

<b>ILPRA</b>	<b>Italy</b>	<b>Euronext Growth Milan</b>	<b>Industrial Machinery</b>
<b>Rating: BUY (unch.)</b>	<b>Target Price: € 7,50</b>	<b>(prev. €7,00)</b>	<b>Update</b>
			<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	29,80%	-16,60%	-10,50%	49,62%
to FTSE Italia Growth	21,28%	-7,65%	-7,29%	28,31%
to Euronext STAR Milan	21,38%	-2,33%	-3,75%	39,54%
to FTSE All-Share	17,87%	-6,42%	-8,71%	47,86%
to EUROSTOXX	18,69%	-7,06%	-9,37%	50,10%
to MSCI World Index	24,26%	-10,71%	-12,65%	43,33%

### Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 3,92
Target price	€ 7,50
Upside/(Downside) potential	91%
Bloomberg Code	ILP IM EQUITY
Market Cap (€m)	47,19
EV (€m)	43,80
Free Float	22,51%
Share Outstanding	12.038.600
52-week high	€ 5,10
52-week low	€ 2,62
Average daily volumes (3m)	13.645

### FY21A Results

I ricavi del FY21A si attestano a € 42,25 mln, in crescita del 30,5% rispetto a € 32,38 mln del FY20A e del 9,7% rispetto ai valori stimati nel nostro precedente report, pari a € 38,50 mln. Anche il valore della produzione, dopo altri ricavi per € 1,77 mln, registra un aumento del 21,1%, passando da € 36,34 mln del FY20A a € 44,02 mln del FY21A. L'EBITDA è pari a € 9,01 mln (€ 6,16 mln nel FY20A) con EBITDA margin pari al 21,3% in miglioramento di 2,3 punti percentuali rispetto al margine del 19,0% dello scorso anno. La NFP è pari a - € 3,39 mln, in miglioramento rispetto a € 1,95 mln all'FY20A. In crescita anche il Net Income complessivo del Gruppo che si attesta a € 5,27 mln rispetto a € 3,20 mln registrato nel FY20A, per una crescita del 65,0%.

### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale del FY21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo il valore della produzione al FY22E pari a € 47,50 mln, con un EBITDA pari a € 9,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 21,9%.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,50 mln (CAGR FY21A-FY24E: 7,38%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 11,80 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 22,7%), in crescita rispetto a € 9,01 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,3%).

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	42,2	45,5	49,0	52,0
EBITDA	9,0	10,0	11,0	11,8
EBIT	7,0	7,9	8,8	9,4
Net Profit	5,3	5,6	6,3	6,8
EPS (€)	0,44	0,46	0,52	0,56
EBITDA margin	21,3%	21,9%	22,4%	22,7%
EBIT margin	16,6%	17,3%	17,9%	18,1%
Net Profit margin	12,5%	12,2%	12,9%	13,0%

### 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 un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 95,8 mln. L'equity value di Ilpra utilizzando i market multiples risulta invece pari a € 84,9 mln (con uno sconto del 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 90,3 mln. Il target price è pari a € 7,50 (prev. € 7,00), rating BUY e rischio MEDIUM.

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	4,9	4,4	4,0	3,7
EV/EBIT (x)	6,3	5,6	5,0	4,7
P/E (x)	9,0	8,5	7,5	7,0

