 2025, e Bomag. Sul versante IAM, gli sforzi commerciali profusi dalla controllata Cofle France dovrebbero tradursi nell'acquisizione di nuova clientela e nello sviluppo in area iberica nonché nelle regioni del Maghreb;
- **Nuovi prodotti:** la positiva accoglienza del nuovo EPB presentato da Cofle alla Fiera di Francoforte tenutasi lo scorso settembre depone a favore di un prossimo lancio commerciale di successo. Al riguardo, ricordiamo che obiettivo della Società punta a guadagnare una quota di mercato pari ad almeno il 10%<sup>18</sup>, laddove la quota di mercato di Cofle nel segmento cavi è oggi prossima al 20%. La Società sta inoltre investendo sullo sviluppo di sistemi meccatronici che possano evolvere, dal punto di vista tecnologico, le cabine di guida di trattori agricoli e macchine per la movimentazione della terra, prodotti che crediamo possano consentire alla Società di generare ricavi addizionali da clienti OE già attivi, consentendo a Cofle di beneficiare di performance superiori a quelle del settore di riferimento.

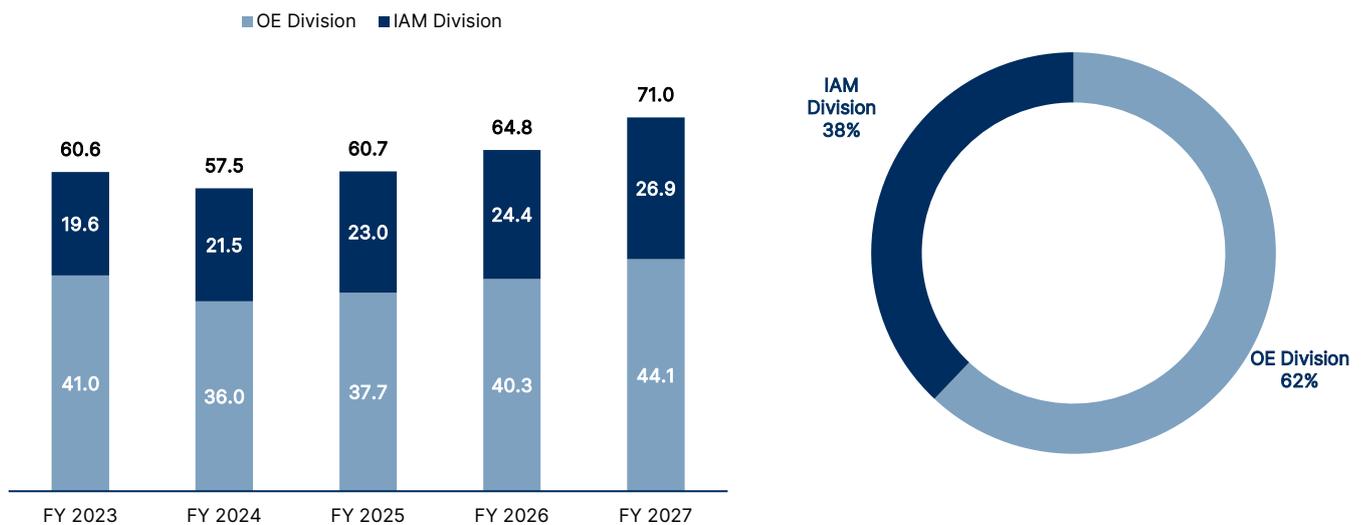
Per converso non abbiamo assunto l'acquisizione di nuovi e ulteriori clienti (così come la perdita di clienti rilevanti attivi), così come l'ingresso in nuove *industry*, ipotesi, entrambe, cui la Società potrebbe ambire ma che, allo stato, ci paiono premature. Parimenti non abbiamo assunto alcuna acquisizione, per quanto la Società guarda con favore ad un'integrazione di realtà attive nel comparto dell'elettronica di livello 2 e 3, funzionale ad espandere la propria offerta sul versante della meccatronica. Al riguardo, un'acquisizione, in vece di uno sviluppo *green field*, consentirebbe alla Società una maggior velocità di esecuzione, a maggior ragione considerando i tempi tecnici necessari per l'ottenimento delle autorizzazioni concernenti componenti elettriche ed elettroniche.

Da ultimo, evidenziamo che le nostre stime sono state sviluppate in ipotesi di cambi costanti. Le nostre stime non assumono pertanto effetti valutari ulteriori rispetto a quelli già evidenziati nella semestrale del corrente esercizio fiscale.

<sup>16</sup> i.e. 2024-27 CAGR: Compounded Annual Growth Rate

<sup>17</sup> i.e. John Deere, CNH, Turk Tractor, Claas

<sup>18</sup> Comunicato stampa Cofle del 16 luglio 2024: "Puntando a conquistare almeno il 10% della quota di mercato, l'EPB rappresenta un'opportunità di diversificazione molto promettente per Cofle, supportata anche dai feedback ricevuti dai clienti chiave"

**Cofle: 2023-2027 Consolidated Turnover Evolution (€ mn) & 2027 Consolidated Turnover Breakdown by Business Line (%)**


Source: Company data & Websim Corporate estimates

Della crescita dei ricavi attesa nel periodo 2024-27, stimiamo che le linee di *business OE* e *IAM* porteranno un contributo sostanzialmente analogo, attendendoci tassi di crescita per la linea di *business OE* (+6.9%) non dissimili da quelli della linea di *business IAM* (+7.9%).

**Cofle: 2023–27 Consolidated Income Statement (€ mn)**

	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027
OE Division	41.0	36.0	37.7	40.3	44.1
IAM Division	19.6	21.5	23.0	24.4	26.9
<b>Net Sales</b>	<b>60.6</b>	<b>57.5</b>	<b>60.7</b>	<b>64.8</b>	<b>71.0</b>
<i>YoY growth rate (%)</i>	<i>9.4%</i>	<i>-5.1%</i>	<i>5.6%</i>	<i>6.7%</i>	<i>9.6%</i>
Other Revenues	3.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>Value of Production</b>	<b>64.1</b>	<b>60.0</b>	<b>63.3</b>	<b>67.3</b>	<b>73.5</b>
Purchases	(28.0)	(26.4)	(27.3)	(28.5)	(31.4)
Services	(12.5)	(11.8)	(12.4)	(13.3)	(14.6)
Third-Party	(1.5)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
Personnel	(14.1)	(16.6)	(15.8)	(16.8)	(17.6)
Δ Inventory	3.6	3.4	3.6	3.9	4.6
Other Operating Costs	(1.6)	(1.4)	(1.5)	(1.6)	(1.6)
<b>EBITDA</b>	<b>9.9</b>	<b>6.2</b>	<b>8.8</b>	<b>10.1</b>	<b>11.9</b>
<i>EBITDA margin (%)</i>	<i>16.4%</i>	<i>10.7%</i>	<i>14.6%</i>	<i>15.6%</i>	<i>16.8%</i>
D&A and Provisions	(3.2)	(4.2)	(4.0)	(4.1)	(4.1)
<b>EBIT</b>	<b>6.7</b>	<b>2.0</b>	<b>4.8</b>	<b>6.0</b>	<b>7.8</b>
<i>EBIT margin (%)</i>	<i>11.1%</i>	<i>3.4%</i>	<i>8.0%</i>	<i>9.3%</i>	<i>11.0%</i>
Financial Income (Charges)	(5.3)	(4.6)	(1.9)	(1.2)	(0.7)
<b>EBT</b>	<b>1.4</b>	<b>-2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>4.8</b>	<b>7.1</b>
Taxes	(0.6)	(0.3)	(1.1)	(1.6)	(2.2)
<b>Net Income</b>	<b>0.8</b>	<b>(2.9)</b>	<b>1.9</b>	<b>3.2</b>	<b>4.8</b>
<i>YoY growth rate (%)</i>	<i>-70.4%</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>71.3%</i>	<i>52.0%</i>

Source: Websim Corporate estimates, Company data

Alla crescita del giro d'affari consolidato stimiamo farà seguito una espansione ben più che proporzionale della redditività operativa, con un *EBITDA margin* atteso al 16.8% dal 10.7% atteso nel 2024 (+610bps) e dal 16.4% registrato nel 2023 (+40bps). Un miglioramento della redditività che non ci attendiamo si svilupperà con progressione lineare: ad un 2024 che soffrirà dell'effetto combinato della contrazione del mercato

*Agritech* e dell'iperinflazione turca ci attendiamo seguirà un 2025 caratterizzato da trasversali recuperi di efficienza nonché un biennio 2026-27 votato alla ripresa della crescita, con un mercato *Agritech* atteso riprendere il proprio percorso di crescita secolare.

