

<b>ILPRA</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Media</i>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: €3,78</b> (prev. €3,20)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-3,77%	-5,56%	-8,93%	N/A
to FTSE AIM Italia	1,62%	9,68%	3,97%	N/A
to FTSE STAR Italia	-4,33%	-2,35%	-3,90%	N/A
to FTSE All-Share	-1,78%	-3,09%	-6,89%	N/A
to EUROSTOXX	-2,26%	-3,24%	-8,78%	N/A
to MSCI World Index	-2,74%	-3,12%	-9,02%	N/A

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



### Stock Data

Price	€ 2,04
Target price	€ 3,78
Upside/(Downside) potential	85%
Bloomberg Code	ILP IM EQUITY
Market Cap (€m)	24,56
EV (€m)	29,81
Free Float	18,34%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 2,40
52-week low	€ 1,94
Average daily volumes (3m)	5.809

### 1H19A Results

I risultati del 1H19A sono stati positivi. Ilpra continua il trend di crescita dei ricavi di vendita, attestandosi sui €15,3 mln, a partire da €13,5 mln nel 1H18A, con una crescita di quasi il 14% YoY, quasi il doppio del tasso di crescita da noi previsto sull'intero esercizio nel precedente report (7,4%). L'incremento è principalmente attribuibile al fatturato derivante dalle nuove acquisizioni per un valore di €0,8 mln. Nonostante l'aumento dei ricavi, l'EBITDA risulta invece in diminuzione del 19,6% YoY, passando da €1,8 mln a €1,5 mln, conseguentemente ad una marginalità in decrescita anch'essa.

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
VoP	28,4	32,0	36,0	40,0
EBITDA	5,5	5,9	7,1	8,3
EBIT	4,2	4,4	5,5	6,7
Net Profit	2,9	3,0	3,9	5,0
EPS (€)	0,24	0,25	0,33	0,41
EBITDA margin	19,5%	18,3%	19,6%	20,6%
EBIT margin	14,8%	13,6%	15,1%	16,6%

### Estimates Update

Stimiamo CAGR 19-22E pari a ca. 11,21%, (vs 6,17% nel precedente report) con Sales che passano da €32,0 mln a €37,0 nel FY22E. Alla luce dei risultati in crescita conseguiti dalla società e dei numerosi investimenti messi in atto nell'esercizio in corso, che presumibilmente troveranno manifestazione economico-finanziaria nei prossimi esercizi, abbiamo ritenuto ragionevole prevedere valori in crescita per quanto riguarda tutti i principali dati economici.

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	5,4	5,1	4,2	3,6
EV/EBIT (x)	7,1	6,9	5,5	4,5
P/E (x)	8,6	8,2	6,3	4,9

### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Ilpra sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a €46,7 mln. L'equity value di Ilpra utilizzando i market multiples risulta essere pari €44,4 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €45,5 mln. Il target price è di €3,78. Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM resta invariato.

### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

[mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18E</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
Revenues	25,60	28,41	32,00	36,00	40,00	44,00
Other Revenues	1,55	3,05	2,20	2,00	2,10	2,20
<b>Value of Production</b>	<b>27,15</b>	<b>31,46</b>	<b>34,20</b>	<b>38,00</b>	<b>42,10</b>	<b>46,20</b>
COGS	10,01	11,37	12,50	14,50	16,00	18,00
Change in raw material	(1,30)	(0,25)	(0,25)	(0,30)	(0,35)	(0,35)
Services	4,90	5,50	6,20	6,50	7,20	7,70
Use of asset owned by others	0,60	0,93	1,00	1,15	1,15	1,20
Employees	6,90	8,04	8,50	8,70	9,30	9,80
Other expenses	0,80	0,33	0,40	0,40	0,55	0,55
<b>EBITDA</b>	<b>5,24</b>	<b>5,54</b>	<b>5,85</b>	<b>7,05</b>	<b>8,25</b>	<b>9,30</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>20,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>18,3%</i>	<i>19,6%</i>	<i>20,6%</i>	<i>21,1%</i>
D&A	1,20	1,32	1,50	1,60	1,60	1,55
<b>EBIT</b>	<b>4,04</b>	<b>4,21</b>	<b>4,35</b>	<b>5,45</b>	<b>6,65</b>	<b>7,75</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>15,8%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>16,6%</i>	<i>17,6%</i>
Financial Management	(0,40)	(0,42)	(0,16)	(0,12)	(0,14)	(0,10)
<b>EBT</b>	<b>3,64</b>	<b>3,80</b>	<b>4,19</b>	<b>5,33</b>	<b>6,51</b>	<b>7,65</b>
Taxes	1,10	0,93	1,20	1,40	1,55	1,80
<b>Consolidated Net Income</b>	<b>2,54</b>	<b>2,86</b>	<b>2,99</b>	<b>3,93</b>	<b>4,96</b>	<b>5,85</b>
Minorities	0,40	0,47	0,48	0,63	0,79	0,94
%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Group Net Income	2,14	2,40	2,51	3,30	4,17	4,91
%	84%	84%	84%	84%	84%	84%
<b>BALANCE SHEET</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18E</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>8,36</b>	<b>9,52</b>	<b>10,80</b>	<b>11,50</b>	<b>11,50</b>	<b>11,00</b>
Account Receivable	6,65	8,08	8,60	9,80	10,90	12,00
Inventories	8,96	10,81	11,40	11,80	12,40	13,00
Account Payable	5,02	6,70	4,90	5,70	6,20	7,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>10,59</b>	<b>12,19</b>	<b>15,10</b>	<b>15,90</b>	<b>17,10</b>	<b>18,00</b>
Other Receivable	2,94	3,75	3,70	4,20	4,70	5,10
Other Payable	3,06	2,93	3,00	3,50	3,90	4,40
<b>Net Working Capital</b>	<b>10,48</b>	<b>13,01</b>	<b>15,80</b>	<b>16,60</b>	<b>17,90</b>	<b>18,70</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	2,24	2,50	2,50	2,60	2,80	2,90
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>16,60</b>	<b>20,02</b>	<b>24,10</b>	<b>25,50</b>	<b>26,60</b>	<b>26,80</b>
Share Capital	1,90	1,90	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	3,73	4,34	11,56	14,08	17,37	21,54
Net Income	2,54	2,40	2,51	3,30	4,17	4,91
<b>Equity</b>	<b>8,17</b>	<b>8,64</b>	<b>16,48</b>	<b>19,78</b>	<b>23,95</b>	<b>28,86</b>
Minorities Capital	0,00	1,43	1,89	2,37	3,00	3,79
Minorities Income	0,00	0,47	0,48	0,63	0,79	0,94
<b>Minorities Equity</b>	<b>0,00</b>	<b>1,89</b>	<b>2,37</b>	<b>3,00</b>	<b>3,79</b>	<b>4,73</b>
Cash & Cash Equivalent	2,28	2,80	5,85	7,28	10,14	14,79
Short Term Debt	3,13	5,30	5,50	5,90	6,30	6,70
M/L Term Debt	7,57	6,99	5,60	4,10	2,70	1,30
<b>Net Financial Position</b>	<b>8,43</b>	<b>9,49</b>	<b>5,25</b>	<b>2,72</b>	<b>(1,14)</b>	<b>(6,79)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>16,60</b>	<b>20,02</b>	<b>24,10</b>	<b>25,50</b>	<b>26,60</b>	<b>26,80</b>

<b>CASH FLOW</b>	<b>FY18E</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EBIT	4,21	4,35	5,45	6,65	7,75
Taxes	0,93	1,20	1,40	1,55	1,80
<b>NOPAT</b>	<b>3,28</b>	<b>3,15</b>	<b>4,05</b>	<b>5,10</b>	<b>5,95</b>
D&A	1,32	1,50	1,60	1,60	1,55
Change in Account Receivable	(1,43)	(0,52)	(1,20)	(1,10)	(1,10)
Change in Inventories	(1,85)	(0,59)	(0,40)	(0,60)	(0,60)
Change in Account Payable	1,68	(1,80)	0,80	0,50	0,80
Other Changes	(0,94)	0,12	0,00	(0,10)	0,10
<i>Change in NWC</i>	<i>(2,53)</i>	<i>(2,79)</i>	<i>(0,80)</i>	<i>(1,30)</i>	<i>(0,80)</i>
Change in Provision	0,26	(0,00)	0,10	0,20	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>2,34</b>	<b>1,86</b>	<b>4,95</b>	<b>5,60</b>	<b>6,80</b>
Investments	(2,48)	(2,78)	(2,30)	(1,60)	(1,05)
<b>FREE CASH FLOW TO FIRM</b>	<b>(0,14)</b>	<b>(0,93)</b>	<b>2,65</b>	<b>4,00</b>	<b>5,75</b>
Financial Management	(0,42)	(0,16)	(0,12)	(0,14)	(0,10)
Change in Payable to Bank	1,59	(1,19)	(1,10)	(1,00)	(1,00)
Change in Equity	(0,50)	5,33	(0,00)	0,00	(0,00)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>0,53</b>	<b>3,05</b>	<b>1,43</b>	<b>2,86</b>	<b>4,65</b>

