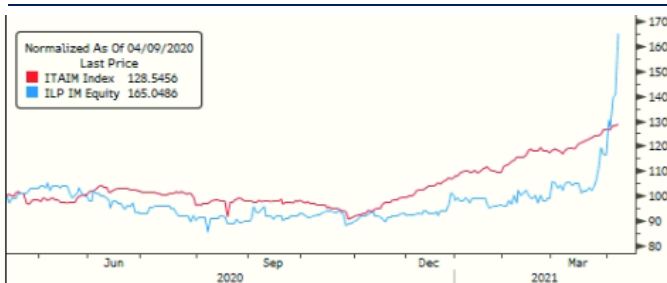


ILPRA	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Industrial Machinery</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 5,40 (prev. €3,60)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	55,96%	68,32%	78,01%	65,05%
to FTSE AIM Italia	47,65%	51,36%	45,05%	36,50%
to FTSE STAR Italia	49,60%	58,62%	53,97%	4,97%
to FTSE All-Share	52,99%	60,69%	53,67%	26,30%
to EUROSTOXX	50,87%	58,42%	56,45%	27,51%
to MSCI World Index	51,12%	62,25%	59,71%	18,11%

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data

Price	€ 3,40
Target price	€ 5,40
Upside/(Downside) potential	59%
Bloomberg Code	ILP IM EQUITY
Market Cap (€m)	40,93
EV (€m)	42,88
Free Float	19,91%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 3,40
52-week low	€ 1,76
Average daily volumes (3m)	24.000

FY20A Results

I ricavi si attestano a € 32,38 mln, rispetto a un valore pari a € 32,05 mln registrato a fine 2019 e a € 35,00 mln stimati nel nostro precedente report. Più significativo, invece, l'aumento in termini di valore della produzione che passa da € 34,37 mln a € 36,34 mln, rispetto a € 36,00 mln stimati. L'EBITDA, pari a € 6,16 mln, registra un significativo aumento pari al 37% rispetto ai € 4,50 mln dell'esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre precedenti aspettative pari a € 5,15 mln. Anche l'EBITDA Margin, pari al 19,0%, aumenta rispetto al 14,1% del 2019 e supera le nostre attese, pari al 14,7%. La NFP mostra un significativo miglioramento da € 6,46 mln a € 1,95 mln del 2019 e € 6,08 mln stimato

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, ci aspettiamo ricavi 2021E pari a € 37,5 mln ed un EBITDA pari a € 7,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 46,0 mln (CAGR 20A-23E: 12,42%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 9,20 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,0%), in crescita rispetto a € 6,16 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 19,0%).

A livello patrimoniale, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione della distribuzione di dividendi, proposta dal Consiglio di Amministrazione, per un valore corrispondente ad un payout ratio del 35%.

Key Financials (€m)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
Revenues	32,0	32,4	37,5	41,5
EBITDA	4,5	6,2	7,2	8,1
EBIT	2,7	4,2	5,2	6,1
Net Profit	2,1	3,2	3,7	4,4
EPS (€)	0,17	0,27	0,31	0,37
EBITDA margin	14,1%	19,0%	19,1%	19,6%
EBIT margin	8,5%	12,9%	13,9%	14,8%
Net Profit margin	6,6%	9,9%	9,9%	10,7%

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 €62,0 mln.

L'equity value di Ilpra utilizzando i market multiples risulta essere pari €68,0 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €65,0 mln. Il target price è di €5,40 (prev.€3,60).

Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Main Ratios	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	9,5	7,0	6,0	5,3
EV/EBIT (x)	15,8	10,2	8,2	7,0
P/E (x)	19,5	12,8	11,1	9,3