Tra i principali *driver* che ci attendiamo possano contribuire al miglioramento della redditività prospettica, evidenziamo:

- **l'introduzione sul mercato IAM di nuovi prodotti (i.e. EPB) a più alta redditività**, con impatto progressivamente crescente e legato al *rump-up* delle vendite del prodotto in oggetto. Analoga prospettiva applicabile anche alla divisione *OE*, i cui prodotti saranno progressivamente sempre più votati al comparto meccatronico;
- la **conferma dell'attuale Business-Mix**, anche prospettica, del contributo che la divisione *OE* apporterà alla alimentazione del volume d'affari consolidato (i.e. pari a c.a. 2/3 del totale);
- allo sviluppo organico atteso nel medio termine, si affiancheranno **azioni tese ad un recupero di efficienza**: il piano di *cost saving* annunciato in occasione della pubblicazione dei risultati semestrali prevede il coinvolgimento della capogruppo ed una riorganizzazione operativa i cui primi benefici saranno visibili già entro la fine del corrente esercizio fiscale. Tra le principali iniziative promosse dal *management* saranno implementate azioni tese ad una revisione della spesa, inclusa l'ottimizzazione dei costi operativi professionali e la razionalizzazione dei costi legati agli stabilimenti produttivi, con una riduzione dei costi a regime nell'intorno di €1 milione entro il primo semestre 2025. In parallelo, il *management* ha avviato un piano di *reshoring*, grazie al quale parte della produzione attualmente effettuata in Turchia verrà progressivamente spostata in Italia e India, con conseguente ampliamento della capacità produttiva dello stabilimento indiano, supportato anche dalla creazione di una *supply chain* locale. Nel complesso, le azioni di *reshoring* dovrebbero consentire riduzioni di costo stimabili in €1.5 milioni;
- A corollario delle azioni di redistribuzione dei carichi produttivi, il *management* implementerà **azioni di razionalizzazione del personale presso la controllata turca TABO**. Al riguardo, il *management* ha stimato una riduzione di c.a. 50 *FTE* dell'attuale forza lavoro. Ai benefici di costo che a regime conseguiranno dallo spostamento delle produzioni verso la controllata indiana Cofle Taylor, stimiamo che i costi straordinari cui la Società dovrà far fronte per la riduzione degli organici di Tabo possano attestarsi a c.a. €0.3 milioni e saranno spesi integralmente nel corso del secondo semestre del corrente esercizio fiscale.

Stimiamo infine che l'utile netto di pertinenza degli azionisti Cofle possa crescere a circa €4.1 milioni nel 2027, rispetto ai valori depressi attesi nel 2024 ove l'attesa è per una perdita netta pari a €2.3 milioni. Le nostre stime scontano:

- una limitata crescita degli ammortamenti, favorita da una riduzione degli investimenti che la Società dovrà sostenere. Al riguardo, non incorporando le nostre stime alcuna acquisizione, riteniamo che gli investimenti effettuati nell'ultimo triennio abbiano dotato la Società di *assets* produttivi e logistici nonché di macchinari ed attrezzature coerenti con lo sviluppo del *business* assunto nelle nostre stime, tale da poter supportare la crescita prospettica attesa;
- oneri finanziari mediamente pari a €2.5 milioni annui, decrescenti negli anni per effetto della generazione di cassa stimata nel triennio;
- un livello di tassazione decrescente e tendente ad un *tax rate* normalizzato pari al 32-33%, grazie ad un miglior assorbimento di tasse quali, ad esempio, l'IRAP ed il prelievo fiscale subito sui dividendi ricevuti dalle controllate turche.

**Cofle: 2023-27 Consolidated Balance Sheet (€ mn)**

	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027
<b>Fixed Assets</b>	<b>16.8</b>	<b>16.7</b>	<b>15.7</b>	<b>14.6</b>	<b>13.5</b>
Inventory	16.3	15.8	15.4	15.7	16.8
Trade Receivables	11.6	11.2	11.8	12.6	13.8
Trade Payables	(9.2)	(8.5)	(9.4)	(9.9)	(10.8)
<b>Operating Working Capital</b>	<b>18.7</b>	<b>18.5</b>	<b>17.8</b>	<b>18.4</b>	<b>19.8</b>
Other Current Assets (Liabilities)	0.2	(0.0)	0.0	0.0	0.1
<b>Net Working Capital</b>	<b>18.9</b>	<b>18.5</b>	<b>17.8</b>	<b>18.5</b>	<b>19.9</b>
<i>as a % of consolidated net sales</i>	<i>31.2%</i>	<i>32.2%</i>	<i>29.3%</i>	<i>28.5%</i>	<i>28.0%</i>
Long-Term Liabilities	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
<b>Net Invested Capital</b>	<b>34.3</b>	<b>33.6</b>	<b>31.9</b>	<b>31.5</b>	<b>31.8</b>
ST Debt	(14.1)	(3.6)	(3.1)	(4.1)	(4.1)
LT Debt	(9.2)	(10.5)	(13.2)	(9.1)	(5.0)
Cash and Cash Equivalents	18.2	5.1	10.8	10.7	10.4
<b>Net Financial Position</b>	<b>(5.1)</b>	<b>(9.1)</b>	<b>(5.5)</b>	<b>(2.5)</b>	<b>1.2</b>
Net Equity pertaining to shareholders	26.6	23.1	24.6	26.7	30.0
Minority Interests	2.5	2.0	2.3	2.8	3.5
<b>Group Net Equity</b>	<b>29.2</b>	<b>25.0</b>	<b>26.9</b>	<b>29.5</b>	<b>33.5</b>
<b>Total Sources</b>	<b>34.3</b>	<b>34.1</b>	<b>32.4</b>	<b>32.0</b>	<b>32.3</b>

Source: Websim Corporate estimates

**Cofle: 2023-27 Consolidated Cashflow Statement (€ mn)**

	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027
<b>Group Reported Net Income</b>	<b>0.8</b>	<b>-2.9</b>	<b>1.9</b>	<b>3.2</b>	<b>4.8</b>
P&L taxes	0.6	0.3	1.1	1.6	2.2
P&L Financial income (charges)	5.3	4.6	1.9	1.2	0.7
Depreciations and amortizations	3.2	4.1	4.0	4.1	4.1
Provisions accrual	0.0	0.1	-	-	-
Change in net working capital	1.5	0.4	0.7	(0.7)	(1.4)
Paid taxes	(5.3)	(0.3)	(1.1)	(1.6)	(2.2)
Cashed (Paid) Financial income (charges)	(1.3)	(4.6)	(1.9)	(1.2)	(0.7)
Provisions release (utilization)	(0.3)	-	-	-	-
Other non-monetary operating items	-	-	-	-	-
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>4.5</b>	<b>1.8</b>	<b>6.6</b>	<b>6.6</b>	<b>7.6</b>
CapEx	(8.9)	(4.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
Divestments (Acquisitions)	0.4	-	-	-	-
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(2.2)</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	<b>4.6</b>
Dividends	(1.8)	(1.3)	-	(0.6)	(0.8)
Own shares buy-back	(0.1)	(0.3)	-	-	-
Capital increase	0.1	0.3	-	-	-
Other non-monetary non-operating items	0.2	(0.5)	-	-	-
<b>Cash Flow</b>	<b>(5.5)</b>	<b>(4.0)</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>	<b>3.8</b>
NFP @ beginning of the period	0.5	(5.1)	(9.1)	(5.5)	(2.5)
Cash Flow of the period	(5.5)	(4.0)	3.6	3.0	3.8
<b>NFP @ end of the period</b>	<b>(5.1)</b>	<b>(9.1)</b>	<b>(5.5)</b>	<b>(2.5)</b>	<b>1.2</b>

Source: Websim Corporate estimates

Dal punto di vista patrimoniale, due sono gli ambiti che riteniamo meritino particolare attenzione: da un lato lo sviluppo del capitale circolante netto, dall'altro l'evoluzione della posizione finanziaria netta.

Per quanto attiene al Capitale Circolante Netto, ci attendiamo un lieve e progressivo miglioramento dei giorni di rotazione, riconducibile alla messa a regime del nuovo polo logistico dedicato alla divisione *OE*. Per contro, non abbiamo assunto sostanziali variazioni relativamente a DSO e DPO, ossia relativamente ai termini mediamente applicati a clienti e dai fornitori, per quanto la Società sia al lavoro sul versante DPO.

Quanto alla seconda, stimiamo che il debito netto consolidato consuntivato alla chiusura del primo semestre 2024<sup>19</sup> possa essere completamente riassorbito entro la chiusura dell'esercizio fiscale 2027 grazie ad una generazione di *free cashflow* annua pari a circa €3.9 milioni nel triennio 2025-2027, favorita da una riduzione degli investimenti annui in area €3/4 milioni.

Pur agli attuali livelli, non riscontriamo criticità inerenti l'indebitamento finanziario contratto dal gruppo, previsto in area 1.5x l'EBITDA per l'anno in corso e destinato, secondo le nostre stime, a ridursi sensibilmente sino ad azzerarsi nel corso dei prossimi tre anni. Ovviamente, le considerazioni che precedono prescindono da eventuali operazioni straordinarie che, per quanto auspicabili e potenziale volano di accelerazione, non sono oggi contemplate dalle nostre stime.

---

<sup>19</sup> Come riportato secondo *Italian GAAP*, pari a €10.3 milioni. Al 30.06.2024, il debito netto aggiuntivo derivante dall'applicazione dei principi contabili IFRS, e specificatamente dall'IFRS 16, è stato pari a €4.3 milioni

## Company Valuation

Stimiamo un *fair value* per azione Cofle pari a €8.05. A questa valutazione siamo giunti, utilizzando tre differenti approcci valutativi, ossia i) un *Discounted Cashflow Model*, ii) i multipli delle società comparabili nonché, sempre prendendo a riferimento le medesime società, iii) i multipli storici espressi dalle società comparabili, non necessariamente allineati a quelli correnti, in quanto influenzati dalla congiuntura di mercato.

### Discounted Cashflow Model

Nell'applicazione del metodo del *Discounted Cashflow Model* abbiamo utilizzato le stime esplicitate 2024-27 rinvenienti dal nostro modello, stime 2028-29 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "g") ed un flusso terminale 2030, funzionale al calcolo del valore terminale della Società.