Source: Ilpra and Integrae SIM estimates

## 1.1 1H19A Results

**Table 2 – 1H19A vs 1H18A**

(€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>1H19A</b>	<b>15,3</b>	<b>1,5</b>	<b>9,5%</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>5,5</b>
1H18A	13,5	1,8	13,4%	1,2	0,6	9,5*
<i>Change</i>	<i>13,8%</i>	<i>-19,6%</i>	<i>-29,4%</i>	<i>-45,9%</i>	<i>-30,1%</i>	<i>41,9%</i>

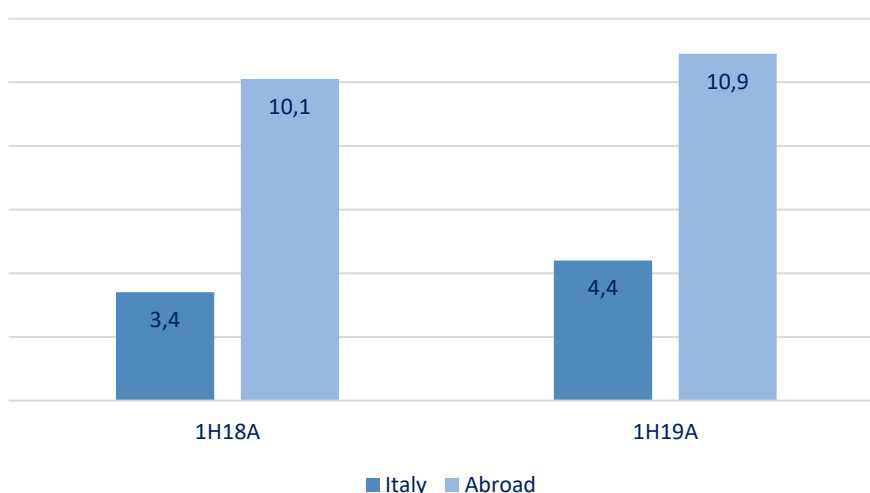
\*Dato riferito al 31.12.18

Source: Ilpra

I risultati del 1H19A sono stati positivi. Ilpra continua il trend di crescita dei ricavi di vendita, attestandosi sui €15,3 mln, a partire da €13,5 mln nel 1H18A, con una crescita di quasi il 14% YoY, quasi il doppio del tasso di crescita da noi previsto sull'intero esercizio nel precedente *report* (7,4%). L'incremento è principalmente attribuibile al fatturato derivante dalle nuove acquisizioni (in particolare Veripack Srl e Eltec Srl) per un valore di €0,8 mln.

Si segnala poi che, nonostante le indagini dell'Ufficio Studi UCIMA evidenzino una flessione del mercato di riferimento del Gruppo del 2,4% YoY, il fatturato di Ilpra risulta in controtendenza rispetto a tale decrescita.

**Chart 1 – Breakdown 1H18A vs 1H19A**



Source: Ilpra

Nonostante l'aumento dei ricavi, l'EBITDA risulta invece in diminuzione del 19,6% YoY, passando da €1,8 mln a €1,5 mln, conseguentemente ad una marginalità in decrescita anch'essa, dal 13,4% nel 1H18A al 9,5% attuale. Il *management* comunica che tale riduzione è influenzata dal diverso mix di fatturato (71% del fatturato venduto all'estero, contro il 75% dell'esercizio precedente), anche a causa delle incertezze legate alla *Brexit*, e dai maggiori costi per servizi e per il personale sostenuti dalla Capogruppo Ilpra SpA, che ha visto una sostanziale modifica della modalità di produzione. A tali fattori, è da aggiungere l'impatto negativo di ca. €0,2 mln dei costi sostenuti per la quotazione, nonché quelli correnti per la gestione delle operazioni post quotazione.