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

**Giuseppe Riviello** [giuseppe.riviello@integraesim.it](mailto:giuseppe.riviello@integraesim.it)

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
Revenues	32,38	42,25	45,50	49,00	52,00
Other Revenues	3,97	1,77	2,00	2,25	2,50
<b>Value of Production</b>	<b>36,34</b>	<b>44,02</b>	<b>47,50</b>	<b>51,25</b>	<b>54,50</b>
COGS	13,11	15,70	17,00	18,30	19,40
Services	5,79	6,35	6,80	7,30	7,75
Use of asset owned by others	1,16	1,54	1,55	1,60	1,75
Employees	9,65	10,81	11,60	12,40	13,15
Other expenses	0,48	0,62	0,60	0,65	0,65
<b>EBITDA</b>	<b>6,16</b>	<b>9,01</b>	<b>9,95</b>	<b>11,00</b>	<b>11,80</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>19,0%</i>	<i>21,3%</i>	<i>21,9%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,7%</i>
D&A	1,97	2,00	2,10	2,25	2,40
<b>EBIT</b>	<b>4,19</b>	<b>7,01</b>	<b>7,85</b>	<b>8,75</b>	<b>9,40</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>12,9%</i>	<i>16,6%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,1%</i>
Financial Management	(0,21)	(0,22)	(0,18)	(0,15)	(0,20)
<b>EBT</b>	<b>3,98</b>	<b>6,79</b>	<b>7,67</b>	<b>8,60</b>	<b>9,20</b>
Taxes	0,79	1,52	2,10	2,30	2,45
<b>Consolidated Net Income</b>	<b>3,20</b>	<b>5,27</b>	<b>5,57</b>	<b>6,30</b>	<b>6,75</b>
Minorities	0,50	0,81	1,11	1,26	1,35
%	15%	20%	20%	20%	20%
Group Net Income	2,70	4,46	4,46	5,04	5,40
%	85%	85%	80%	80%	80%
<b>BALANCE SHEET (€/mIn)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>12,09</b>	<b>11,22</b>	<b>11,60</b>	<b>12,10</b>	<b>12,70</b>
Account Receivable	9,13	10,69	11,50	12,10	12,80
Inventories	13,67	12,58	15,40	16,00	16,60
Account Payable	8,67	9,17	10,50	11,40	12,50
<b>Operating Working Capital</b>	<b>14,13</b>	<b>14,10</b>	<b>16,40</b>	<b>16,70</b>	<b>16,90</b>
Other Receivable	5,18	6,06	6,30	6,60	7,00
Other Payable	5,41	6,84	6,20	6,40	6,60
<b>Net Working Capital</b>	<b>13,90</b>	<b>13,32</b>	<b>16,50</b>	<b>16,90</b>	<b>17,30</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	2,92	3,06	3,30	3,60	3,90
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>23,08</b>	<b>21,48</b>	<b>24,80</b>	<b>25,40</b>	<b>26,10</b>
Share Capital	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41
Reserves	15,53	17,19	20,48	23,95	27,87
Net Income	3,20	5,27	5,57	6,30	6,75
<b>Equity</b>	<b>21,14</b>	<b>24,87</b>	<b>28,45</b>	<b>32,66</b>	<b>37,03</b>
Cash & Cash Equivalent	10,14	16,10	15,45	17,66	20,03
Short Term Debt	4,68	5,43	5,00	4,20	3,60
M/L Term Debt	7,40	7,28	6,80	6,20	5,50
<b>Net Financial Position</b>	<b>1,95</b>	<b>(3,39)</b>	<b>(3,65)</b>	<b>(7,26)</b>	<b>(10,93)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>23,08</b>	<b>21,48</b>	<b>24,80</b>	<b>25,40</b>	<b>26,10</b>
<b>CASH FLOW (€/mIn)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
EBIT	4,19	7,01	7,85	8,75	9,40
Taxes	0,79	1,52	2,10	2,30	2,45
<b>NOPAT</b>	<b>3,40</b>	<b>5,49</b>	<b>5,75</b>	<b>6,45</b>	<b>6,95</b>
D&A	1,97	2,00	2,10	2,25	2,40
Change in Account Receivable	0,20	(1,56)	(0,81)	(0,60)	(0,70)
Change in Inventories	(1,13)	1,09	(2,82)	(0,60)	(0,60)
Change in Account Payable	0,78	0,50	1,33	0,90	1,10
Other Changes	0,98	0,55	(0,88)	(0,10)	(0,20)
<i>Change in NWC</i>	<i>0,83</i>	<i>0,58</i>	<i>(3,18)</i>	<i>(0,40)</i>	<i>(0,40)</i>
Change in Provision	0,27	0,15	0,24	0,30	0,30
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>6,47</b>	<b>8,22</b>	<b>4,91</b>	<b>8,60</b>	<b>9,25</b>
Investments	(2,4)	(1,1)	(2,5)	(2,8)	(3,0)
<b>FREE CASH FLOW TO FIRM</b>	<b>4,10</b>	<b>7,09</b>	<b>2,43</b>	<b>5,85</b>	<b>6,25</b>
Financial Management	(0,21)	(0,22)	(0,18)	(0,15)	(0,20)
Change in Payable to Bank	2,24	0,63	(0,91)	(1,40)	(1,30)
Change in Equity	0,62	(1,54)	(1,99)	(2,10)	(2,37)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>6,75</b>	<b>5,97</b>	<b>(0,65)</b>	<b>2,20</b>	<b>2,38</b>