#### Cofle: Discounted Cashflow Model (€ mn)

(€ mn)	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	TV
Consolidated Net Sales	57.5	60.7	64.8	71.0	74.5	78.3	80.2
<i>YoY consolidated sales growth</i>	<i>-5.1%</i>	<i>5.6%</i>	<i>6.7%</i>	<i>9.6%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>2.5%</i>
<b>Adjusted EBITDA</b>	<b>7.0</b>	<b>8.8</b>	<b>10.1</b>	<b>11.9</b>	<b>12.1</b>	<b>12.7</b>	<b>13.0</b>
<i>Adjusted EBITDA margin</i>	<i>12.1%</i>	<i>14.6%</i>	<i>15.6%</i>	<i>16.8%</i>	<i>16.2%</i>	<i>16.2%</i>	<i>16.2%</i>
D&A	(4.1)	(4.0)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(3.0)
<b>Adjusted EBIT</b>	<b>2.9</b>	<b>4.8</b>	<b>6.0</b>	<b>7.8</b>	<b>7.9</b>	<b>8.5</b>	<b>10.0</b>
<i>Adjusted EBIT margin</i>	<i>5.0%</i>	<i>8.0%</i>	<i>9.3%</i>	<i>11.0%</i>	<i>10.6%</i>	<i>10.9%</i>	<i>12.5%</i>
Taxes	0.3	(1.8)	(2.0)	(2.5)	(2.8)	(3.0)	(3.5)
<i>corporate tax rate</i>	<i>-9.8%</i>	<i>36.8%</i>	<i>33.3%</i>	<i>31.5%</i>	<i>35.0%</i>	<i>35.0%</i>	<i>35.0%</i>
<b>NOPAT</b>	<b>3.2</b>	<b>3.1</b>	<b>4.0</b>	<b>5.3</b>	<b>5.2</b>	<b>5.6</b>	<b>6.5</b>
D&A	4.1	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	3.0
Change in Net Working Capital	1.5	0.4	0.7	(0.7)	(1.0)	(1.0)	(0.5)
Capex	(4.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
<i>% capex on consolidated net revenues</i>	<i>-7.0%</i>	<i>-4.9%</i>	<i>-4.6%</i>	<i>-4.2%</i>	<i>-4.0%</i>	<i>-3.8%</i>	<i>-3.7%</i>
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>	<b>5.9</b>

Source: Websim Corporate estimates

Le principali assunzioni utilizzate per la determinazione del WACC della Società hanno interessato le seguenti variabili:

- **Tasso Free Risk pari al 4.0%;**
- **Equity Risk Premium pari al 5.5%;**
- **Beta pari a 1.00**, ma allineato ai valori medio espressi dalle società comparabili selezionate. Il beta utilizzato è sostanzialmente superiore a quello rilevato per la Società a far data dall'*IPO*, pari a 0.18, ritenuto non significativo in funzione dei limitati scambi che il titolo ha espresso a ridosso della quotazione;
- **Tasso nominale di crescita perpetua "g" pari al 2.5%**, che incorpora un tasso di inflazione perpetuo al 2.0%;
- **Interessi di minoranza, valorizzati al corrente multiplo P/BV espresso da Cofle**. Ad essere interessate sono le quote di minoranza in Cofle TK Otomotiv (13%), Cofle Taylor India (23.5%), Tabo Otomotiv (20%) nonché Cofle Zhuji (49%);
- **Azioni proprie: alla data dell'11 ottobre 2024, n. 85,672, pari all'1.39% del capitale della Società**, valorizzate ai correnti prezzi di mercato;
- **Azioni fully diluted: n. 6,155,996, non assume la conversione dei warrant outstanding (n.362,900), avendo gli stessi strike price superiore al nostro target price.**

#### Cofle: WACC Calculation

Fiscal Year	2024	2025	2026	2027	2028	2029	TV
<b>WACC</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.5%</b>
Free Risk	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Equity Premium	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Cost of Debt	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
D/E	80.0%	90.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Source: Websim Corporate estimates

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione che si sostanzia in un *Enterprise Value* pari a €75 milioni, di cui il 66% riconducibile al valore terminale della Società, e in un *Equity Value* pari a €67 milioni.

**Cofle: Discounted Cashflow Valuation Summary**

A) 2024-29 Discounted Free Cash Flows	25.3	34%
Terminal Value	84.9	
Discounting factor	0.58	
B) Discounted Terminal Value	49.3	66%
<hr/>		
C) = (A+B) Enterprise Value	74.6	100%
Net financial position @ 31.12.2023	(5.1)	
Minority Interests	(2.5)	
Associates	0.0	
Treasury shares	0.4	
Cash-out/in for acquisitions/disposals	0.0	
<b>Equity Value</b>	<b>67.4</b>	

E' interessante notare come due terzi dell'Enterprise Value stimato sia riconducibile alla capitalizzazione del flusso terminale, da cui un'estrema sensibilità del modello valutativo all'atteso recupero di redditività

Source: Websim Corporate estimates

Stante la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performato un'analisi di sensitività analizzando come evolverebbe la valutazione dell'*Equity Value* della Società al variare del costo medio ponderato del capitale ("WACC") e del tasso terminale di crescita ("g").

**Cofle: DCF Sensitivity Analysis to WACC and "g"**

	7.5%	8.5%	9.5%	10.5%	11.5%
0.5%	69.7	63.2	58.2	54.2	50.9
1.0%	73.0	65.7	60.1	55.7	52.1
1.5%	76.9	68.5	62.2	57.3	53.4
2.0%	81.6	71.8	64.6	59.2	54.8
<b>2.5%</b>	<b>87.1</b>	75.6	67.4	61.2	56.4
3.0%	93.9	80.1	70.6	63.6	58.2
3.5%	102.4	85.5	74.3	66.3	60.2
4.0%	113.3	92.1	78.7	69.3	62.5
4.5%	127.8	100.4	83.9	73.0	65.1

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi di sensitività svolta si può apprezzare come, pur ipotizzando un sostanziale azzeramento del tasso di crescita terminale ed un contestuale aumento del WACC di due punti percentuali, all'11.5%, le nostre stime supporterebbero un Equity Value ben superiore all'attuale capitalizzazione di mercato della Società, di poco inferiore a €30 milioni.

**Peer Multiple Comparison**

Come anticipato in premessa, ulteriore approccio utilizzato nel processo di valutazione del capitale economico di Cofle è consistito nell'utilizzo dei multipli di mercato delle società comparabili. A tale riguardo, aspetto centrale nell'utilizzo di tale approccio consta nella selezione di un campione di società caratterizzate da un elevato livello di affinità, di *business* nonché "borsistica", rispetto alla società analizzata, ossia Cofle.

Tra le società comparabili, abbiamo incluso (i) gruppi attivi nel comparto della componentistica, sia OE che IAM, e (ii) produttori di macchinari agricoli e macchine per la movimentazione della terra, peraltro clienti della Società.

**Cofle: Comparables Market Capitalization and Share Performance**

						SHARE PERFORMANCE			
Company Name	Ticker	Currency	SP (Local)	Mkt. Cap (Local)	Mkt. Cap (€)	1M	3M	6M	52W
<b>COMPONENT SUPPLIERS</b>									
Brembo N.V.	BRE-IT	€	9.8	3,270	3,270	-5.4%	-7.8%	-17.7%	-19.1%
Comer Industries SpA	COM-IT	€	33.6	964	964	-0.6%	-0.3%	1.2%	10.9%
SKF AB Class B	SKF.B-SE	KR	197.1	89,776	7,952	2.7%	-7.5%	-15.0%	10.5%
CIE Automotive, S.A.	CIE-ES	€	25.8	3,091	3,091	-0.6%	-3.7%	-1.1%	-0.7%
Kongsberg Gruppen ASA	KOG-NO	NOK	1028.0	180,848	15,551	-7.0%	17.3%	39.5%	128.6%
Suprajit Engineering Limited	532509-IN	RS	528.3	72,414	776	-6.6%	3.8%	29.2%	29.9%
					<b>31,604</b>	<b>-2.9%</b>	<b>0.3%</b>	<b>6.0%</b>	<b>26.7%</b>
<b>AGRICULTURAL PLAYERS</b>									
CNH Industrial NV	CNHI-US	\$	11.25	14,105	12,649	10.3%	10.3%	-11.6%	-8.5%
Deere & Company	DE-US	\$	410.89	112,419	100,816	7.8%	8.7%	3.0%	7.9%
AGCO Corporation	AGCO-US	\$	96.33	7,190	6,448	5.8%	-5.4%	-18.6%	-17.0%
Turk Traktor ve Ziraat Makineleri A.S.	TTRAK.E-TR	TL	732	73,249	1,925	4.3%	-21.0%	-21.4%	-21.5%
					<b>121,838</b>	<b>7.0%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-12.2%</b>	<b>-9.8%</b>
<b>TOTAL PEER GROUP</b>					<b>153,442</b>	<b>1.1%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>12.1%</b>

Source: Websim Corporate estimates

Dall'attività di selezione e *clusterizzazione* svolta emerge che le società attive nel comparto della componentistica (i) hanno una capitalizzazione di mercato sostanzialmente superiore a quella di Cofle, solo in due casi inferiore a €1 miliardo, (ii) esprimono, mediamente, una redditività a doppia cifra, coerente con quella attualmente espressa dalla Società e (iii) hanno registrato *performance* borsistiche nel complesso positive negli ultimi 12 mesi, contrariamente a quanto registrato da Cofle.

Sul versante dei produttori di macchinari agricoli, tre sono le principali differenze: (i) dimensioni e capitalizzazione di mercato significativamente superiori, con John Deere, capace di esprimere una capitalizzazione superiore a €100 miliardi, (ii) livelli di redditività mediamente superiori a quelli espressi dai componentisti, in area a doppia cifra nonostante la contrazione dei volumi sofferta dal mercato di riferimento e (iii) performance borsistiche negative negli ultimi 12 mesi a causa del deterioramento del contesto di mercato.