La NFP, pari a €5,5, risulta in miglioramento di oltre il 31% rispetto al dato 1H18A (€8,1). A tale variazione, hanno contribuito principalmente l'aumento di capitale per

l'ammissione a quotazione sul mercato AIM Italia, una sensibile diminuzione dei debiti tributari scaduti e le acquisizioni effettuate nel semestre, quali:

- Veripack Srl: ad aprile, Ilpra SpA ne ha acquisito l'80% dalla società Ivaxia Srl. L'operazione si inserisce nelle strategie di crescita annunciate in fase di IPO, con l'obiettivo di ampliare l'offerta delle soluzioni tecnologiche, in particolare in nuovi mercati geografici, come l'India (mercato ad alto potenziale).
- Ramo d'azienda di FNC Srl relativo alla produzione di macchine termoformatrici: l'acquisizione è stata perfezionata a fine aprile da parte di Veripack.
- Eltec Srl: attiva nel settore degli impianti automatizzati di fine linea, acquisita al 51% a maggio.
- I.P.T. Srl: a giugno è stato perfezionato l'acquisto del 70% della Società attiva nell'intermediazione commerciale di macchinari industriali per il confezionamento.
- Sottoscrizione dell'accordo vincolante per l'acquisizione del 70% di ILPRA RUS: tale accordo è stato perfezionato ad agosto, con l'acquisizione della filiale commerciale presente da 3 anni sul mercato russo, e attiva nella vendita e assistenza di macchinari industriali per il confezionamento e nella vendita di materiale di consumo.

## 1.2 New estimates FY19E – FY22E

**Table 3 – Estimates Updates FY19E-21E**

€/mln	FY2019E	FY2020E	FY2021E
<b>Sales</b>			
New	<b>32,0</b>	<b>34,0</b>	<b>35,5</b>
Old	30,5	32,5	34,5
Change	4,9%	4,6%	2,9%
<b>EBITDA</b>			
New	<b>5,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,3</b>
Old	5,7	6,4	7,0
Change	3,5%	6,3%	3,9%
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>18,3%</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,4%</b>
Old	18,5%	19,5%	20,2%
Change	-1,3%	1,6%	0,9%
<b>EBIT</b>			
New	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>
Old	4,2	4,8	5,4
Change	4,8%	8,4%	5,0%
<b>Net Income</b>			
New	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>
Old	2,8	3,2	3,7
Change	7,2%	12,4%	7,3%
<b>NFP</b>			
New	<b>6,3</b>	<b>4,3</b>	<b>1,1</b>
Old	6,5	4,9	1,9
Change	3,1%	12,2%	45,1%

Source: Integrae SIM

Stimiamo CAGR 19-22E pari a ca. 11,21%, (vs 6,17% nel precedente *report*) con *Sales* che passano da €32,0 mln a €44,0 nel FY22E.

Alla luce dei risultati in crescita conseguiti dalla società e dei numerosi investimenti messi in atto nell'esercizio in corso, che presumibilmente troveranno manifestazione economico-finanziaria nei prossimi esercizi, abbiamo ritenuto ragionevole prevedere valori in crescita per quanto riguarda tutti i principali dati economici. L'unica eccezione è costituita dalla marginalità relativa al FY19E, dato l'Ebitda *Margin* già in forte calo YoY al 30.06.2019, in parte per fattori eccezionali e sicuramente non ricorrenti, in parte per eventi che potrebbero ragionevolmente ripresentarsi nei prossimi anni (ad es. il cambio del *mix* di prodotti venduti).

In particolare:

- Italia: consolidamento del mercato domestico, con tassi di crescita moderati;
- UK: crescita stabile rispetto agli anni passati, in attesa di capire gli sviluppi relativi alla *Brexit*;
- Usa e Europa: crescita in linea rispetto agli anni passati;
- India: penetrazione di questo nuovo mercato ad alte potenzialità di sviluppo;
- Russia: sviluppo di tale mercato, in cui il Gruppo ha già messo in atto una fase di ingresso.

## 2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Ilpra sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

Wacc calculation		7,61%
Risk Free Rate	0,86% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,98
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,45
Ke	12,20% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,61%

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value (€/mln)		46,7
FCFO actualized	8,8	17%
TV actualized DCF	43,2	83%
<b>Enterprise Value</b>	<b>52,0</b>	100%
NFP (FY19E)	5,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumptions*, ne risulta un **equity value di €46,7 mln.**

**Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis**

€/mln	WACC						
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
2,5%	87,7	76,0	66,8	59,4	53,3	48,3	44,0
2,0%	77,5	68,1	60,6	54,4	49,3	44,9	41,1
1,5%	69,5	61,8	55,5	50,3	45,8	42,0	38,6
1,0%	63,1	56,6	51,3	46,7	42,8	39,4	36,5
0,5%	57,8	52,3	47,7	43,7	40,2	37,2	34,5
0,0%	53,4	48,6	44,6	41,0	38,0	35,2	32,8
-0,5%	49,6	45,5	41,9	38,7	36,0	33,5	31,3

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Ilpra, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF *method*.