Source: Integrae SIM estimates

## 1.1 FY21A Results

**Table 2 – Actual VS Estimates FY21A - FY21E**

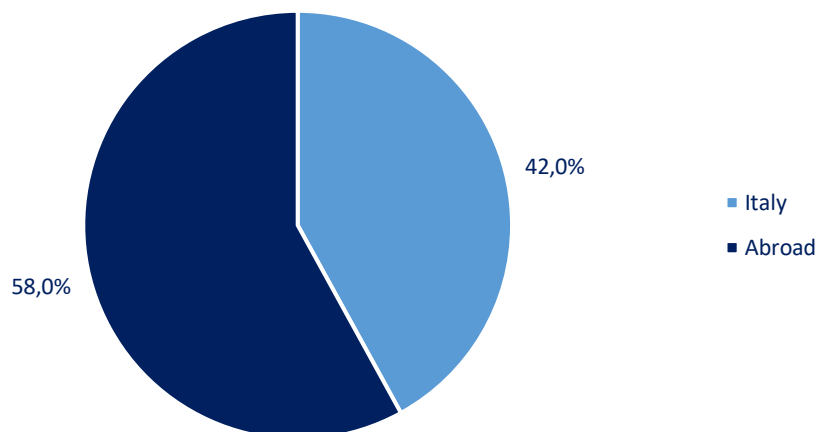
(€/mln)	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY21A	42,2	9,0	21,3%	7,0	5,3	-3,4
FY21E	38,5	7,9	20,5%	6,0	4,3	-1,1
Change	9,7%	14,0%	0,8%	17,7%	24,0%	N/A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Maurizio Bertocco, Presidente e Amministratore Delegato di ILPRA, dichiara che: *“Siamo estremamente soddisfatti dei risultati raggiunti nel 2021, sia in termini di crescita del valore della produzione (+21%), sia in termini di redditività netta (+65%), che assumono valenza positiva in considerazione del contesto economico-politico globale che stiamo attraversando. Le crescite a doppia cifra in termini di ricavi (+30,5%), EBITDA (+46%) ed EBIT (+67%), oltre a confermare la sostenibilità del modello di business, del progetto industriale e delle strategie perseguite, ci permettono di annunciare la distribuzione di un dividendo di 0,10 Euro per azione con un pay-out ratio del 31%. Nel 2022 ILPRA continuerà a consolidare le proprie attività per implementare tecnologie e processi innovativi di produzione che ci consentiranno di posizionarci sempre di più come leader di mercato. Il percorso di consolidamento della competitività del Gruppo trarrà beneficio dalle importanti iniziative di sostenibilità poste in essere nel corso degli anni: gli investimenti in energie rinnovabili ci hanno permesso di coprire l'intero fabbisogno energetico dell'azienda così come l'attività di R&D ha consentito lo sviluppo di macchine a basso consumo energetico.”*

I ricavi del FY21A si attestano a € 42,25 mln, in crescita del 30,5% rispetto a € 32,38 mln del FY20A e del 9,7% rispetto ai valori stimati nel nostro precedente report, pari a € 38,50 mln. Anche il valore della produzione, dopo altri ricavi per € 1,77 mln, registra un aumento del 21,1%, passando da € 36,34 mln del FY20A a € 44,02 mln del FY21A.

