

ILPRA	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Industrial Machinery</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 3,05	(prev. €3,78)	Update
			Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	8,62%	-2,80%	2,97%	-5,45%
to FTSE AIM Italia	-2,40%	11,03%	14,56%	17,23%
to FTSE STAR Italia	-10,13%	16,37%	10,12%	3,22%
to FTSE All-Share	0,28%	26,05%	27,77%	17,68%
to EUROSTOXX	-5,44%	22,00%	24,33%	13,64%
to MSCI World Index	-14,06%	15,66%	13,44%	4,16%

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data

Price	€ 2,08
Target price	€ 3,05
Upside/(Downside) potential	47%
Bloomberg Code	ILP IM EQUITY
Market Cap (€m)	25,04
EV (€m)	31,50
Free Float	18,34%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 2,26
52-week low	€ 1,81
Average daily volumes (3m)	3.000

FY19A Results

Il valore della produzione è pari ad € 34,4 mln, in crescita del 9,2% rispetto ad € 31,5 mln nel 2018 in linea rispetto allo scorso anno e alle nostre precedenti stime. I ricavi realizzati in Italia sono pari a € 11,3 mln, in crescita rispetto a € 7,4 mln nel 2018, mentre i ricavi realizzati all'Estero sono pari a € 20,7 mln, rispetto a € 20,9 mln nel 2018 e rappresentano il 64,7% del totale (75% nel 2018).

L'EBITDA si attesta a € 4,5 mln (€ 5,5 mln nel 2018), in decrescita rispetto alle nostre precedenti stime (pari a € 5,9 mln). L'EBITDA Margin risulta pari al 14,0% (19,5% nel 2018 e 18,3% nelle nostre stime).

Estimates Update

Per quanto riguarda gli effetti dell'epidemia Covid 19, Ilpra continua la sua attività produttiva, a ranghi ridotti, al fine di adeguarsi alle norme stabilite dal Governo, in quanto facente parte della filiera alimentare. Crediamo, dunque, che il Gruppo possa continuare l'attività di produzione per far fronte alle richieste di ordini da parte della clientela, senza significativi rallentamenti.

In termini di Revenues, crediamo che la Società sarà in grado di raggiungere quota € 35,0 mln nel 2020E e che, negli anni seguenti, sarà in grado di continuare a crescere (CAGR 19A-22E: 11,14%), con EBITDA Margin pari al 14,7% nel 2020E, in crescita fino ad un valore pari al 18,2% nel 2022E.

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	32,0	35,0	39,5	44,0
EBITDA	4,5	5,2	6,7	8,0
EBIT	2,7	3,3	4,7	5,9
Net Profit	2,1	2,3	3,5	4,1
EPS (€)	0,17	0,19	0,29	0,34
EBITDA margin	14,1%	14,7%	17,0%	18,2%
EBIT margin	8,5%	9,3%	11,9%	13,4%
Net Profit margin	6,6%	6,6%	8,8%	9,3%

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 €32,6 mln. L'equity value di Ilpra utilizzando i market multiples risulta essere pari €40,9 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €36,8 mln. Il target price è di €3,05. Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM resta invariato.

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,0	6,1	4,7	3,9
EV/EBIT (x)	11,6	9,7	6,7	5,3
P/E (x)	11,9	10,9	7,2	6,2