**Cofle: Comparable Companies 2023-2026 Key Trading Multiples**

Company Name	EV/SALES				EV/EBITDA				EV/EBIT				PRICE EARNING			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
<b>COMPONENT SUPPLIERS</b>																
Brembo	1.1x	1.0x	0.9x	0.9x	6.2x	5.6x	5.1x	4.7x	10.2x	9.1x	8.1x	7.3x	11.8x	10.7x	9.4x	8.4x
Comer Industrie	0.8x	1.1x	1.0x	1.0x	4.6x	6.4x	6.0x	5.7x	6.7x	8.7x	8.0x	7.6x	8.9x	11.6x	10.4x	9.4x
SKF AB Class B	1.0x	1.1x	1.0x	1.0x	6.6x	6.8x	6.1x	5.7x	10.0x	8.7x	7.9x	7.4x	14.3x	11.7x	10.4x	9.6x
CIE Automotive	1.2x	1.1x	1.1x	1.0x	6.7x	6.1x	5.8x	5.4x	8.4x	8.2x	7.7x	7.2x	9.6x	9.0x	8.1x	7.2x
Kongsberg Gruppen	2.0x	3.8x	3.3x	3.0x	13.5x	24.3x	20.9x	18.3x	17.2x	30.5x	25.7x	21.9x	22.1x	37.7x	31.5x	26.9x
Suprajit Engineering	2.0x	na	na	na	17.9x	na	8.5x	na	20.7x	na	na	na	34.1x	33.4x	24.4x	19.0x
<b>1.1x 1.1x 1.0x 1.0x 6.6x 6.4x 6.1x 5.7x 10.1x 8.7x 8.0x 7.4x 13.1x 11.7x 10.4x 9.5x</b>																
<b>AGRICULTURAL PLAYERS</b>																
CNH Industrial	1.6x	2.0x	2.1x	1.9x	12.5x	16.5x	17.3x	15.9x	9.7x	21.2x	21.9x	19.6x	6.9x	8.3x	8.4x	7.5x
Deere & Company	2.6x	3.9x	4.1x	3.9x	11.4x	17.3x	19.1x	17.5x	10.7x	19.8x	22.3x	20.5x	10.4x	16.3x	18.1x	16.1x
AGCO Corporation	0.7x	0.9x	0.9x	0.9x	5.1x	7.9x	8.5x	7.0x	7.1x	9.9x	10.8x	9.1x	7.8x	12.2x	12.8x	10.5x
Turk Traktor	0.6x	1.0x	0.9x	0.9x	3.0x	5.3x	4.7x	4.7x	2.7x	6.2x	5.4x	5.9x	4.6x	8.5x	6.8x	7.6x
<b>1.1x 1.5x 1.5x 1.4x 8.3x 12.2x 12.9x 11.5x 8.4x 14.9x 16.3x 14.4x 7.3x 10.4x 10.6x 9.0x</b>																
<b>PEER GROUP</b>																
<b>1.1x 1.3x 1.3x 1.2x 7.4x 9.3x 9.5x 8.6x 9.2x 11.8x 12.2x 10.9x 10.2x 11.1x 10.6x 9.3x</b>																

Source: FactSet, Websim Corporate elaborations

Dal punto di vista dei multipli i due *cluster* selezionati evidenziano *gap* valutativi significativi ed una ragionevole *standard deviation* rispetto al dato medio. Per tale ragione abbiamo optato, nella valutazione del capitale economico della Società per l'utilizzo dei multipli medi del campione allargato che, come tale, riassume sia dinamiche e tendenze inerenti il mondo della componentistica che le attese di crescita secolare inerenti il mercato *Agritech*.

Ai correnti prezzi di mercato, il campione di società selezionate tratta mediamente a 9.5x e 8.5x rispettivamente l'*EV/EBITDA* 2025 e 2026, cui corrispondono valutazioni *EV/EBIT* pari a 12.2x e 10.9x e valutazioni *P/E* pari a 10.6x e 9.3x.

#### Cofle: Comparable Companies Trading Multiples (x)

Year Benchmark	Fiscal Year 2025				Fiscal Year 2026			
	EV/SALES	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/SALES	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Peer Group Median Multiple (x)	1.3x	9.5x	12.2x	10.6x	1.2x	8.5x	10.9x	9.3x
Fair Cofle EV	76.9	83.8	58.2	-	77.8	86.0	65.3	-
Fair Cofle Eq. Value	72.2	79.2	53.6	21.3	76.0	84.2	63.5	26.1
<i>Weights</i>	<i>20.0%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.0%</i>	<i>20.0%</i>
<b>Weighted Average Equity Value</b>	<b>55.8</b>				<b>62.7</b>			

Source: FactSet, Websim Corporate estimates

Applicando tali multipli ai risultati attesi dalla Società, **abbiamo stimato l'Equity Value di Cofle in un intervallo compreso tra €56 milioni ed €63 milioni.**

#### Multipli Storici

Terzo e ultimo approccio valutativo utilizzato, è consistito nell'utilizzo dei multipli storici registrati dalle società comparabili nel corso dell'ultimo decennio borsistico, approccio che consente di normalizzare i multipli utilizzati e di mitigare eventuali divergenze, rispetto ai multipli correnti, derivanti da fattori tipicamente congiunturali.

Dall'applicazione dei multipli storici ai risultati attesi dalla Società, giungiamo ad una valutazione dell'Equity di Cofle pari a €50 milioni, del 10-20% inferiore a quella ottenuta mediante l'utilizzo dei multipli correnti di mercato, verosimilmente imputabile all'espansione dei multipli registrata dai principali operatori in un contesto di mercato recessivo, specialmente sul versante *Agritech*.

#### Cofle: Comparable Companies Historical Multiples

	EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Multiple	1.2x	1.2x	7.9x	7.9x	12.0x	12.0x	15.6x	15.6x
Company figure	60.7	64.8	8.8	10.1	4.8	6.0	2.4	3.2
EV	70.4	75.1	69.4	79.2	57.6	71.9		
Net Debt	(2.9)	0.2	(2.9)	0.2	(2.9)	0.2		
Minorities	(2.5)	(2.7)	(2.5)	(2.7)	(2.5)	(2.7)		
Financial assets	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Treasury Shares	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Eq. Value	65.7	73.2	64.8	77.4	52.9	70.0	37.7	51.1
Equity Present Value	60.0	61.1	54.0	64.5	44.2	58.4	31.4	42.6
Weighted average	44.8	55.9						
<b>Equity Value</b>	<b>50.3</b>							

Source: FactSet, Websim Corporate estimates

I risultati ottenuti dall'applicazione dei diversi approcci valutativi sono sintetizzati nella tabella che segue. Dalla ponderazione dei valori ottenuti, nella quale la valenza riconosciuta al metodo DCF è più che proporzionale, otteniamo una valutazione del capitale economico di Cofle pari a €62 milioni.

**A questa valutazione, in virtù della ridotta capitalizzazione della Società e della conseguente limitata liquidità del titolo, abbiamo applicato, coerentemente con quanto fatto per altre c.d. *small caps*, uno sconto pari al 20% del *fair value* analiticamente determinato. Da qui, la determinazione di un *target price* per azione fully diluted<sup>20</sup> Cofle pari a €8.05.**

#### Cofle: Valuation Summary

##### Valuation Summary

Valuation Method	Equity Value	20% Liq. Disc.	Fair Equity Value	Fully Diluted shares (mn)	Fair Value per share (€)	% Weight
A) Discounted Cashflow Model	67.4	(13.5)	53.9	6.16	8.76	50%
B) Peer multiple comparison	59.2	(11.8)	47.4	6.16	7.70	35%
C) Historical multiples	50.3	(10.1)	40.3	6.16	6.54	15%
<b>Weighted average value</b>	<b>61.5</b>	<b>(12.3)</b>	<b>49.2</b>		<b>8.05</b>	<b>100%</b>

Source: Websim Corporate estimates

Per fini espositivi, riportiamo qui a seguito una tabella che riassume i multipli ai quali Cofle tratterebbe al *target price* da noi individuato.

#### Cofle: Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2023	2024	2025	2026	2027
F.d. shares (mn)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
Market Cap.	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6
Enterprise Value	57.2	60.9	57.6	54.9	51.4
EV/Sales	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/Adjusted EBITDA	5.8	8.7	6.5	5.4	4.3
EV/Adjusted EBIT	8.5	21.2	11.9	9.1	6.6
EV/Capital Employed	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6
Adjusted P/E	n.m.	n.m.	32.3	18.3	12.0
Adjusted P/CEPS	13.9	18.4	8.9	7.3	6.0

Source: Websim Corporate estimates

**Iniziamo la copertura sul titolo Cofle con raccomandazione BUY e target price a €8.05 per azione.** A supportare la nostra visione positiva competenze e *know-how* sviluppati dal gruppo nell'arco di oltre sessanta anni di vissuto aziendale. Competenze che hanno consentito alla Società di guadagnare da un lato una posizione di *leadership* nella realizzazione di componentistica di primo equipaggiamento per il settore *Agritech* (e non solo) e ricambistica *After Market* e dall'altro di sviluppare nuovi prodotti che consentano alla Società di anticipare i futuri *trend* di mercato, incentrati su di una progressivamente crescente presenza di componenti elettronici e meccatronici, grazie a processi industriali integrati e a centri *R&D* proprietari. Ci attendiamo che la combinazione della crescita secolare del settore *Agritech*, congiuntamente al lancio di nuovi prodotti sul versante *After Market* possa consentire alla Società di registrare tassi di crescita superiori al mercato. In aggiunta, l'annunciata riorganizzazione tesa ad una redistribuzione dei carichi produttivi su scala globale potrà consentire a Cofle di recuperare una porzione significativa della redditività che è stata erosa da dinamiche esogene, quali l'iperinflazione sperimentata in terra turca. Infine, possibili acquisizioni *bolt-on* e/o l'ampliamento della base clienti, potenzialmente operanti in settori attigui, potrebbe rappresentare un ulteriore volano di crescita e sviluppo aziendale. Infine, riteniamo che le attuali valutazioni di mercato, penalizzate dalla contrazione del mercato *Agritech* e dal contesto iperinflattivo turco, non siano rappresentative del valore fondamentale della Società: a *target price*, secondo nostre stime, la Società tratterebbe a 6.5x l'EV/EBITDA 2025 e 5.4x l'EV/EBITDA 2026, valutazioni ben inferiori ai valori storicamente espressi dalle società comparabili.