**Chart 1 – Revenues Breakdown by Region FY21A**

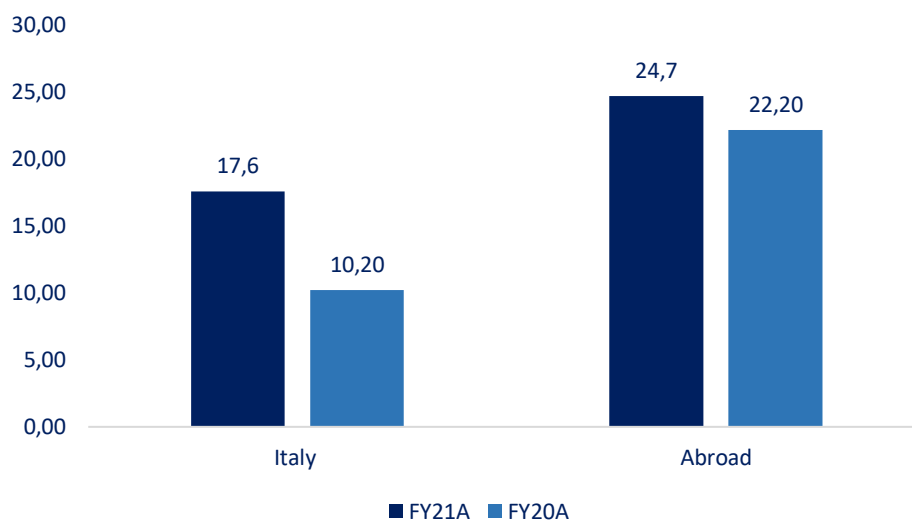


Source: Ilpra

Il grafico mostra la scomposizione dei ricavi per zona geografica: il 42% (31% nel FY20A) del fatturato totale è stato generato in Italia: € 17,6 mln il risultato nel FY21A, rispetto a € 10,20 mln dell'esercizio precedente (+72,5%). La maggior parte, invece, pari al 58% (69% nel FY20A), è realizzata all'Estero, con € 24,7 mln rispetto a € 22,2 mln del FY20A.

La crescita del mercato italiano è principalmente riconducibile alle politiche di incentivi fiscali relativi al Bonus Sud ed all'Industry 4.0, mentre l'attività nei mercati esteri è stata favorita dalla strategia di internalizzazione perseguita dal Gruppo.

**Chart 2 – Revenues Breakdown by Region FY21A vs FY20A**



Source: Ilpra

L'EBITDA è pari a € 9,01 mln (€ 6,16 mln nel FY20A) con EBITDA *margin* pari al 21,3% in miglioramento di 2,3 punti percentuali rispetto al margine del 19,0% dello scorso anno. Il miglioramento della marginalità, secondo quanto riferito dal Gruppo, è riconducibile ad un maggiore efficientamento dell'attività produttiva e a una crescita proporzionalmente inferiore dei costi per materie prime e per servizi.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,00 mln è pari a € 7,01 mln, in aumento del 67,2% rispetto al risultato del FY20A (€ 4,19 mln). L'EBIT *margin* del FY21A risulta pari al 16,6%, in crescita di 3,6 punti percentuali rispetto al FY20A del 12,9%.

La NFP è pari a - € 3,39 mln, in miglioramento rispetto a € 1,95 mln all'FY20A. La variazione positiva è dovuta prevalentemente all'efficientamento del magazzino ed al miglioramento della marginalità delle vendite.

In crescita anche il Net Income complessivo del Gruppo che si attesta a € 5,27 mln rispetto a € 3,20 mln registrato nel FY20A, per una crescita del 65,0%.

## 1.2 FY22E – FY24E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY24E**

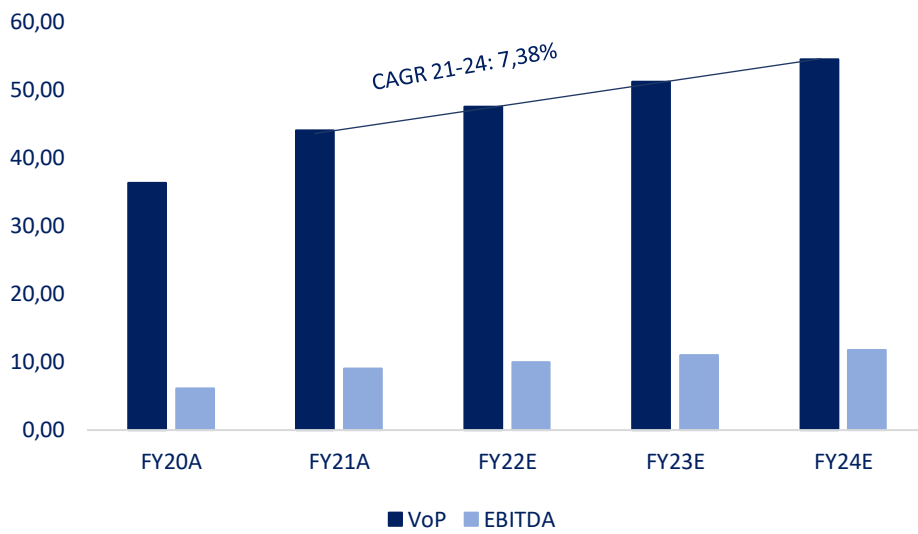
€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Revenues</b>			
New	<b>47,5</b>	<b>51,3</b>	<b>54,5</b>
Old	44,3	48,0	N/A
Change	7,2%	6,8%	N/A
<b>EBITDA</b>			
New	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,8</b>
Old	9,0	9,9	N/A
Change	11,2%	11,1%	N/A
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>21,9%</b>	<b>22,4%</b>	<b>22,7%</b>
Old	21,1%	21,5%	N/A
Change	0,8%	0,9%	N/A
<b>EBIT</b>			
New	<b>7,9</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>
Old	6,9	7,7	N/A
Change	14,6%	14,4%	N/A
<b>Net Income</b>			
New	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,8</b>
Old	5,0	5,6	N/A
Change	12,5%	13,5%	N/A
<b>NFP</b>			
New	<b>-3,7</b>	<b>-7,3</b>	<b>-10,9</b>
Old	-3,3	-6,4	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale del FY21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

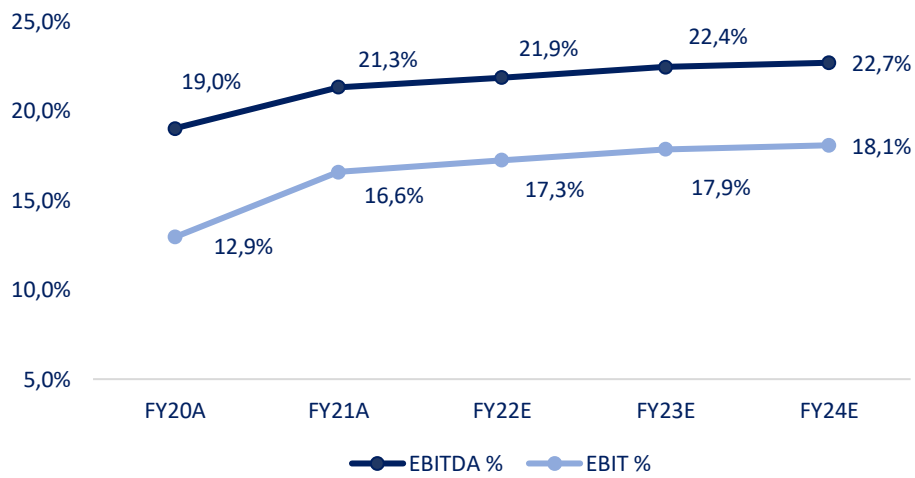
In particolare, stimiamo il valore della produzione al FY22E pari a € 47,50 mln, con un EBITDA pari a € 9,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 21,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,50 mln (CAGR FY21A-FY24E: 7,38%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 11,80 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 22,7%), in crescita rispetto a € 9,01 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,3%).