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	28,41	32,05	32,38	37,50	41,50	46,00
Other Revenues	3,05	2,32	3,97	1,50	1,80	2,00
Value of Production	31,46	34,37	36,34	39,00	43,30	48,00
COGS	11,13	12,69	13,11	13,65	15,10	16,70
Services	5,50	6,23	5,79	6,30	6,90	7,60
Use of asset owned by others	0,93	1,26	1,16	1,30	1,40	1,50
Employees	8,04	9,39	9,65	10,20	11,30	12,50
Other expenses	0,33	0,29	0,48	0,40	0,45	0,50
EBITDA	5,54	4,50	6,16	7,15	8,15	9,20
<i>EBITDA Margin</i>	<i>19,5%</i>	<i>14,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,6%</i>	<i>20,0%</i>
D&A	1,32	1,78	1,97	1,95	2,00	2,05
EBIT	4,21	2,72	4,19	5,20	6,15	7,15
<i>EBIT Margin</i>	<i>14,8%</i>	<i>8,5%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,5%</i>
Financial Management	(0,42)	(0,28)	(0,21)	(0,20)	(0,18)	(0,15)
EBT	3,80	2,44	3,98	5,00	5,97	7,00
Taxes	0,93	0,34	0,79	1,30	1,55	1,80
Consolidated Net Income	2,86	2,10	3,20	3,70	4,42	5,20
Minorities	0,47	0,53	0,50	0,74	0,88	1,04
%	16%	25%	15%	20%	20%	20%
Group Net Income	2,40	1,58	2,70	2,96	3,54	4,16
%	84%	75%	85%	80%	80%	80%
BALANCE SHEET (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	9,52	11,70	12,09	11,85	11,85	12,00
Account Receivable	8,08	9,33	9,13	10,70	11,80	13,00
Inventories	10,81	12,54	13,67	14,10	15,50	17,00
Account Payable	6,70	7,88	8,67	8,65	9,70	10,80
Operating Working Capital	12,19	13,98	14,13	16,15	17,60	19,20
Other Receivable	3,75	4,56	5,18	5,80	6,40	7,00
Other Payable	2,93	3,81	5,41	4,70	5,20	5,70
Net Working Capital	13,01	14,73	13,90	17,25	18,80	20,50
Severance Indemnities & Other Provisions	2,50	2,65	2,92	3,00	3,30	3,60
NET INVESTED CAPITAL	20,02	23,78	23,08	26,10	27,35	28,90
Share Capital	1,90	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	5,77	12,81	15,53	18,00	20,87	24,29
Net Income	2,86	2,10	3,20	3,70	4,42	5,20
Equity	10,53	17,32	21,14	24,11	27,70	31,90
Cash & Cash Equivalent	2,80	3,39	10,14	9,01	10,35	12,00
Short Term Debt	5,30	5,25	4,68	4,00	3,50	3,00
M/L Term Debt	6,99	4,60	7,40	7,00	6,50	6,00
Net Financial Position	9,49	6,46	1,95	1,99	(0,35)	(3,00)
SOURCES	20,02	23,78	23,08	26,10	27,35	28,90
CASH FLOW (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	
EBIT	2,72	4,19	5,20	6,15	7,15	
Taxes	0,34	0,79	1,30	1,55	1,80	
NOPAT	2,38	3,40	3,90	4,60	5,35	
D&A	1,78	1,97	1,95	2,00	2,05	
Change in Account Receivable	(1,25)	0,20	(1,57)	(1,10)	(1,20)	
Change in Inventories	(1,73)	(1,13)	(0,43)	(1,40)	(1,50)	
Change in Account Payable	1,18	0,78	(0,02)	1,05	1,10	
Other Changes	0,07	0,98	(1,33)	(0,10)	(0,10)	
<i>Change in NWC</i>	<i>(1,72)</i>	<i>0,83</i>	<i>(3,35)</i>	<i>(1,55)</i>	<i>(1,70)</i>	
Change in Provision	0,15	0,27	0,09	0,30	0,30	
OPERATING CASH FLOW	2,58	6,47	2,59	5,35	6,00	
Investments	(3,96)	(2,37)	(1,71)	(2,00)	(2,20)	
FREE CASH FLOW TO FIRM	(1,38)	4,10	0,88	3,35	3,80	
Financial Management	(0,28)	(0,21)	(0,20)	(0,18)	(0,15)	
Change in Payable to Bank	(2,44)	2,24	(1,08)	(1,00)	(1,00)	
Change in Equity	4,68	0,62	(0,72)	(0,84)	(1,00)	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,59	6,75	(1,12)	1,33	1,65	