<sup>20</sup> Ricordiamo che il numero di azioni non assume la conversione di alcuno dei *warrant* attualmente in circolazione in virtù del premio che lo *strike price* dei *warrant* (>€17/azione di compendio) rispetto al nostro *target price*

## Appendix A): Iperinflazione in Turchia

L'iperinflazione in Turchia è diventata una negli ultimi anni cronaca di estrema attualità, con tassi di inflazione particolarmente elevati che hanno eroso il potere d'acquisto dei cittadini e destabilizzato l'economia. In Turchia, l'inflazione è stata persistentemente alta, con **tassi che hanno superato l'80% annuo nel 2022 e sono rimasti elevati nel 2023. Nei soli ultimi tre mesi<sup>21</sup> l'inflazione ha fornito segni di stabilizzazione**, riportando un segno meno rispetto all'omologo mese dell'anno precedente.

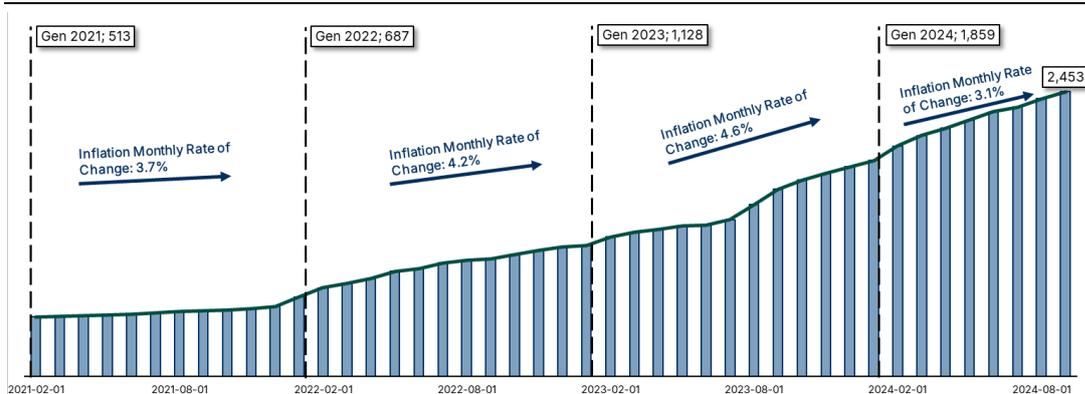
La dichiarazione formale dello stato di iperinflazione di un paese, generalmente operata dal **Fondo Monetario Internazionale (FMI)** che monitora costantemente le condizioni economiche globali, è stata decretata nell'aprile 2022, obbligando le Società aventi presenza locale significativa a recepire il dettato del principio contabile IAS 29<sup>22</sup>. Pertanto, la dichiarazione del FMI supera le criticità legate all'interpretazione del termine "iperinflazione" contenute nel dettato dello IAS 29<sup>23</sup>.

Lo IAS 29 richiede che il bilancio sia esposto nell'unità di misura corrente alla data di chiusura dell'esercizio, in quanto la moneta in un'economia iperinflazionata perde significativamente valore d'acquisto da un esercizio all'altro cosicché la presentazione del bilancio a valori storici anche se di pochi mesi, non fornisce informazioni pertinenti agli utilizzatori del bilancio.

Ai fini della redazione dei bilanci consolidati, in conformità con lo IAS 29, alcune voci non monetarie nei bilanci delle società partecipate in Turchia e le voci del conto economico sono state **rivalutate applicando l'indice generale dei prezzi al consumo ai dati storici**, al fine di riflettere le variazioni del potere d'acquisto della Lira Turca alla data di bilancio di queste società.

A dicembre 2023, l'inflazione presente in Turchia ha registrato una crescita del 64.8% su base annua, peraltro confermando la crescita già sostenuta sperimentata nel 2022. Il primo semestre 2024 ha esordito all'impronta, con un primo semestre nel quale il tasso di inflazione si è assestato all'x; solo gli ultimi tre mesi, coincidenti con il terzo trimestre ha evidenziato un calmieramento della vampata inflazionistica, segnando un leggero regresso, rispetto all'anno precedente, dell'indice dei prezzi al consumo.

### Cofle – Consumer Price Index Evolution in Turkey



Source: Websim Corporate elaborations on TurkStat data

Per ovviare agli effetti distortivi derivanti dall'iperinflazione, in conformità al paragrafo 125 del principio contabile italiano OIC 17<sup>24</sup>, la Società ha adottato il principio contabile internazionale IAS 29, in assenza di uno *standard* specifico, riflettendo nell'ambito del proprio bilancio consolidato gli effetti relativi all'applicazione dello IAS 29 ai bilanci delle controllate turche **Cofle TK Otomotiv A.S. e Tabo Otomotiv A.S.**

<sup>21</sup> i.e. luglio, agosto e settembre 2024

<sup>22</sup> IAS 29: rendicontazione contabile in economie iperinflazionate

<sup>23</sup> Lo IAS 29 descrive che le situazioni indicative di iperinflazione sono le seguenti (IAS 29.3):

- (a) la collettività preferisce impiegare la propria ricchezza in attività non monetarie o in una valuta estera relativamente stabile. La moneta locale posseduta viene investita immediatamente per conservare il potere di acquisto;
- (b) la collettività considera i valori monetari non tanto rispetto alla moneta locale, bensì rispetto a una valuta estera relativamente stabile. I prezzi possono essere espressi in tale valuta;
- (c) le vendite e gli acquisti a credito avvengono a prezzi che compensano le perdite attese di potere di acquisto durante il periodo della dilazione, anche se breve;
- (d) i tassi di interesse, i salari e i prezzi sono collegati a un indice dei prezzi; e
- (e) il tasso cumulativo di inflazione nell'arco di un triennio si avvicina, o supera, il 100%

<sup>24</sup> Nei casi in cui una società partecipata operi in un Paese estero caratterizzato da elevata inflazione, prima di procedere alla traduzione del bilancio nella moneta di conto della società controllante ai fini del consolidamento, si provvede alla rivalutazione del costo delle immobilizzazioni materiali e dei relativi ammortamenti e alle altre eventuali rettifiche del valore contabile delle altre attività, delle passività, dei proventi e delle spese, al fine di eliminare gli effetti distortivi dell'inflazione

Per riflettere le variazioni del potere d'acquisto della lira turca alla data di chiusura del bilancio, la Società ha rideterminato il valore delle poste non monetarie, del patrimonio netto e delle voci di conto economico delle controllate turche applicando la variazione dell'indice generale dei prezzi al consumo ai dati storici.

I bilanci delle controllate turche sono stati ricalcolati prima di essere inclusi nel bilancio consolidato del Gruppo. A titolo esemplificativo, nell'esercizio fiscale 2023:

- l'effetto derivante dall'adeguamento inflazionistico delle attività e passività non monetarie e del patrimonio netto, al netto del relativo effetto fiscale, è stato contabilizzato tra gli Utili portati a nuovo nel patrimonio netto, per un ammontare pari a ca. €4.1mn;
- l'effetto relativo alla misurazione delle stesse poste non monetarie, del patrimonio netto e delle voci di conto economico rilevate nel 2023 è stato registrato in una specifica voce del conto economico tra i proventi e oneri finanziari, comportando l'appostazione di oneri di importo complessivo prossimo a €5mn. Il relativo effetto fiscale è stato rilevato tra le imposte del periodo, pari a ca. €0.4mn.

In sede di consolidamento, tali bilanci ricalcolati sono stati convertiti utilizzando il tasso di cambio finale, per riportare gli importi ai valori correnti.

Si ricorda che, al 31 dicembre 2023, l'indice generale dei prezzi al consumo è risultato pari a 1.859,38, registrando un incremento di circa il 64,8% rispetto al 31 dicembre 2022.

Inoltre, per considerare l'impatto dell'iperinflazione anche sul valore della valuta locale, **i saldi dei conti economici espressi in valuta iperinflazionata sono stati convertiti in euro utilizzando il tasso di cambio alla fine del periodo** (1€ = 32,6531 TRY) in vece del tasso medio del periodo (1€ = 25,7597 TRY).