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18E	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	25,60	28,41	32,05	35,00	39,50	44,00
Other Revenues	1,55	3,05	2,32	1,00	1,50	1,80
Value of Production	27,15	31,46	34,37	36,00	41,00	45,80
COGS	10,01	11,37	12,93	13,75	15,40	17,15
Change in raw material	(1,30)	(0,25)	(0,24)	(0,30)	(0,35)	(0,35)
Services	4,90	5,50	6,23	6,50	7,00	7,50
Use of asset owned by others	0,60	0,93	1,26	1,00	1,30	1,30
Employees	6,90	8,04	9,39	9,60	10,60	11,80
Other expenses	0,80	0,33	0,29	0,30	0,35	0,40
EBITDA	5,24	5,54	4,50	5,15	6,70	8,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>20,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,2%</i>
D&A	1,20	1,32	1,78	1,90	2,00	2,10
EBIT	4,04	4,21	2,72	3,25	4,70	5,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>15,8%</i>	<i>14,8%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>13,4%</i>
Financial Management	(0,40)	(0,42)	(0,28)	(0,25)	(0,22)	(0,18)
EBT	3,64	3,80	2,44	3,00	4,48	5,72
Taxes	1,10	0,93	0,34	0,70	1,00	1,65
Consolidated Net Income	2,54	2,86	2,10	2,30	3,48	4,07
Minorities	0,40	0,47	0,53	0,58	0,87	1,02
%	16%	16%	25%	25%	25%	25%
Group Net Income	2,14	2,40	1,58	1,73	2,61	3,05
%	84%	84%	75%	75%	75%	75%
BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18E	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	8,36	9,52	11,70	11,50	11,50	11,60
Account Receivable	6,65	8,08	9,33	10,10	11,50	12,70
Inventories	8,96	10,81	12,54	12,50	12,80	13,80
Account Payable	5,02	6,70	7,88	7,10	7,60	8,50
Operating Working Capital	10,59	12,19	13,98	15,50	16,70	18,00
Other Receivable	2,94	3,75	4,56	5,00	5,60	6,20
Other Payable	3,06	2,93	3,81	3,60	4,00	4,45
Net Working Capital	10,48	13,01	14,73	16,90	18,30	19,75
Severance Indemnities & Other Provisions	2,24	2,50	2,65	2,70	2,85	3,10
NET INVESTED CAPITAL	16,60	20,02	23,78	25,70	26,95	28,25
Share Capital	1,90	1,90	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	3,73	4,34	10,96	12,54	14,26	16,87
Net Income	2,54	2,40	1,58	1,73	2,61	3,05
Equity	8,17	8,64	14,94	16,67	19,28	22,33
Minorities Capital	0,00	1,43	1,85	2,38	2,95	3,82
Minorities Income	0,00	0,47	0,53	0,58	0,87	1,02
Minorities Equity	0,00	1,89	2,38	2,95	3,82	4,84
Cash & Cash Equivalent	2,28	2,80	3,39	4,42	5,15	6,92
Short Term Debt	3,13	5,30	5,25	6,00	6,30	6,70
M/L Term Debt	7,57	6,99	4,60	4,50	2,70	1,30
Net Financial Position	8,43	9,49	6,46	6,08	3,85	1,08
SOURCES	16,60	20,02	23,78	25,70	26,95	28,25

CASH FLOW (€/min)	FY18E	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	4,21	2,72	3,25	4,70	5,90
Taxes	0,93	0,34	0,70	1,00	1,65
NOPAT	3,28	2,38	2,55	3,70	4,25
D&A	1,32	1,78	1,90	2,00	2,10
Change in Account Receivable	(1,43)	(1,25)	(0,78)	(1,40)	(1,20)
Change in Inventories	(1,85)	(1,73)	0,04	(0,30)	(1,00)
Change in Account Payable	1,68	1,18	(0,78)	0,50	0,90
Other Changes	(0,94)	0,07	(0,65)	(0,20)	(0,15)
<i>Change in NWC</i>	<i>(2,53)</i>	<i>(1,72)</i>	<i>(2,17)</i>	<i>(1,40)</i>	<i>(1,45)</i>
Change in Provision	0,26	0,15	0,05	0,15	0,25
OPERATING CASH FLOW	2,34	2,58	2,33	4,45	5,15
Investments	(2,48)	(3,96)	(1,70)	(2,00)	(2,20)
FREE CASH FLOW TO FIRM	(0,14)	(1,38)	0,63	2,45	2,95
Financial Management	(0,42)	(0,28)	(0,25)	(0,22)	(0,18)
Change in Payable to Bank	1,59	(2,44)	0,65	(1,50)	(1,00)
Change in Equity	(0,50)	4,68	(0,00)	0,00	(0,00)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,53	0,59	1,03	0,73	1,77