**Chart 3 – VoP and EBITDA FY20A- FY24E**



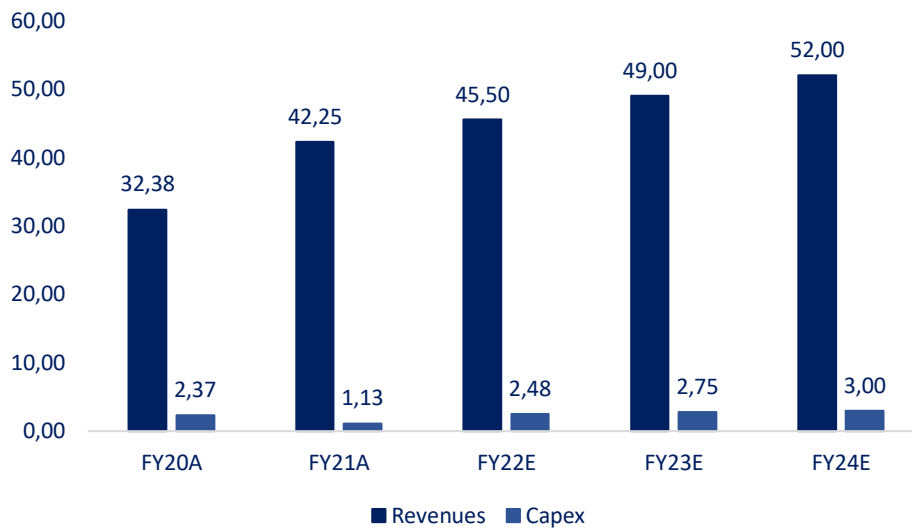
Source: Integrae SIM

**Chart 4 – Margin FY20A - FY24E**



Source: Integrae SIM

**Chart 5 – Capex FY20A - FY24E**



Source: Integrae SIM

**Chart 6 – NFP FY20A – FY24E**



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		7,13%
Risk Free Rate	0,78% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	1,08
D/E (average)	53,85% Beta Relevered	1,50
Ke	10,19% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,13%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value (€/mln)		95,8
FCFO actualized	12,4	13%
TV actualized DCF	80,0	87%
<b>Enterprise Value</b>	<b>92,4</b>	100%
NFP (FY21A)	-3,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 95,8 mln.

**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln	WACC						
	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
2,5%	178,7	154,5	136,1	121,7	110,1	100,5	92,5
2,0%	156,3	137,7	123,1	111,4	101,7	93,6	86,7
1,5%	139,4	124,6	112,7	102,9	94,7	87,7	81,7
1,0%	126,1	114,0	104,1	95,8	88,7	82,6	77,4
0,5%	115,4	105,3	96,9	89,7	83,6	78,3	73,6
0,0%	106,5	98,0	90,8	84,5	79,1	74,4	70,2
-0,5%	99,2	91,8	85,5	80,0	75,2	71,0	67,2

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)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Krones AG	6,1	4,9	4,5	10,2	7,4	6,5	15,8	11,7	10,4
GEA Group Aktiengesellschaft	9,2	8,4	7,9	12,6	11,6	10,8	19,1	17,4	15,6
Alfa Laval AB	14,5	13,1	12,8	18,5	16,1	14,9	23,8	21,0	19,5
John Bean Technologies Corp.	14,4	12,1	10,3	20,3	16,1	14,5	24,3	19,0	17,1
<b>Median</b>	<b>11,8</b>	<b>10,3</b>	<b>9,1</b>	<b>15,5</b>	<b>13,8</b>	<b>12,7</b>	<b>21,5</b>	<b>18,2</b>	<b>16,4</b>

Source: Infinancials

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2022E	2023E	2024E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	117,3	112,8	107,5
EV/EBIT	121,9	121,1	119,0
P/E	95,6	91,7	88,3
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	120,9	120,0	118,4
EV/EBIT	125,6	128,3	129,9
P/E	95,6	91,7	88,3
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	90,7	90,0	88,8
EV/EBIT	94,2	96,2	97,4
P/E	71,7	68,8	66,3
<b>Average</b>	<b>85,5</b>	<b>85,0</b>	<b>84,2</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di ILPRA, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a € 113,2 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. **Pertanto, ne risulta un equity value di € 84,9 mln.**

## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>90,3</b>
Equity Value DCF (€/mln)	95,8
Equity Value multiples (€/mln)	84,9
<b>Target Price (€)</b>	<b>7,50</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 90,3 mln. Il **target price** è quindi di € 7,50 (prev. €7,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

**Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples**

Implied Valuation Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	8,7x	7,9x	7,4x
EV/EBIT	11,1x	9,9x	9,2x
P/E	16,2x	14,3x	13,4x

Source: Integrae SIM

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

Implied Valuation Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	4,4x	4,0x	3,7x
EV/EBIT	5,6x	5,0x	4,7x
P/E	8,5x	7,5x	7,0x

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 Prdent of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo 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
12/04/2021	3,40	Buy	5,40	Medium	Update
28/09/2021	4,28	Buy	7,00	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 formalized 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.integram.it](http://www.integram.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 INTEGRAE 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:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Ilpra S.p.A.;
- In the IPO phase, it played the role of Global Coordinator.