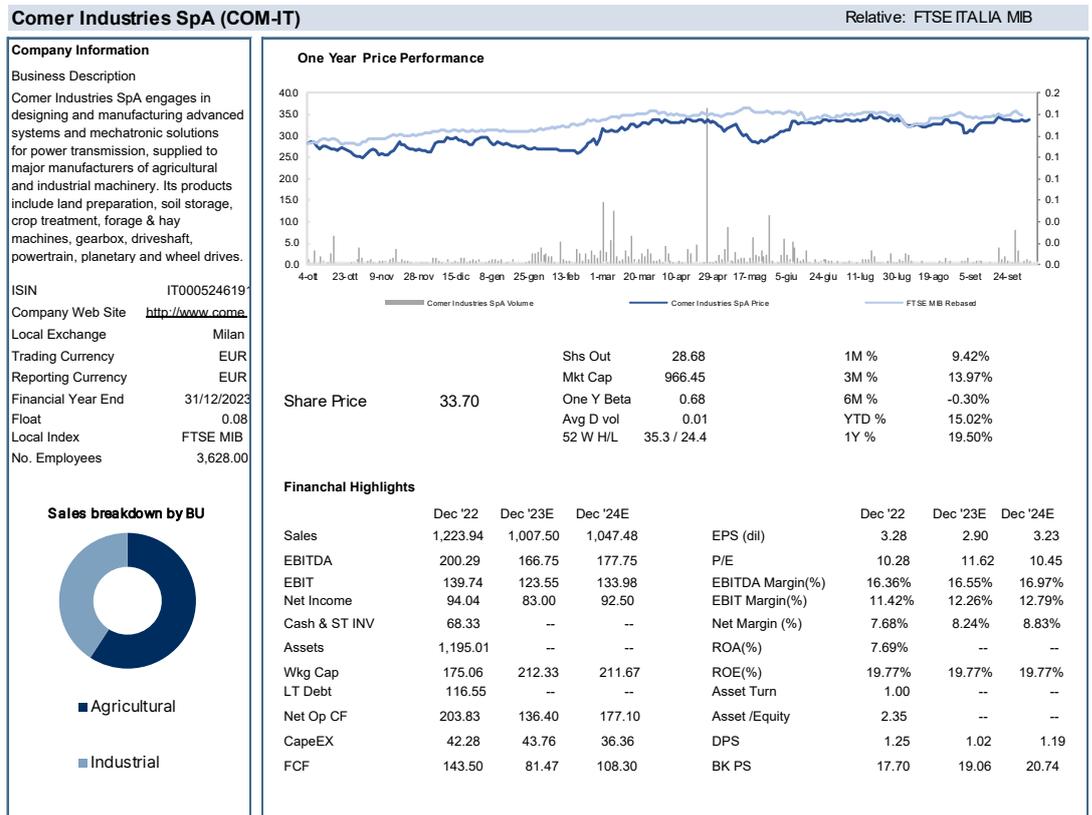
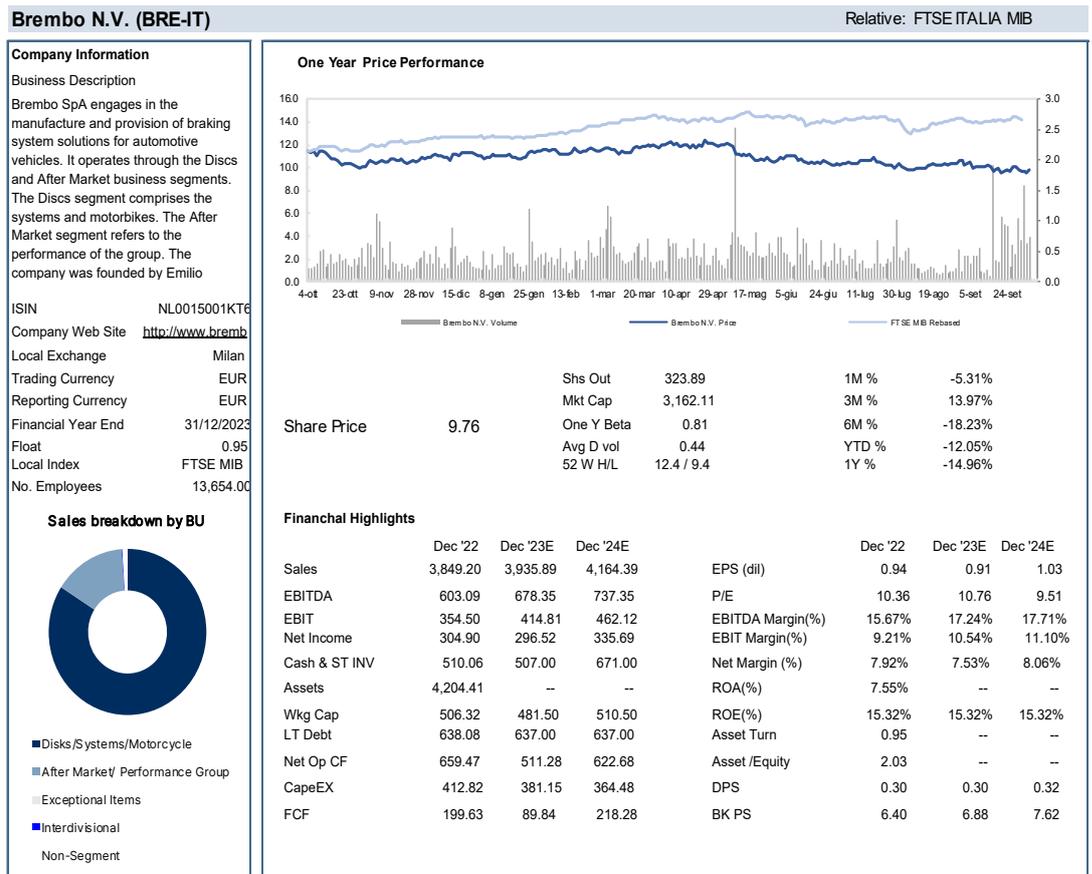
La tabella che segue riporta l'effetto contabile che l'applicazione dello IAS 29, nonché le fluttuazioni della valuta locale, hanno determinato sulle principali voci di conto economico. Se ne evince che l'effetto contabile complessivo sia stato di minor portata a livello operativo mentre ha avuto portata significativa sull'ultima riga di conto economico, a causa dell'appostazione di figurativi oneri finanziari che hanno impattato utile pre-tasse ed utile netto. Segnaliamo che, trattandosi di posta meramente contabile, gli effetti rinvenienti dall'applicazione dello IAS 29 non hanno natura monetaria e, parimenti, non rilevano ai fini della distribuzione di dividendi.

**Cofle – 2023 Hyperinflation Effect on P&L (€ mn)**

	Effetto Iperinflazione	Effetto Cambio	Effetto Complessivo
Valore della Produzione	8.8	(9.2)	(0.4)
Costi Operativi	6.6	(7.4)	(0.8)
EBITDA	2.2	(1.8)	0.4
EBITDA	2.3	(1.3)	1.0
EBT	(3.4)	(0.0)	(3.4)
Net Income	2.8	0.1	2.9

Source: Cofle, 2023 Annual Report

## Appendix B): Società Comparabili



**SKF AB Class B (SKF.B-SE)**

Relative: SWEDEN OMXS 30

**Company Information**

**Business Description**  
SKF AB engages in the manufacture of machines and rotating equipment. It operates through the Industrial and Automotive segments. The Industrial segment comprises of Industrial Sales Americas, Industrial Sales Europe and Middle East and Africa, Industrial Sales Asia, Industrial Units, Bearing Operations, and Aerospace. The Automotive segment provides a range

ISIN SE000108227  
Company Web Site <http://www.skf.co>  
Local Exchange OMX Nordic  
Trading Currency SEK  
Reporting Currency SEK  
Financial Year End 31/12/2023  
Float 0.80  
Local Index OMX Stockholm  
No. Employees 40,396.00

**Sales breakdown by BU**

■ Industrial  
■ Automotive

**One Year Price Performance**

Share Price	202.00	Shs Out	456.17	1M %	10.17%
		Mkt Cap	92,146.29	3M %	13.97%
		One Y Beta	1.29	6M %	-11.25%
		Avg D vol	1.28	YTD %	0.35%
		52 W/H/L	240.4 /	1Y %	12.07%

**Financial Highlights**

	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E		Dec '22	Dec '23E	Dec '24E
Sales	103,881.00	98,924.77	102,413.69	EPS (dil)	14.04	16.43	18.57
EBITDA	16,675.00	15,389.16	17,120.04	P/E	14.38	12.30	10.88
EBIT	12,528.00	12,045.76	13,193.56	EBITDA Margin(%)	16.05%	15.56%	16.72%
Net Income	6,395.00	7,541.88	8,557.20	EBIT Margin(%)	12.06%	12.18%	12.88%
Cash & ST INV	13,650.00	13,834.78	16,092.34	Net Margin (%)	6.16%	7.62%	8.36%
Assets	111,903.00	112,890.80	116,723.10	ROA(%)	5.69%	6.01%	6.00%
Wkg Cap	32,303.00	24,555.49	24,815.01	ROE(%)	12.22%	12.22%	12.22%
LT Debt	17,894.00	17,272.50	15,615.88	Asset Turn	0.92	0.93	0.88
Net Op CF	13,783.00	13,106.20	13,244.51	Asset /Equity	2.12	2.07	1.97
CapeEX	5,760.00	5,198.82	5,046.82	DPS	7.50	7.79	8.48
FCF	4,847.00	7,175.69	7,411.43	BK PS	115.83	124.26	134.48

**CIE Automotive, S.A. (CIE-ES)**

Relative: SPAIN IBEX 35

**Company Information**

**Business Description**  
CIE Automotive SA engages in the design, manufacture, and sale of automotive components and sub-assemblies for the global automotive market. It operates through the following geographical segments: North America, Brazil, Asia, Mahindra CIE Europe, and Rest of Europe. The North America Segment includes basically group companies in Mexico

ISIN ES0105630315  
Company Web Site <http://www.cieaut>  
Local Exchange Madrid  
Trading Currency EUR  
Reporting Currency EUR  
Financial Year End 31/12/2023  
Float 0.34  
Local Index IBEX 35  
No. Employees 25,307.00

**Sales breakdown by BU**

■ Automotive Components

**One Year Price Performance**

Share Price	25.40	Shs Out	119.73	1M %	-3.97%
		Mkt Cap	3,041.14	3M %	13.97%
		One Y Beta	0.64	6M %	-4.69%
		Avg D vol	0.05	YTD %	-1.24%
		52 W/H/L	28.5 / 23.7	1Y %	-1.85%

**Financial Highlights**

	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E		Dec '22	Dec '23E	Dec '24E
Sales	3,959.48	4,094.42	4,242.47	EPS (dil)	2.67	2.83	3.13
EBITDA	713.20	755.38	799.79	P/E	9.50	8.99	8.13
EBIT	530.32	561.03	597.12	EBITDA Margin(%)	18.01%	18.45%	18.85%
Net Income	311.14	336.74	376.76	EBIT Margin(%)	13.39%	13.70%	14.07%
Cash & ST INV	966.80	1,026.33	1,105.33	Net Margin (%)	7.86%	8.22%	8.88%
Assets	5,669.00	5,849.33	5,997.00	ROA(%)	5.50%	5.62%	5.82%
Wkg Cap	-41.02	-312.00	-308.33	ROE(%)	25.72%	25.72%	25.72%
LT Debt	1,716.52	1,540.00	1,400.50	Asset Turn	0.70	0.70	0.70
Net Op CF	523.12	562.53	609.41	Asset /Equity	4.44	4.01	3.47
CapeEX	222.86	222.14	227.96	DPS	0.73	0.92	1.00
FCF	203.47	349.86	417.42	BK PS	10.66	12.79	15.05

### Kongsberg Gruppen ASA (KOG-NO)

Relative: NORWAY OBX (TR)

**Company Information**

**Business Description**  
Kongsberg Gruppen ASA engages in delivering technology systems and solutions to clients within the oil and gas industry, merchant marine, defence, and aerospace. It operates through the following segments: Kongsberg Maritime, Kongsberg Defence and Aerospace, and Other. The Kongsberg Maritime segment develops and delivers positioning,

ISIN NO0003043309  
Company Web Site <http://www.kongsberg.no>  
Local Exchange Oslo  
Trading Currency NOK  
Reporting Currency NOK  
Financial Year End 31/12/2023  
Float 0.46  
Local Index Norway OSE  
No. Employees 13,226.00

**Sales breakdown by BU**

- Kongsberg Maritime
- Kongsberg Defence & Aerospace
- Kongsberg Discovery

**One Year Price Performance**

Share Price 1,074.00

Shs Out	175.90	1M %	-0.83%
Mkt Cap	188,921.54	3M %	13.97%
One Y Beta	1.20	6M %	45.14%
Avg D vol	0.20	YTD %	130.77%
52 W H/L	1,123.0	1Y %	143.32%

**Financial Highlights**

	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E	
Sales	40,604.00	48,114.75	55,228.30	EPS (dil)	21.08	28.22	33.78
EBITDA	5,786.00	7,606.09	8,903.33	P/E	50.95	38.05	31.79
EBIT	4,629.00	6,053.05	7,253.25	EBITDA Margin(%)	14.25%	15.81%	16.12%
Net Income	3,712.00	5,093.23	6,032.32	EBIT Margin(%)	11.40%	12.58%	13.13%
Cash & ST INV	5,975.00	5,541.14	6,718.57	Net Margin (%)	9.14%	10.59%	10.92%
Assets	53,222.00	58,808.29	65,829.29	ROA(%)	7.70%	6.98%	8.45%
Wkg Cap	4,195.00	-11.00	121.40	ROE(%)	25.16%	25.16%	25.16%
LT Debt	3,957.00	2,315.20	2,315.20	Asset Turn	0.84	0.76	0.82
Net Op CF	5,895.00	4,882.17	7,372.17	Asset /Equity	3.33	3.29	3.29
CapeEX	2,383.00	2,022.58	2,335.51	DPS	14.00	17.08	19.56
FCF	1,801.00	2,319.20	4,600.40	BK PS	90.78	101.27	116.67

### Suprajit Engineering Limited (532509-IN)

Relative: INDIA BOMBAY BSE SEN

**Company Information**

**Business Description**  
Suprajit Engineering Ltd. engages in the manufacture and sale of automotive and other components. Its products include gear boxes and shifters, lighting, braking systems, throttle controls, linear actuation, display clusters and telematics, control cables, friction products, and universal serial bus (USB) charging modules. The company was founded by Kula

ISIN INE399C01030  
Company Web Site <http://www.suprajit.com>  
Local Exchange BSE India  
Trading Currency INR  
Reporting Currency INR  
Financial Year End 31/03/2024  
Float 0.52  
Local Index India S&P BSE  
No. Employees 2,244.00

**Sales breakdown by BU**

- Automotive & Other Components
- Scrap
- Services ( Processing Charges )
- Export Incentives

**One Year Price Performance**

Share Price 505.00

Shs Out	137.92	1M %	-3.34%
Mkt Cap	69,647.42	3M %	13.97%
One Y Beta	0.90	6M %	19.22%
Avg D vol	0.02	YTD %	24.29%
52 W H/L	640.0 /	1Y %	30.59%

**Financial Highlights**

	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E	
Sales	28,956.21	33,902.72	39,631.15	EPS (dil)	12.06	15.85	22.00
EBITDA	3,282.15	4,117.57	5,196.71	P/E	41.87	31.86	22.95
EBIT	2,244.68	3,195.00	4,261.40	EBITDA Margin(%)	11.33%	12.15%	13.11%
Net Income	1,672.70	2,208.50	3,055.17	EBIT Margin(%)	7.75%	9.42%	10.75%
Cash & ST INV	6,311.99	2,368.20	2,858.20	Net Margin (%)	5.78%	6.51%	7.71%
Assets	25,794.39	24,189.00	26,582.80	ROA(%)	6.67%	7.25%	9.05%
Wkg Cap	7,772.80	8,354.00	10,119.00	ROE(%)	12.93%	12.93%	12.93%
LT Debt	2,668.04	3,110.00	3,075.00	Asset Turn	1.16	1.27	1.40
Net Op CF	1,978.33	2,571.80	3,531.00	Asset /Equity	1.89	1.68	1.60
CapeEX	911.75	2,240.50	1,625.50	DPS	2.50	2.86	3.71
FCF	755.92	1,063.20	2,468.40	BK PS	98.38	109.17	127.54

### CNH Industrial NV (CNH-US)

Relative: S&P 500 Index

**Company Information**

**Business Description**  
 CNH Industrial NV is an equipment and services company, which develops, manufactures and sells specialized machines and services for the farming and construction industries, and supplies replacement parts and accessories. It operates through the following operating segments: Agriculture, Construction, and Financial Services. The Agriculture

ISIN NL0010545661  
 Company Web Site <http://www.cnh-c>  
 Local Exchange NYSE  
 Trading Currency USD  
 Reporting Currency USD  
 Financial Year End 31/12/2023  
 Float 0.65  
 Local Index S&P 500  
 No. Employees 40,220.00

**Sales breakdown by BU**

- Agriculture
- Construction
- Financial Services
- Other Activities

**One Year Price Performance**

Share Price	11.00	Shs Out	1,643.57	1M %	8.80%
		Mkt Cap	18,079.31	3M %	13.97%
		One Y Beta	0.63	6M %	-14.20%
		Avg D vol	11.29	YTD %	-9.69%
		52 W/H/L	13.3 / 9.3	1Y %	-5.25%

**Financhal Highlights**

	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E		Dec '22	Dec '23E	Dec '24E
Sales	24,694.00	19,441.48	18,860.33	EPS (dil)	1.76	1.33	1.31
EBITDA	5,549.00	2,363.33	2,262.44	P/E	6.26	8.26	8.42
EBIT	4,985.00	1,843.24	1,783.74	EBITDA Margin(%)	22.47%	12.16%	12.00%
Net Income	2,371.00	1,666.02	1,624.44	EBIT Margin(%)	20.19%	9.48%	9.46%
Cash & ST INV	5,045.00	2,730.84	2,914.43	Net Margin (%)	9.60%	8.57%	8.61%
Assets	46,351.00	44,850.17	43,671.90	ROA(%)	5.53%	4.96%	3.71%
Wkg Cap	17,858.00	1,747.67	1,779.33	ROE(%)	31.53%	31.53%	31.53%
LT Debt	16,063.00	5,011.00	5,015.00	Asset Turn	0.58	0.53	0.43
Net Op CF	907.00	1,341.15	1,917.96	Asset /Equity	5.71	6.49	6.00
CapeEX	1,195.00	530.76	521.53	DPS	0.47	0.43	0.45
FCF	-826.00	687.97	1,377.70	BK PS	6.29	6.23	7.17

### Deere & Company (DE-US)

Relative: S&P 500 Index

**Company Information**

**Business Description**  
 Deere & Co. engages in the manufacture and distribution of equipment used in agriculture, construction, forestry, and turf care. It operates through the following segments: Agriculture and Turf, Construction and Forestry, and Financial Services. The Agriculture and Turf segment focuses on the distribution and manufacture of a full

ISIN J70ZTV-R  
 Company Web Site <http://www.deere>  
 Local Exchange NYSE  
 Trading Currency USD  
 Reporting Currency USD  
 Financial Year End 29/10/2023  
 Float 0.93  
 Local Index S&P 500  
 No. Employees 83,000.00

**Sales breakdown by BU**

- Production & Precision Agriculture
- Construction & Forestry
- Small Agriculture & Turf
- Financial Services
- Other

**One Year Price Performance**

Share Price	407.99	Shs Out	275.26	1M %	4.09%
		Mkt Cap	112,303.48	3M %	13.97%
		One Y Beta	0.80	6M %	0.22%
		Avg D vol	1.54	YTD %	2.03%
		52 W/H/L	420.5 /	1Y %	8.22%