Source: Ilpra and Integrae SIM estimates

1.1 FY19A Results

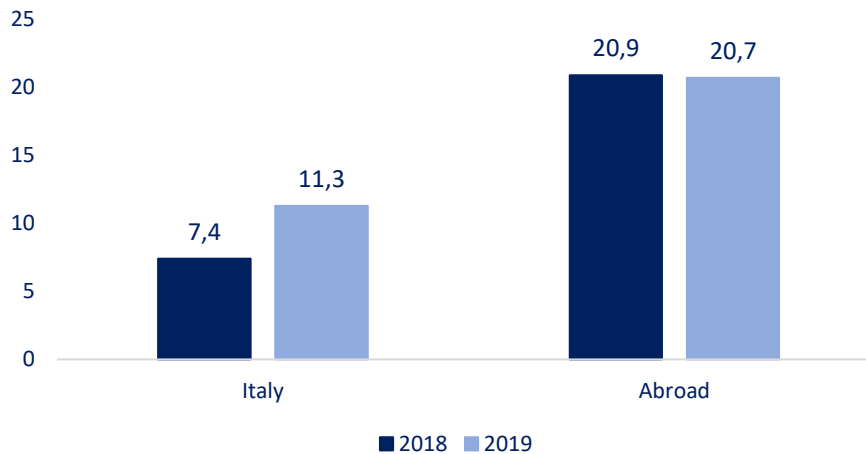
Table 2 – FY19A vs FY19E

(€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY19A	32,0	4,5	14,1%	2,7	2,1	6,5
FY19E	32,0	5,9	18,3%	4,4	3,0	5,3
<i>Change</i>	<i>0,1%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>-4,2%</i>	<i>-37,5%</i>	<i>-29,7%</i>	<i>N/A</i>

Source: Ilpra

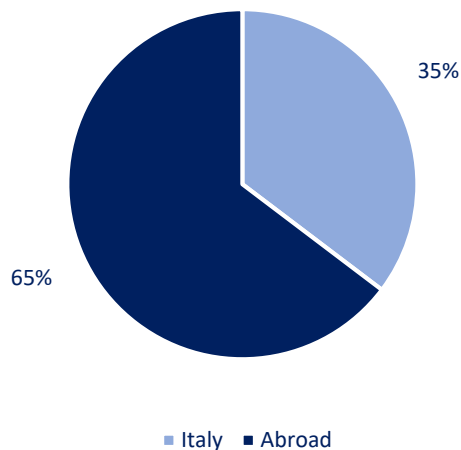
Il valore della produzione è pari ad € 34,4 mln, in crescita del 9,2% rispetto ad € 31,5 mln nel 2018; tale incremento riflette i risultati positivi registrati a livello nazionale delle società del Gruppo, in controtendenza rispetto all'andamento del fatturato estero, il quale risulta sostanzialmente in linea rispetto allo scorso anno. I ricavi esteri sono stati inferiori alle aspettative soprattutto in USA e Regno Unito, su quest'ultimo mercato ha pesato l'incertezza derivante dal tema Brexit che, in particolare nella seconda parte dell'anno, ha limitato la crescita del business. Il totale dei ricavi generati risulta in linea con le nostre precedenti stime.

Chart 1 – Sales by Geographical Area 2018A-2019A



Source: Integrae SIM

Chart 2 – Sales Breakdown by Geographical Area 2019A



Source: Integrae SIM

I ricavi realizzati in Italia sono pari a € 11,3 mln, in crescita del 52,7% rispetto a € 7,4 mln nel 2018, e rappresentano il 35,3% del totale (25% nel 2018). I ricavi realizzati all'Estero sono pari a € 20,7 mln, rispetto a € 20,9 mln nel 2018 e rappresentano il 64,7% del totale (75% nel 2018).

L'EBITDA si attesta a € 4,5 mln (€ 5,5 mln nel 2018), in decrescita rispetto alle nostre precedenti stime (pari a € 5,9 mln). L'EBITDA Margin risulta pari al 14,0% (19,5% nel 2018 e 18,3% nelle nostre stime). La diminuzione della marginalità è dovuta:

- alla variazione della composizione del valore della produzione, dovuta principalmente alla riduzione del fatturato generato nel Regno Unito, causata dall'incertezza per la Brexit. Quello britannico risulta essere un mercato ad alta marginalità e per questo motivo una riduzione del fatturato ha avuto un impatto negativo sulla marginalità consolidata. L'effetto principale è stato l'incremento dell'incidenza della voce COGS sul valore della produzione;
- alla diminuzione, rispetto alle stime, del valore della produzione della controllata Strema, Società in grado di generare livelli di marginalità piuttosto elevati. La diminuzione è imputabile soprattutto al malfunzionamento di una linea di produzione di un macchinario di primaria rilevanza, risolta soltanto nella seconda parte dell'anno;
- ad un aumento dell'incidenza dei costi del personale per effetto dei costi delle controllate e dell'incremento degli straordinari dei dipendenti di Ilpra Italia (soprattutto nella seconda parte dell'anno);
- ai costi sostenuti per la quotazione e per la gestione delle operazioni post quotazione.

L'EBIT è pari a € 2,7 mln, in decrescita rispetto a € 4,2 mln nel 2018 e € 4,4 mln delle nostre stime, a causa di ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni pari a € 1,8 mln, in crescita rispetto al 2018 (€ 1,3 mln), principalmente per effetto dei maggiori investimenti effettuati nel corso dell'esercizio.

L'Utile Netto si attesta a € 2,1 mln (€ 2,9 mln nel 2018 e € 3,0 mln nelle nostre stime), mentre l'Utile Netto di pertinenza del Gruppo è pari a € 1,6 mln (€ 2,4 mln nel 2018), inferiore rispetto allo scorso esercizio.

A livello di Capex, i valori sono stati superiori rispetto a quelli del 2018 e alle nostre stime, a causa di: investimenti in R&D, costi capitalizzabili per IPO (circa € 0,8 mln), investimenti per fabbricati della controllata Strema (circa € 0,7 mln) e incremento di partecipazioni. Per quanto riguarda l'incremento delle partecipazioni, è importante ricordare gli investimenti:

- 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.

Il capitale circolante ha fatto registrare un aumento rispetto all'anno precedente, risultando, tuttavia, inferiore alle nostre stime. In particolare:

- I crediti risultano in aumento rispetto all'anno precedente, in ragione: dell'incremento dell'incidenza sul fatturato del mercato italiano, dove le condizioni di incasso risultano peggiori rispetto a quelle estere e della significativa presenza di crediti commerciali nei bilanci delle controllate;
- a livello di *inventories*, nonostante la riduzione del magazzino di Ilpra Italia, i valori sono aumentati per effetto della gestione delle rimanenze di altre Società del Gruppo, in particolare, la controllata Strema ha avuto un impatto significativo;
- la variazione dei debiti è dovuta soprattutto ad acconti collegati all'attività delle controllate Veripack e Strema.

La Posizione Finanziaria Netta, pari ad € 6,5 mln, registra un miglioramento di € 3,0 mln rispetto al 2018 (€ 9,5 mln). Sulla variazione della PFN ha inciso positivamente l'aumento di capitale effettuato per la quotazione sul mercato AIM Italia. Tuttavia, il miglioramento registrato risulta inferiore a quello stimato nel nostro precedente *report*.

1.2 New estimates FY20E – FY22E

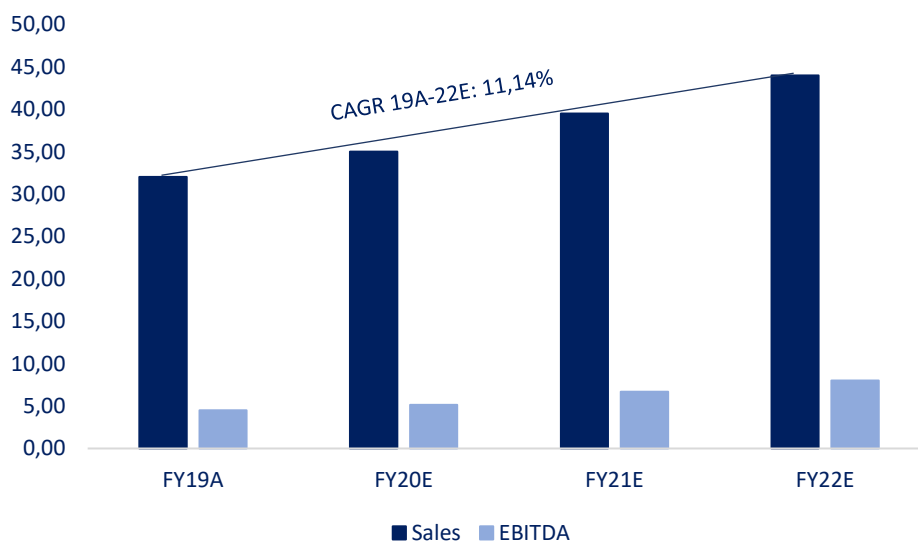
Per quanto riguarda gli effetti dell'epidemia Covid 19, Ilpra continua la sua attività produttiva, a ranghi ridotti, al fine di adeguarsi alle norme stabilite dal Governo e fornire la massima sicurezza ai suoi dipendenti, in quanto facente parte della filiera alimentare. Crediamo, dunque, che il Gruppo possa continuare l'attività di produzione per far fronte alle richieste di ordini da parte della clientela, senza significativi rallentamenti. Nonostante le difficoltà del periodo e dei limiti che potranno sorgere con i vincoli agli spostamenti, soprattutto a livello internazionale, crediamo che possano esserci nuove opportunità a cui il mercato si sta aprendo, con una forte richiesta di prodotti alimentari confezionati in atmosfera modificata, che garantiscano igiene e conservazione.

Table 3 – Estimates Updates FY20E-22E

€/mln	FY2020E	FY2021E	FY2022E
Sales			
New	35,0	39,5	44,0
Old	36,0	40,0	44,0
Change	-2,8%	-1,3%	0,0%
EBITDA			
New	5,2	6,7	8,0
Old	7,1	8,3	9,3
Change	-27,0%	-18,8%	-14,0%
EBITDA %			
New	14,7%	17,0%	18,2%
Old	19,6%	20,6%	21,1%
Change	-4,9%	-3,7%	-3,0%
EBIT			
New	3,3	4,7	5,9
Old	5,5	6,7	7,8
Change	-40,4%	-29,3%	-23,9%
Net Income			
New	2,3	3,5	4,1
Old	3,9	5,0	5,9
Change	-41,4%	-29,9%	-30,4%
NFP			
New	6,1	3,9	1,1
Old	2,7	-1,1	-6,8
Change	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

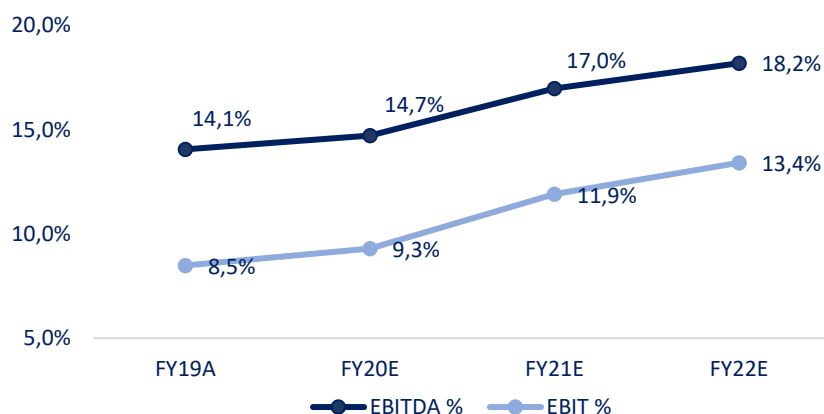
Chart 3 – Sales and EBITDA FY19A-22E



Source: Integrae SIM

In termini di Revenues, crediamo che la Società sarà in grado di avvicinarsi molto alle nostre precedenti stime raggiungendo quota € 35,0 mln nel 2020E e che, negli anni seguenti, sarà in grado di continuare a crescere (CAGR 19A-22E: 11,14%). Nel 2020, infatti, non ci aspettiamo alcun rallentamento significativo del business, poiché la Società appartiene alla filiera alimentare e, per questo motivo, non ha subito alcuna limitazione nello svolgimento delle proprie attività in relazione alla diffusione dell'epidemia Covid 19.