Source: ILPRA and Integrae SIM estimates

1.1 FY20A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY20A

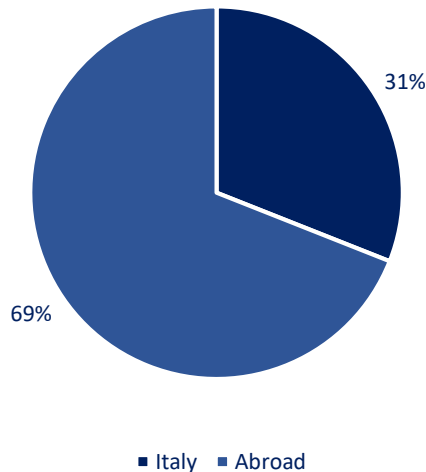
(€/mln)	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY20A	32,4	6,2	19,0%	4,2	3,2	1,9
FY20E	35,0	5,2	14,7%	3,3	2,3	6,1
Change	-7,5%	19,6%	4,3%	28,9%	38,9%	N/A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che *“Il 2020 si è concluso per il Gruppo ILPRA con performance positive in termini di crescita della marginalità, risultato che assume una valenza ancora più significativa in considerazione del contesto socioeconomico globale, a riprova della sostenibilità del modello di business, del progetto industriale e delle strategie perseguite”*.

I ricavi si attestano a € 32,38 mln, rispetto a un valore pari a € 32,05 mln registrato a fine 2019 e a € 35,00 mln stimati nel nostro precedente *report*. Più significativo, invece, l’aumento in termini di valore della produzione che passa da € 34,37 mln a € 36,34 mln, rispetto a € 36,00 mln stimati. La crescita è principalmente dovuta all’incremento della variazione del magazzino semilavorati e prodotti finiti, per circa € 1,8 mln. Tale incremento è legato al proseguimento dell’attività produttiva, anche durante il periodo di *lockdown* e di inevitabile calo della domanda, al fine di garantire il rispetto della consegna degli ordini entro i tempi prestabiliti.

Chart 1 – Revenues Breakdown by Geographical Area



Source: ILPRA

I ricavi realizzati in Italia, pari a €10,2 mln (€11,3 mln nel 2019), rappresentano il 31% del totale (35% nel 2019). I Ricavi realizzati all’estero, pari a €22,2 mln (€20,7 mln nel 2019), rappresentano il 69% del totale (65% nel 2019), a testimonianza dell’efficacia della strategia di internazionalizzazione intrapresa.

L’EBITDA, pari a € 6,16 mln, registra un significativo aumento pari al 37% rispetto ai € 4,50 mln dell’esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre precedenti aspettative pari a € 5,15 mln. Anche l’EBITDA Margin, pari al 19,0%, aumenta rispetto al 14,1% del 2019 e supera le nostre attese, pari al 14,7%. La crescita dell’EBITDA è legata: a un maggiore efficientamento dell’attività produttiva, a minori costi per materie prime e a minori costi per servizi (quali le spese di viaggio e trasferta e i costi per le fiere, annullate a causa

della situazione pandemica) e ad un maggior marginalità sulle vendite. Oltre a questo, è importante sottolineare come le attività commerciali e di servizio siano state supportate dall'adozione di tecnologie digitali che hanno garantito la continuità di dialogo con il mercato e il presidio della base installata e che consentiranno anche in futuro un mix più efficiente nei canali di contatto con clienti e canali distributivi.

L'EBIT è pari a € 4,19 mln (€ 2,72 mln nel 2019) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,97 mln. Anche il valore dell'EBIT supera le nostre precedenti stime, pari a € 3,25 mln. Di conseguenza, anche l'EBIT Margin, pari al 12,9% mostra un incremento rispetto allo scorso anno (8,5%) e alle nostre aspettative (9,3%).

L'Utile Netto si attesta a € 3,20 mln (€ 2,10 mln nel 2019), in crescita rispetto a € 2,30 mln delle nostre precedenti stime.

A livello di Capex, si osserva un importante aumento degli investimenti rispetto alle stime. Una parte rilevante degli investimenti è legata ad attività di Ricerca e Sviluppo, finalizzata, secondo quanto comunicato, al miglioramento delle tecniche di produzione e della gamma di prodotti aziendali, sfruttando tecnologie sempre più orientate all'efficientamento energetico, alla sostenibilità ambientale, ai modelli di produzione integrata e alle tecnologie IoT che consentono di offrire servizi di manutenzione predittiva. Si osserva, inoltre, un aumento del valore di terreni e fabbricati ed impianti e macchinari.

Nonostante gli ingenti investimenti, la NFP mostra un significativo miglioramento da € 6,46 mln del 2019 a € 1,95 mln (€ 6,08 mln stimato), anche grazie alla riduzione dei costi operativi ed al miglioramento della marginalità sulle vendite.

1.2 Eventi Significativi

In seguito alla nostra ultima pubblicazione, Ilpra ha comunicato:

- In data 22/12/2020, l'approvazione di un piano incentivante 2021-2022 a favore dei dipendenti (subordinato all'analisi da parte dei sindacati). Il piano prevede un premio ai dipendenti (in parte in denaro e in parte in beni e servizi *welfare*) per un importo massimo complessivo di circa € 500.000 in due anni, subordinato sia al raggiungimento di determinati obiettivi di fatturato ed EBITDA, sia ad alcuni KPI relativi alle performance dei singoli reparti. È inoltre previsto, per ciascun anno, il riconoscimento di un extra bonus, nella misura del 5% della retribuzione lorda mensile di ciascun dipendente, nel caso in cui la quotazione del titolo Ilpra in Borsa, nell'ultimo giorno di negoziazione dell'anno di riferimento del piano, risulti superiore a quella dell'ultimo giorno di quotazione dell'anno solare precedente;
- In data 03/03/2021, la prosecuzione del piano volto ad implementare una maggiore e più mirata sostenibilità aziendale. Per raggiungere questo obiettivo la Società ha avviato un piano di conversione e aggiornamento dei propri macchinari che, grazie all'utilizzo di sofisticati motori *brushless* e di moderne tecnologie appositamente progettate, permetterà un considerevole risparmio di energia. Si specifica inoltre, che la sede di Mortara, fulcro dell'intero processo di produzione, con circa 200 risorse, produce in autonomia circa il 50% del fabbisogno energetico necessario.

1.3 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

€/mln	FY2021E	FY2022E	FY2023E
Revenues			
New	37,5	41,5	46,0
Old	39,5	44,0	N/A
Change	-5,1%	-5,7%	N/A
EBITDA			
New	7,2	8,1	9,2
Old	6,7	8,0	N/A
Change	6,7%	1,9%	N/A
EBITDA %			
New	19,1%	19,6%	20,0%
Old	17,0%	18,2%	N/A
Change	2,1%	1,5%	N/A
EBIT			
New	5,2	6,1	7,2
Old	4,7	5,9	N/A
Change	10,6%	4,2%	N/A
Net Income			
New	3,7	4,4	5,2
Old	3,5	4,1	N/A
Change	6,3%	8,6%	N/A
NFP			
New	2,0	-0,3	-3,0
Old	3,9	1,1	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

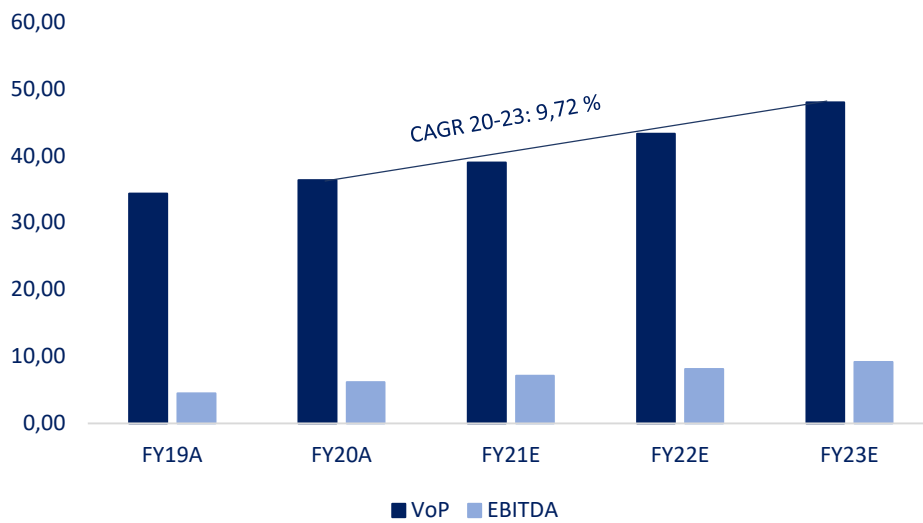
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, ci aspettiamo ricavi 2021E pari a € 37,5 mln ed un EBITDA pari a € 7,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 46,0 mln (CAGR 20A-23E: 12,42%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 9,20 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,0%), in crescita rispetto a € 6,16 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 19,0%).

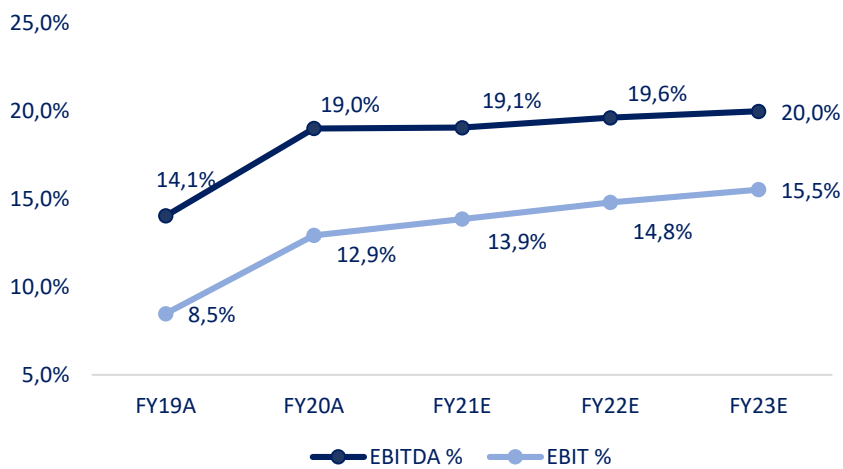
A livello patrimoniale, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione della distribuzione di dividendi, proposta dal Consiglio di Amministrazione, per un valore corrispondente ad un *payout ratio* del 35% circa rispetto all'utile 2020A. Crediamo che le stesse politiche di dividendo potranno essere perseguite dalla Società anche nel corso dei successivi anni di piano.

Chart 2 – VoP and EBITDA FY19A-23E



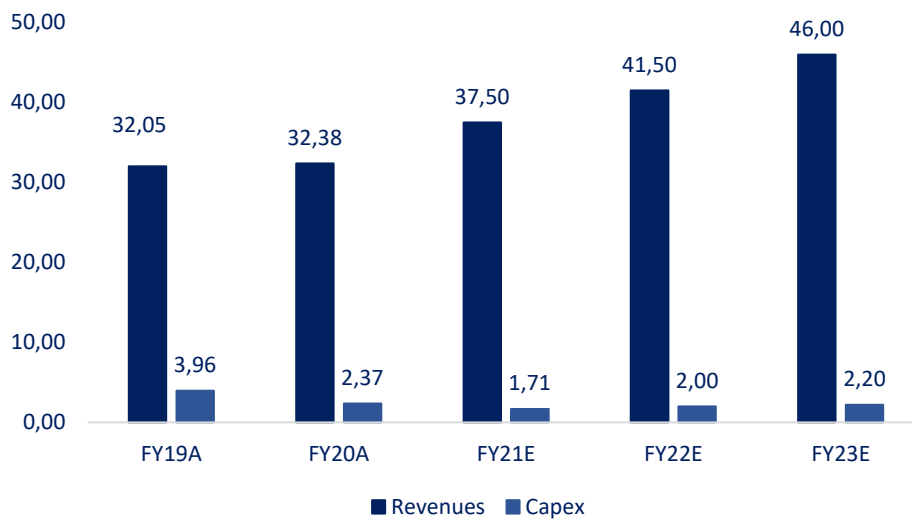
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Margin FY19A-23E



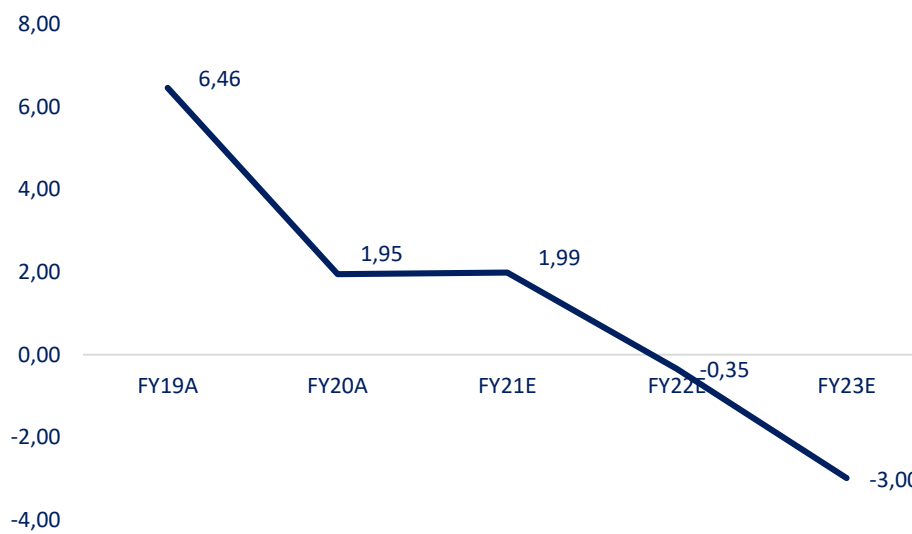
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Capex FY19A-23E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – NFP FY19A-23E



Source: Integrae SIM

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		6,63%
Risk Free Rate	-0,13% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	1,03
D/E (average)	53,85% Beta Relevered	1,43
Ke	9,43% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,63%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value (€/mln)		62,0
FCFO actualized	9,8	15%
TV actualized DCF	54,1	85%
Enterprise Value	64,0	100%
NFP (FY20A)	1,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€62,0 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	WACC						
	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
2,5%	130,2	108,8	93,4	81,6	72,4	65,0	59,0
2,0%	110,7	95,0	83,0	73,7	66,1	59,9	54,8
1,5%	96,6	84,5	74,9	67,3	61,0	55,7	51,2
1,0%	85,9	76,2	68,4	62,0	56,6	52,1	48,1
0,5%	77,5	69,6	63,1	57,6	52,9	49,0	45,5
0,0%	70,8	64,1	58,6	53,8	49,8	46,3	43,2
-0,5%	65,3	59,6	54,8	50,6	47,0	43,9	41,1

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

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

Table 7 – Market Multiples

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Krones AG	8,2	6,5	5,7	17,9	11,5	9,3	25,1	16,4	11,5
GEA Group Aktiengesellschaft	11,0	9,8	9,1	16,9	14,5	13,4	25,3	21,8	18,8
Alfa Laval AB	15,3	14,3	13,5	20,0	17,9	16,5	24,6	22,0	19,6
John Bean Technologies Corp.	17,5	16,0	N/A	23,9	21,2	19,5	31,3	28,0	25,5
Median	13,2	12,0	9,1	18,9	16,2	15,0	25,2	21,9	19,2

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	94,2	98,1	84,1
EV/EBIT	98,5	99,7	107,1
P/E	74,5	77,5	79,8
Equity Value			
EV/EBITDA	92,2	98,5	87,1
EV/EBIT	96,5	100,0	110,1
P/E	74,5	77,5	79,8
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	69,2	73,9	65,3
EV/EBIT	72,4	75,0	82,6
P/E	55,9	58,1	59,8
Average	65,8	69,0	69,2

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di ILPRA, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a €90,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di €68,0 mln.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	65,0
Equity Value DCF (€/mln)	62,0
Equity Value multiples (€/mln)	68,0
Target Price (€)	5,40

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €65,0 mln. Il *target price* è quindi di € 5,40 (prev. €3,60). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Implied Valuation Multiples	2020A	2021E	2022E
EV/EBITDA	10,9x	9,4x	8,2x
EV/EBIT	16,0x	12,9x	10,9x
P/E	20,3x	17,6x	14,7x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Implied Valuation Multiples	2020A	2021E	2022E
EV/EBITDA	7,0x	6,0x	5,3x
EV/EBIT	10,2x	8,2x	7,0x
P/E	12,8x	11,1x	9,3x

Source: Integrae SIM

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca and Emanuele Negri are current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
22/04/2020	2,08	Buy	3,05	Medium	Update
25/09/2020	1,90	Buy	3,60	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. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present

publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ 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 SpA;
- Integræ 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 SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.

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