**Financhal Highlights**

	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E		Dec '22	Dec '23E	Dec '24E
Sales	61,221.00	44,902.27	42,371.90	EPS (dil)	34.63	25.04	22.56
EBITDA	17,338.00	10,012.67	9,059.64	P/E	11.78	16.30	18.08
EBIT	15,334.00	8,714.35	7,744.58	EBITDA Margin(%)	28.32%	22.30%	21.38%
Net Income	10,166.00	6,889.79	6,042.59	EBIT Margin(%)	25.05%	19.41%	18.28%
Cash & ST INV	8,404.00	5,310.91	5,356.31	Net Margin (%)	16.61%	15.34%	14.26%
Assets	104,087.00	51,912.08	53,243.62	ROA(%)	10.47%	17.31%	13.35%
Wkg Cap	10,858.00	256.00	259.00	ROE(%)	48.36%	48.36%	48.36%
LT Debt	38,477.00	6,843.25	6,868.25	Asset Turn	0.63	0.95	0.86
Net Op CF	8,589.00	6,957.00	7,240.20	Asset /Equity	4.78	3.37	2.68
CapeEX	4,468.00	1,915.43	1,678.16	DPS	5.05	5.81	6.24
FCF	2,694.00	4,874.13	5,477.13	BK PS	77.37	76.40	80.55

**AGCO Corporation (AGCO-US)**

Relative: S&P 500 Index

**Company Information**

**Business Description**  
AGCO Corp. engages in the manufacture and distribution of agricultural equipment and related replacement parts. It operates through the following geographic segments: North America, South America, Europe and Middle East, and Asia, Pacific, and Africa. The Asia/Pacific/Africa segment includes the regions of Australia and New

ISIN SHMHWZ-R  
Company Web Site <http://www.agco.com>  
Local Exchange NYSE  
Trading Currency USD  
Reporting Currency USD  
Financial Year End 31/12/2023  
Float 0.83  
Local Index S&P 500  
No. Employees 27,900.00

**Sales breakdown by BU**

- Tractors
- Combines, Application Equipment & Other Machinery
- Replacement Parts
- Grain Storage & Protein Production Systems

**One Year Price Performance**

Share Price	97.45	Shs Out	75.94	1M %	8.79%
		Mkt Cap	7,400.54	3M %	13.97%
		One Y Beta	0.80	6M %	-20.14%
		Avg D vol	0.75	YTD %	-19.73%
		52 W H/L	130.3 /	1Y %	-15.39%

**Financl Highlights**

	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E		Dec '22	Dec '23E	Dec '24E
Sales	14,412.40	12,448.20	11,727.49	EPS (dil)	15.64	8.01	7.59
EBITDA	2,024.20	1,389.63	1,296.61	P/E	6.23	12.17	12.83
EBIT	1,734.30	1,109.79	1,022.75	EBITDA Margin(%)	14.04%	11.16%	11.06%
Net Income	1,171.40	598.41	566.06	EBIT Margin(%)	12.03%	8.92%	8.72%
Cash & ST INV	595.50	1,272.42	1,112.94	Net Margin (%)	8.13%	4.81%	4.83%
Assets	11,421.20	12,438.70	12,030.15	ROA(%)	10.88%	10.20%	4.81%
Wkg Cap	1,997.20	3,222.39	3,133.49	ROE(%)	27.44%	27.44%	27.44%
LT Debt	1,517.00	3,300.88	2,814.88	Asset Turn	1.34	1.26	1.00
Net Op CF	1,103.10	1,074.00	979.98	Asset /Equity	2.45	2.45	2.83
CapeEX	518.10	473.35	471.53	DPS	1.11	3.97	1.17
FCF	127.60	543.66	500.88	BK PS	62.49	60.07	64.26

**Turk Traktor ve Ziraat Makineleri A.S. (TRAK.E-TR)**

Relative: TURKEY NATIONAL 100

**Company Information**

**Business Description**  
Türk Traktör ve Ziraat Makineleri AS engages in the manufacture, distribution, and export of agricultural machinery and equipment under the brands New Holland, Case IH, and Steyr. Its products include tractors, harvesters, balers, headers, sprayers, grain driers, conditioners, harrows, and tillers. The company was founded by Mithat Dülge, Fikret Çeltikçi, Adnan Çiftçi, Vecdi Diker

ISIN TRETTRK00010  
Company Web Site <http://www.turktrak.com>  
Local Exchange Istanbul  
Trading Currency TRY  
Reporting Currency TRY  
Financial Year End 31/12/2023  
Float 0.25  
Local Index Turkey BIST 100  
No. Employees 2,938.00

**Sales breakdown by BU**

- Agricultural Machinery & Equipment

**One Year Price Performance**

Share Price	696.50	Shs Out	100.07	1M %	-4.46%
		Mkt Cap	69,696.58	3M %	13.97%
		One Y Beta	0.66	6M %	-20.67%
		Avg D vol	0.51	YTD %	-2.18%
		52 W H/L	1,082.0 /	1Y %	-20.49%

**Financl Highlights**

	Dec '22	Dec '23E	Dec '24E		Dec '22	Dec '23E	Dec '24E
Sales	58,435.63	72,738.00	83,148.00	EPS (dil)	156.17	81.37	102.85
EBITDA	12,583.80	13,521.25	15,477.00	P/E	4.46	8.56	6.77
EBIT	11,445.43	11,561.67	13,432.33	EBITDA Margin(%)	21.53%	18.59%	18.61%
Net Income	9,341.96	6,782.00	6,657.00	EBIT Margin(%)	19.59%	15.89%	16.15%
Cash & ST INV	12,342.44	13,045.00	25,068.00	Net Margin (%)	15.99%	9.32%	8.01%
Assets	32,456.34	43,195.00	49,822.00	ROA(%)	40.40%	33.08%	19.32%
Wkg Cap	9,271.87	6,968.00	-1,303.00	ROE(%)	98.15%	98.15%	98.15%
LT Debt	816.36	1,018.00	1,918.00	Asset Turn	2.53	1.73	1.68
Net Op CF	11,018.61	3,594.00	6,052.00	Asset /Equity	2.11	2.19	1.90
CapeEX	1,736.00	3,260.00	2,850.50	DPS	62.96	71.77	71.46
FCF	6,567.99	2,088.00	12,351.00	BK PS	153.88	261.83	373.84

<b>DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION</b>			
<b>Stock NAME</b>	<b>COFLE</b>		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	
Current Target (Eu):	8.05	Previous Target (Eu):	
Current Price (Eu):	4.60	Previous Price (Eu):	
Date of report:	21/10/2024	Date of last report:	

**DISCLAIMER (for more details go to [DISCLAIMER](#))**

**IMPORTANT DISCLOSURES**

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website [www.intermonte.it](http://www.intermonte.it) under LEGAL INFORMATION. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the [PERFORMANCE](#) web page.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

**ANALYST CERTIFICATION**

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certifies that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Ave, Suite 1702, NY 10022, USA.

**GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH**

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (DCF) model or similar methods such as a dividend discount model (DDM)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales.
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&P500 Index, most of those on the MIDEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

**CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS**

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 30 September 2024 Intermonte's Research Department covered 125 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	28.24 %
OUTPERFORM:	48.09 %
NEUTRAL:	23.67 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (61 in total) is as follows:

BUY:	55.74 %
OUTPERFORM:	34.43 %
NEUTRAL:	09.83 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

**CONFLICT OF INTEREST**

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

**Intermonte is acting as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkemy S.p.A.**

**Intermonte is acting as financial advisor to Eagle S.p.A. and intermediary responsible for coordinating the collection of sale requests in relation to the sell-out procedure on Greenthesis S.p.A.**

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aedes, Aquafil, Civitanavi Systems, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), Growens, Illimity Bank, Maire Tecnimont, SAES Getters, Tinexta, Unidata and WIIT.

**Intermonte SIM is acting as counterparty to WIIT Fin S.r.l. in connection with call and put options having WIIT S.p.A. shares and dividends as reference underlying.**

Intermonte SIM is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DHH, El.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), IEG, Iervolino & Lady Bacardi Entertainment, IndelB, Intred, Luvè, Misitano & Stracuzzi, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharamnutra, Relatech, Reply, Revo Insurance, Reway, Saes Getters, Sciuker Frames, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Star7, Sys-Dat Group, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIIT.

Intermonte SIM has a contractual commitment to act as liquidity provider on behalf of third parties for the following company: Banca Sistema.

Intermonte SIM performs as a market maker for the following companies: A2A, Anima, Atlantia, Autogrill, Azimut Holding, BAMI, Banca Generali, Banca Mediolanum, Brembo, Buzzi, CNHI, Enel, ENI, Exor, Fineco, FCA, FTMIB, Generali, Italgas, Iren, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediobanca, Moncler, Mediaset, Pirelli&C, Prysmian, Poste, Ferrari, Saipem, Snam, STM, Tenaris, Telecom Italia, Telecom Italia sav, Terna, UBI, Unicredit, Unipol, UnipolSai.

Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider and/or Specialist and/or Corporate Broker on the following companies: Abitare In, Alkemy, Allcore, Almawave, Banca Sistema, Bifire S.p.A., B&C Speakers, Casta Diva Group, Cleanbnb, Coffe, Crowdfundme, Cube Labs, Cy4gate, Cyberoo, DHH, Digital Bros, Digital Magics, Digitouch, Doxee, Edilziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Energy, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GPI, Green Oleo, High Quality Food, Ikonisys, Intercos, Intred, ISCC Fintech, Lemon Sistemi, Lventure Group, Maps Group, Masi Agricola, Matica Fintech, Misitano & Stracuzzi, Neodecortech, Notorious Pictures, Oldata, Osai Automation System, Racing Force Group, Relatech, Reti, Sciuker Frames, SG Company, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Talea, Tamburi, Tesmec, Tinexta, TMP Group, Tps Group, Trendevice, Ulisse Biomed, Xenia Hôtellerie Solution Spa Società Benefit, Wit.

Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short

**© Copyright 2024 by Intermonte SIM - All rights reserved**

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website [MIFID](#)

Further information is available