Chart 4 – Estimates Margin FY19A-22E



Source: Integrae SIM

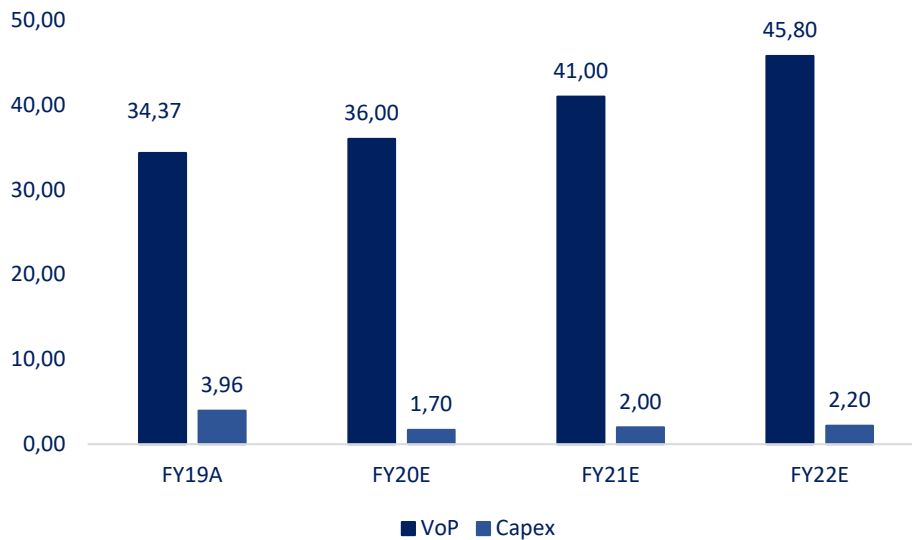
In termini di marginalità, dopo le difficoltà del 2019A, crediamo che la Società sarà in grado di ricominciare la propria crescita, con EBITDA Margin pari al 14,7% nel 2020E, in crescita fino ad un valore pari al 18,2% nel 2022E. Questo miglioramento sarà possibile grazie a:

- Ripristino del business ordinario della controllata Strema, Società in grado di garantire un alto livello di marginalità;
- Composizione del fatturato maggiormente in linea con gli anni precedenti, con una maggior incidenza del mercato estero e, in particolare, di quello britannico. Questo

avrà come effetto una riduzione dell'incidenza della voce COGS sul valore della produzione;

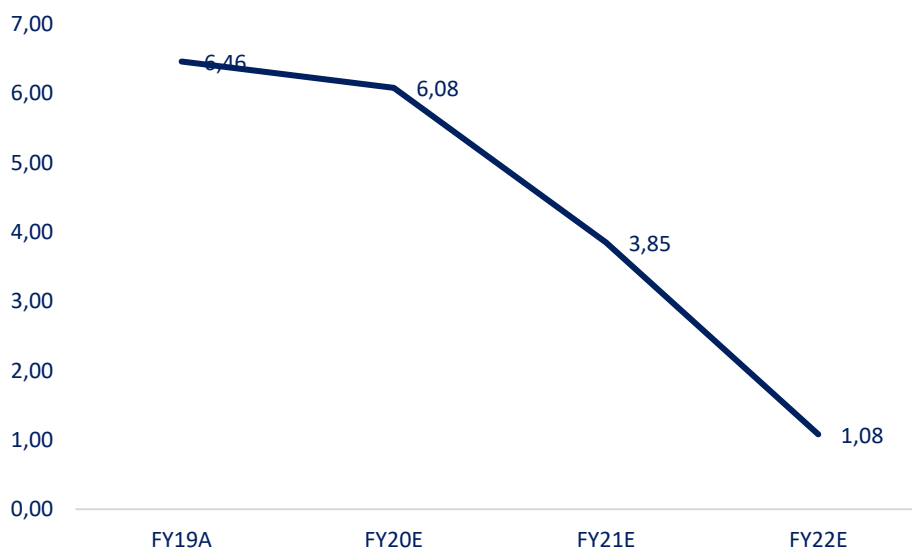
- Diminuzione dell'incidenza del costo del personale, in ragione della diminuzione degli straordinari e delle trasferte dei dipendenti rispetto al 2019;
- Diminuzione dei costi per servizi, in ragione della sospensione di alcuni eventi fieristici e di eventi pubblicitari.

Chart 5 – Estimates Capex FY19A-22E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – Estimates NFP FY19A-22E



Source: Integrae SIM

Per l'anno 2020, stimiamo un peggioramento della NFP, rispetto al nostro precedente *report*, dovuto principalmente alla necessità di generare nuovo debito, al fine di finanziare la gestione del circolante.

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		7,62%
Risk Free Rate	0,83% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	10,04% Beta Adjusted	0,81
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,20
Ke	11,49% Kd	2,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,62%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value (€/mln)		32,6
FCFO actualized	4,8	12%
TV actualized DCF	34,3	88%
Enterprise Value	39,1	100%
NFP (FY19A)	6,46	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumptions*, ne risulta un **equity value di €32,6 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%	64,5	55,4	48,4	42,7	38,0	34,1	30,8
2,0%	56,5	49,3	43,5	38,7	34,8	31,4	28,5
1,5%	50,2	44,3	39,5	35,4	32,0	29,1	26,5
1,0%	45,1	40,2	36,1	32,6	29,6	27,1	24,8
0,5%	41,0	36,8	33,2	30,2	27,6	25,3	23,2
0,0%	37,5	33,9	30,8	28,1	25,8	23,7	21,9
-0,5%	34,5	31,4	28,7	26,3	24,2	22,3	20,6

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 – Market Multiples

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
I.M.A. Industria Macchine Automobilistiche	11,5	10,5	10,2	16,0	13,8	12,6	20,9	19,6	15,9
Krones AG	7,1	4,8	4,4	16,2	9,2	7,7	19,4	11,7	10,4
GEA Group Aktiengesellschaft	8,2	7,2	6,7	14,6	11,4	10,0	19,9	15,5	13,5
Alfa Laval AB	10,0	10,0	9,3	11,9	11,7	10,6	15,4	14,8	13,9
John Bean Technologies Corp.	10,8	10,5	9,6	15,3	14,0	12,8	18,6	16,5	15,4
Median	10,0	10,0	9,3	15,3	11,7	10,6	19,0	15,2	13,9

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	51,6	66,7	74,2
EV/EBIT	49,9	54,8	62,8
P/E	43,7	52,8	56,6
Equity Value			
EV/EBITDA	45,5	62,9	73,2
EV/EBIT	43,8	50,9	61,7
P/E	43,7	52,8	56,6
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	34,1	47,2	54,9
EV/EBIT	32,8	38,2	46,3
P/E	32,8	39,6	42,5
Average	33,2	41,7	47,9

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Ilpra utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a € 54,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Ilpra rispetto alle società incluse nel *panel* oltre che ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di € 40,9 mln.**

Il valore derivante dalla valutazione tramite multipli risulta soltanto in leggera decrescita rispetto al precedente *report*, nonostante la riduzione delle stime, in ragione della crescita dei multipli delle società comparabili. Tali valori risultano in crescita, poiché le società considerate appartengono alla filiera dei settori anticiclici (*food* and *pharma*), sui quali gli investitori istituzionali si sono concentrati in questo periodo di difficoltà dei mercati.

2.3 Equity Value

Table 10 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	36,8
Equity Value DCF (€/mln)	32,6
Equity Value multiples (€/mln)	40,9
Target Price (€)	3,05

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €36,8 mln. Il *target price* è quindi di €3,05 (prev. €3,78). Confermiamo *rating BUY* e rischio *MEDIUM*.

Table 11 – Target Price Implied Valuation Multiples

Implied Valuation Multiples	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	8,4x	6,5x	5,4x
EV/EBIT	13,3x	9,2x	7,3x
P/E	16,0x	10,6x	9,0x

Source: Integrae SIM

Table 12 – Current Price Implied Valuation Multiples

Implied Valuation Multiples	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	6,1x	4,7x	3,9x
EV/EBIT	9,7x	6,7x	5,3x
P/E	10,9x	7,2x	6,2x

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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th, 2011.

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
10/04/2019	2.26	Buy	3.20	Medium	Initiation of coverage
08/10/2019	2.04	Buy	3.78	Medium	Update

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

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

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

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

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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.