**Table 7 – Peer stock performance**

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
KUKA AG	4,7%	-7,2%	-18,2%	-27,2%	-28,0%
I.M.A. Industria Macchine Automobilistiche	-0,1%	-0,5%	-15,2%	-5,6%	15,0%
Krones AG	-4,0%	-0,7%	-25,9%	-35,7%	-24,5%
Standex International Corp.	-1,1%	0,2%	0,1%	-4,4%	5,7%
GEA Group Aktiengesellschaft	-1,2%	-1,1%	5,7%	6,3%	13,5%
Alfa Laval AB	-3,4%	-0,2%	-10,0%	-15,2%	-3,8%
John Bean Technologies Corp.	-1,3%	-9,6%	-20,0%	-0,1%	38,4%
<b>Peer Median</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-15,2%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>5,7%</b>
<b>ILPRA</b>	<b>0,0%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>-8,9%</b>	<b>N/A</b>

Source: Bloomberg

**Table 8 – Market Multiples**

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
KUKA AG	10,6	7,4	6,2	37,1	15,5	10,9	38,6	17,2	12,4
I.M.A. Industria Macchine Automobilistiche	10,5	9,2	8,8	13,5	11,6	10,7	19,2	16,7	15,3
Krones AG	6,4	5,4	4,6	13,8	9,4	7,3	19,2	13,5	10,8
Standex International Corp.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15,5	13,5	N/A
GEA Group Aktiengesellschaft	10,1	9,0	8,3	16,9	14,4	12,6	21,6	17,8	15,6
Alfa Laval AB	9,8	9,6	9,5	12,3	12,1	11,9	15,6	15,0	14,3
John Bean Technologies Corp.	12,8	11,8	N/A	16,4	14,6	13,9	20,8	18,8	17,2
<b>Median</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>8,3</b>	<b>13,8</b>	<b>12,1</b>	<b>10,9</b>	<b>19,2</b>	<b>15,8</b>	<b>14,3</b>

Source: Infiniti



**Table 9 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2019E	2020E	2021E
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
EV/EBITDA	58,8	60,5	59,8
EV/EBIT	59,9	62,2	61,6
P/E	53,6	51,2	52,9
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	52,5	56,2	58,8
EV/EBIT	53,7	57,9	60,6
P/E	53,6	51,2	52,9
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	39,4	42,2	44,1
EV/EBIT	40,3	43,4	45,4
P/E	40,2	38,4	39,7
<b>Average</b>	<b>40,0</b>	<b>41,3</b>	<b>43,1</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Ilpra utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa €55,3 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che il titolo Ilpra ha rispetto alle società incluse nel *panel* oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un *equity value* di **€41,5 mln**.

## 2.3 Equity Value

**Table 10 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>45,5</b>
Equity Value DCF (€/mln)	46,7
Equity Value multiples (€/mln)	44,4
<b>Target Price (€)</b>	<b>3,78</b>

Source: Integrae SIM

**Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €45,5 mln. Il *target price* è quindi di €3,78 (prev. €3,20). Confermiamo *rating BUY* e rischio MEDIUM.**

**Table 11 – Target Price Implied Valuation Multiples**

<b>Implied Valuation Multiples</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
EV/EBITDA	8,7x	7,2x	6,2x
EV/EBIT	11,7x	9,3x	7,6x
P/E	16,3x	14,1x	12,3x

Source: Integrae SIM

**Table 12 – Current Price Implied Valuation Multiples**

<b>Implied Valuation Multiples</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
EV/EBITDA	5,1x	4,2x	3,6x
EV/EBIT	6,9x	5,5x	4,5x
P/E	8,2x	6,3x	4,9x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999**

**Analyst/s certification**

The analysts who have produced the following analyses hereby certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by them) as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

**Disclaimer**

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
10/04/2019	2.26	Buy	3.20	Medium	Initiation of coverage

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents

thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

#### Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

#### Conflict of interest

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

Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Ilpra S.p.A.;

Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Ilpra S.p.A.;

Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Ilpra S.p.A.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae.