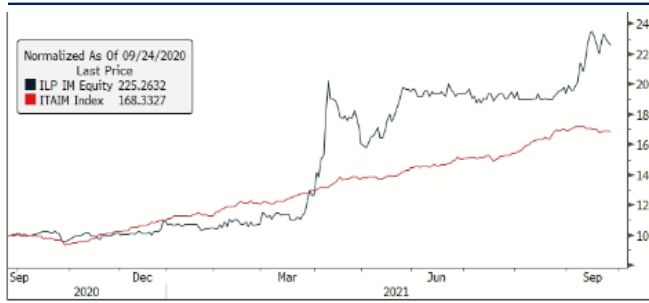


ILPRA	Italy	FTSE AIM Italia	Industrial Machinery
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 7,00 (prev. €5,40)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	15,05%	16,30%	78,33%	N.A.
to FTSE AIM Italia	15,71%	5,27%	48,86%	N.A.
to FTSE STAR Italia	15,70%	6,85%	52,09%	N.A.
to FTSE All-Share	14,72%	12,62%	71,30%	N.A.
to EUROSTOXX	15,66%	14,46%	72,24%	N.A.
to MSCI World Index	16,02%	13,72%	67,69%	N.A.

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data

Price	€ 4,28
Target price	€ 7,00
Upside/(Downside) potential	64%
Bloomberg Code	ILP IM EQUITY
Market Cap (€m)	51,53
EV (€m)	53,47
Free Float	19,91%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 4,50
52-week low	€ 1,78
Average daily volumes (3m)	7.200

1H21A Results

I ricavi del primo semestre si attestano a € 20,30 mln, in crescita del 32,5% rispetto a € 15,32 mln del 1H20A. Il valore della produzione aumenta del 24,7% (€ 21,80 mln dell'1H21A vs € 17,48 mln dell'1H20A). L'EBITDA è pari a € 4,38 mln (€ 2,63 mln all'1H20A) con EBITDA margin pari al 21,6% in miglioramento di 4,4 punti percentuali rispetto al 17,2% al primo semestre dello scorso anno. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,97 mln è pari a € 3,41 mln, leggermente più che raddoppiato rispetto al risultato del 1H20A di € 1,70 mln. In crescita anche il Net Income complessivo (Gruppo più terzi) che si attesta a € 2,57 mln (+100,9%).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY21E pari a € 38,50 mln ed un EBITDA pari a € 7,90 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 46,00 mln (CAGR 20A-23E: 12,42%) nel FY23E, con EBITDA pari a € 9,90 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,5%), in crescita rispetto a € 6,16 mln del FY20A (corrispondente ad un EBITDA margin del 19,0%).

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	32,4	38,5	42,5	46,0
EBITDA	6,2	7,9	9,0	9,9
EBIT	4,2	6,0	6,9	7,7
Net Profit	3,2	4,3	5,0	5,6
EPS (€)	0,27	0,35	0,41	0,46
EBITDA margin	19,0%	20,5%	21,1%	21,5%
EBIT margin	12,9%	15,5%	16,1%	16,6%
Net Profit margin	9,9%	11,0%	11,6%	12,1%

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 € 83,10 mln. L'equity value di Ilpra utilizzando i market multiples risulta essere pari € 85,6 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 84,30 mln. Il target price quindi è di € 7,00 (prev. € 5,40). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	8,7	6,8	6,0	5,4
EV/EBIT (x)	12,8	9,0	7,8	7,0
P/E (x)	16,1	12,1	10,4	9,3

Mattia Petracca

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	38,50	42,50	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	40,00	44,30	48,00
COGS	11,13	12,69	13,11	13,80	15,20	16,50
Services	5,50	6,23	5,79	6,30	7,00	7,60
Use of asset owned by others	0,93	1,26	1,16	1,20	1,40	1,50
Employees	8,04	9,39	9,65	10,30	11,25	12,00
Other expenses	0,33	0,29	0,48	0,50	0,50	0,50
EBITDA	5,54	4,50	6,16	7,90	8,95	9,90
<i>EBITDA Margin</i>	<i>19,5%</i>	<i>14,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>20,5%</i>	<i>21,1%</i>	<i>21,5%</i>
D&A	1,32	1,78	1,97	1,95	2,10	2,25
EBIT	4,21	2,72	4,19	5,95	6,85	7,65
<i>EBIT Margin</i>	<i>14,8%</i>	<i>8,5%</i>	<i>12,9%</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,6%</i>
Financial Management	(0,42)	(0,28)	(0,21)	(0,20)	(0,18)	(0,15)
EBT	3,80	2,44	3,98	5,75	6,67	7,50
Taxes	0,93	0,34	0,79	1,50	1,72	1,95
Consolidated Net Income	2,86	2,10	3,20	4,25	4,95	5,55
Minorities	0,47	0,53	0,50	0,85	0,99	1,11
%	16%	25%	15%	20%	20%	20%
Group Net Income	2,40	1,58	2,70	3,40	3,96	4,44
%	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	12,25	13,00
Account Receivable	8,08	9,33	9,13	10,50	11,55	12,50
Inventories	10,81	12,54	13,67	14,00	15,40	16,00
Account Payable	6,70	7,88	8,67	9,50	10,50	11,40
Operating Working Capital	12,19	13,98	14,13	15,00	16,45	17,10
Other Receivable	3,75	4,56	5,18	5,70	6,20	6,60
Other Payable	2,93	3,81	5,41	6,00	6,20	6,40
Net Working Capital	13,01	14,73	13,90	14,70	16,45	17,30
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	23,55	25,40	26,70
Share Capital	1,90	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	5,77	12,81	15,53	18,00	21,29	25,13
Net Income	2,86	2,10	3,20	4,25	4,95	5,55
Equity	10,53	17,32	21,14	24,66	28,65	33,08
Cash & Cash Equivalent	2,80	3,39	10,14	12,11	13,25	15,38
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	(1,11)	(3,25)	(6,38)
SOURCES	20,02	23,78	23,08	23,55	25,40	26,70
CASH FLOW (€/mIn)						
	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	
EBIT	2,72	4,19	5,95	6,85	7,65	
Taxes	0,34	0,79	1,50	1,72	1,95	
NOPAT	2,38	3,40	4,45	5,13	5,70	
D&A	1,78	1,97	1,95	2,10	2,25	
Change in Account Receivable	(1,25)	0,20	(1,37)	(1,05)	(0,95)	
Change in Inventories	(1,73)	(1,13)	(0,33)	(1,40)	(0,60)	
Change in Account Payable	1,18	0,78	0,83	1,00	0,90	
Other Changes	0,07	0,98	0,07	(0,30)	(0,20)	
<i>Change in NWC</i>	<i>(1,72)</i>	<i>0,83</i>	<i>(0,80)</i>	<i>(1,75)</i>	<i>(0,85)</i>	
Change in Provision	0,15	0,27	0,09	0,30	0,30	
OPERATING CASH FLOW	2,58	6,47	5,69	5,78	7,40	
Investments	(3,96)	(2,37)	(1,71)	(2,50)	(3,00)	
FREE CASH FLOW TO FIRM	(1,38)	4,10	3,98	3,28	4,40	
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)	(0,96)	(1,12)	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,59	6,75	1,98	1,14	2,13	

Source: ILPRA and Integrae SIM estimates

1.1 1H21A Results

Table 2 – 1H21A vs 1H20A

(€/mln)	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H21A	20,3	4,4	21,6%	3,4	2,6	-1,0
1H20A	15,3	2,6	17,2%	1,7	1,3	1,9*
Change	32,5%	66,7%	4,4%	100,6%	100,9%	N/A

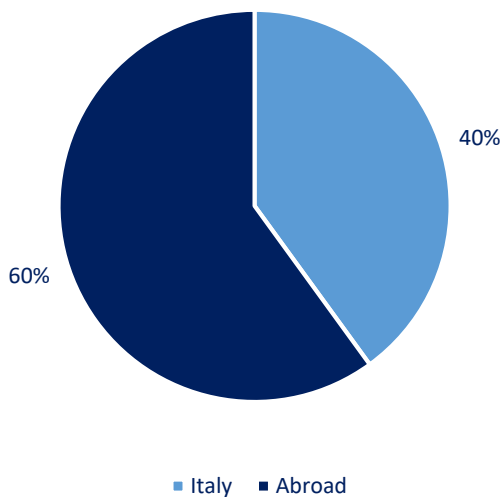
Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/20

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“Chiudiamo con soddisfazione un ulteriore semestre di crescita e di miglioramento della marginalità, in continuità con l’esercizio 2020. Continuiamo il nostro percorso di crescita, mirato a consolidare la posizione del Gruppo Ilpra tra i leader nel mercato di riferimento. Sulla base dei risultati del primo semestre, dei molteplici progetti di sviluppo cui il Gruppo sta lavorando e delle previsioni UCIMA, che stima per il settore una crescita del 6-8%, anche alla luce dell’aumento del 10,7% della raccolta ordini, guardiamo con fiducia ad una positiva performance per l’intero 2021.”*

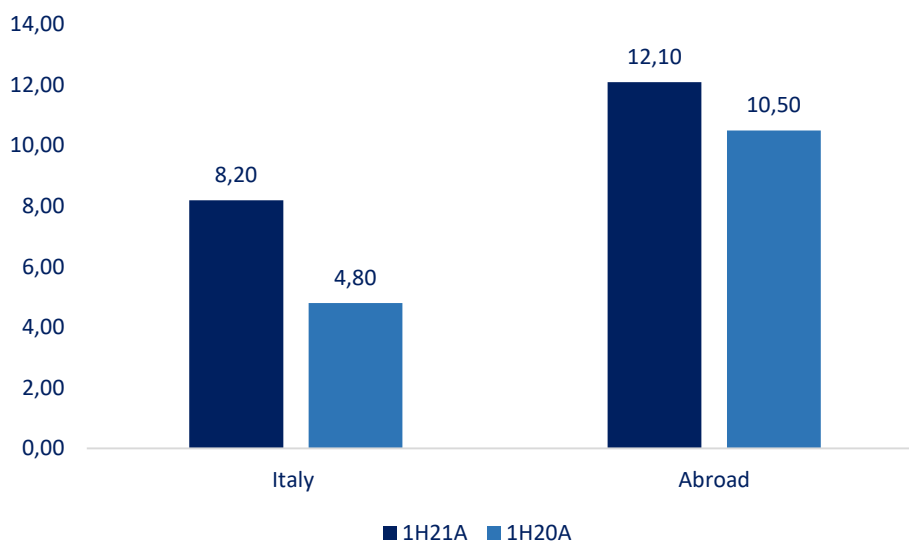
I ricavi del primo semestre si attestano a € 20,30 mln, in crescita del 32,5% rispetto a € 15,32 mln del 1H20A. Il valore della produzione registra un aumento del 24,7% (€ 21,80 mln dell’1H21A vs € 17,48 mln dell’1H20A), in crescita inferiore rispetto ai ricavi a causa di una riduzione della variazione del magazzino semilavorati e prodotti finiti, che sono stati smaltiti nel corso dell’esercizio.

Chart 1 – Revenues Breakdown by Region 1H21A



Source: ILPRA

Il grafico mostra la scomposizione dei ricavi per zona geografica: il 40% (32% all’1H20A) del totale è stato generato in Italia: € 8,20 mln il risultato nel 1H21A, rispetto a € 4,80 mln dell’1H20A (+69,0%). La restante parte, il 60% (68% all’1H20A), è realizzata all’Estero, con € 12,1 mln rispetto a € 10,5 mln dell’1H20A.

Chart 2 – Revenues Breakdown by Region 1H21A vs 1H20A


Source: ILPRA

L'EBITDA è pari a € 4,38 mln (€ 2,63 mln all'1H20A) con EBITDA *margin* pari al 21,6% in miglioramento di 4,4 punti percentuali rispetto al margine del 17,2% al primo semestre dello scorso anno. Il miglioramento della marginalità, secondo quanto riferito dalla Società, è riconducibile ad un maggiore efficientamento dell'attività produttiva, grazie agli investimenti sostenuti nell'ultimo periodo per implementare modelli di *lean facturing* e *lean management*. Si sottolineano in particolare l'aggiornamento e la conversione dei macchinari, che hanno ridotto l'impatto dei costi per servizi, e la scelta di internalizzare alcune attività tagliando i costi per fornitori esterni e ottimizzando il costo per *employees*.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,97 mln è pari a € 3,41 mln, leggermente più che raddoppiato rispetto al risultato del 1H20A di € 1,70 mln.

La NFP è pari a - € 1,02 mln, in miglioramento rispetto a € 1,95 mln all'FY20A. La variazione positiva è dovuta, oltre ai risultati di gestione caratteristica, all'interruzione di tutte le moratorie relative ai finanziamenti e *leasing* ancora in essere, per una riduzione dell'esposizione verso il sistema bancario.

In crescita anche il Net Income complessivo (Gruppo più terzi) che si attesta a € 2,57 mln rispetto a € 1,28 mln registrato al termine del primo semestre dello scorso esercizio, per una crescita del 100,9%.

1.2 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

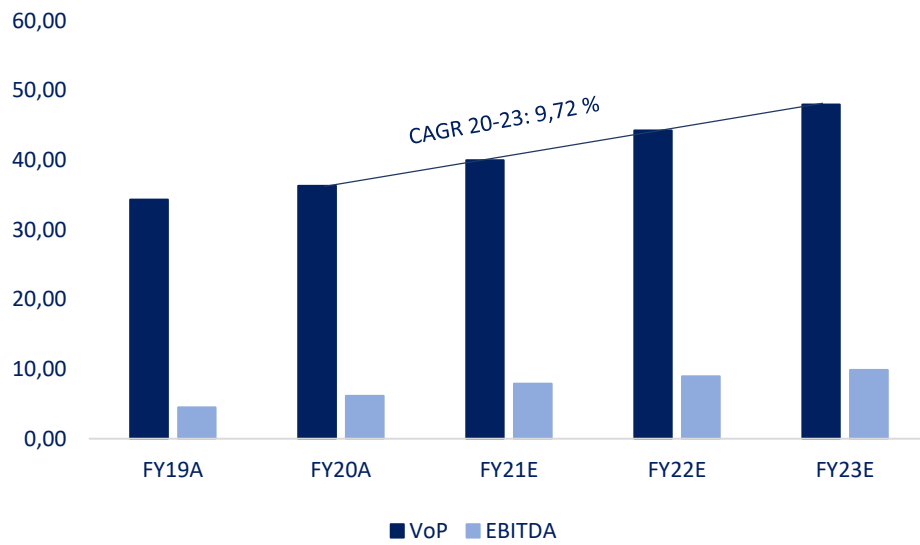
€/mln	FY2021E	FY2022E	FY2023E
Revenues			
New	38,5	42,5	46,0
Old	37,5	41,5	46,0
Change	2,7%	2,4%	0,0%
EBITDA			
New	7,9	9,0	9,9
Old	7,2	8,1	9,2
Change	10,5%	9,8%	7,6%
EBITDA %			
New	20,5%	21,1%	21,5%
Old	19,1%	19,6%	20,0%
Change	1,5%	1,4%	1,5%
EBIT			
New	6,0	6,9	7,7
Old	5,2	6,1	7,2
Change	14,4%	11,4%	7,0%
Net Income			
New	4,3	5,0	5,6
Old	3,7	4,4	5,2
Change	14,9%	12,0%	6,7%
NFP			
New	-1,1	-3,3	-6,4
Old	2,0	-0,3	-3,0
Change	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

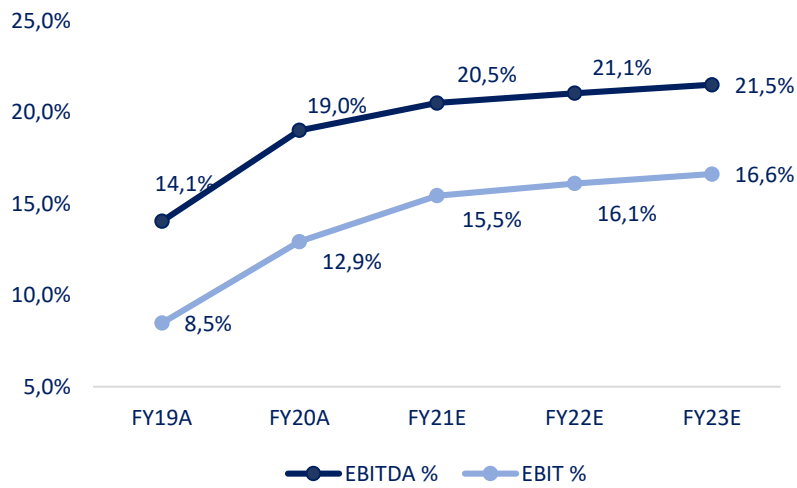
In particolare, stimiamo valore della produzione FY21E pari a € 38,50 mln ed un EBITDA pari a € 7,90 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 46,00 mln (CAGR 20A-23E: 12,42%) nel FY23E, con EBITDA pari a € 9,90 mln (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 21,5%), in crescita rispetto a € 6,16 mln del FY20A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 19,0%).

Chart 3 – VoP and EBITDA FY19A-FY23E



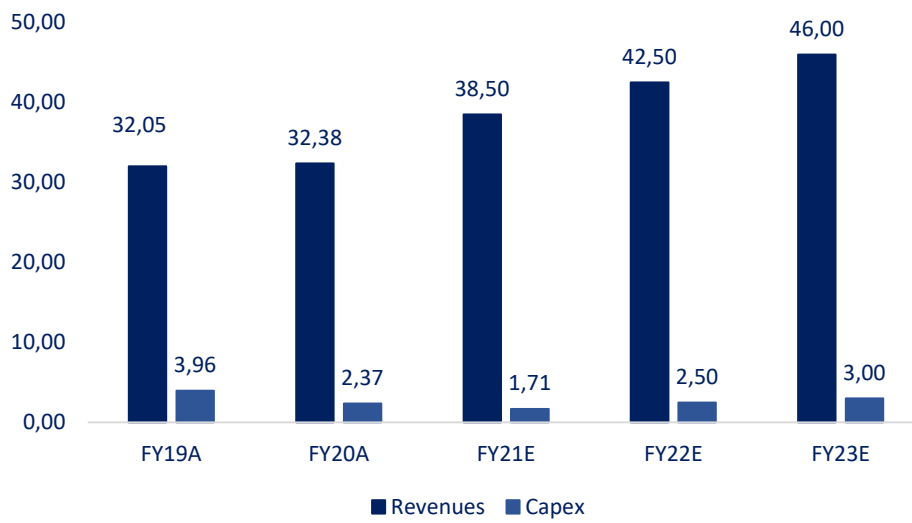
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY19A-FY23E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A-FY23E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY19A-FY23E



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		6,29%	
Risk Free Rate	-0,19%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85%	Beta Adjusted	0,96
D/E (average)	53,85%	Beta Relevered	1,34
Ke	8,90%	Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,29%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value (€/mln)		83,1	
FCFO actualized	14,4		17%
TV actualized DCF	70,7		83%
Enterprise Value	85,0		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 € 83,1 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	WACC						
	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%
2,5%	183,4	150,6	127,8	111,0	98,1	87,9	79,7
2,0%	152,8	129,7	112,6	99,5	89,2	80,8	73,8
1,5%	131,6	114,2	100,9	90,4	81,9	74,8	68,9
1,0%	115,9	102,4	91,7	83,1	75,9	69,9	64,7
0,5%	103,9	93,0	84,2	77,0	70,8	65,6	61,1
0,0%	94,4	85,4	78,0	71,8	66,5	62,0	58,0
-0,5%	86,7	79,2	72,8	67,5	62,8	58,8	55,2

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di ILPRA. 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	9,1	7,5	6,4	18,0	12,7	9,6	25,1	17,8	13,7
GEA Group Aktiengesellschaft	11,5	10,5	9,9	16,3	14,7	13,7	24,5	21,7	19,6
Alfa Laval AB	18,4	16,3	16,1	24,2	19,9	17,9	29,3	24,9	21,2
John Bean Technologies Corp.	19,0	16,7	15,8	26,0	22,3	20,3	32,8	27,8	25,8
Median	14,9	13,4	12,8	21,1	17,3	15,8	27,2	23,3	20,4

Source: Infiniticals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	117,9	120,2	127,1
EV/EBIT	125,6	118,7	120,9
P/E	92,5	92,2	90,5
Equity Value			
EV/EBITDA	119,0	123,4	133,5
EV/EBIT	126,7	121,9	127,3
P/E	92,5	92,2	90,5
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	89,3	92,6	100,1
EV/EBIT	95,0	91,4	95,5
P/E	69,4	69,2	67,9
Average	84,6	84,4	87,8

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di ILPRA, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a €114,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. **Pertanto, ne risulta un equity value di €85,6 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	84,3
Equity Value DCF (€/mln)	83,1
Equity Value multiples (€/mln)	85,6
Target Price (€)	7,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €84,3 mln. Il **target price** è quindi di € 7,00 (prev. €5,40). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Implied Valuation Multiples	2020A	2021E	2022E	2023E
EV/EBITDA	14,0x	10,9x	9,6x	8,7x
EV/EBIT	20,6x	14,5x	12,6x	11,3x
P/E	26,4x	19,8x	17,0x	15,2x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Implied Valuation Multiples	2020A	2021E	2022E	2023E
EV/EBITDA	8,7x	6,8x	6,0x	5,4x
EV/EBIT	12,8x	9,0x	7,8x	7,0x
P/E	16,1x	12,1x	10,4x	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 is 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
12/04/2021	3,40	Buy	5,40	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) 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 SpA;
- 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 SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

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 SIM.