

GEL	Italy	FTSE AIM Italia	Water Treatment
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 3,7</b>		<b>Risk: Medium</b>

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-7,9%	-7,5%	-17,9%	-17,9%
vs FTSE AIM Italia	-7,1%	-5,5%	-15,9%	-18,6%
vs FTSE All-Share	-4,8%	-10,4%	-21,0%	-25,9%

#### Stock Data (05/03/2018)

Price	2,11
Bloomberg Code	GEL IM
Market Cap (€m)	15,2
EV (€m)	25,0
Free Float	30,5
Share Outstanding	7,192,500
52-week high	2,72
52-week low	2,08
Company Agenda	28/09/2018

Key Financials (€m)	2017A	2018E	2019E	2020E
Sales	15,8	16,9	18,9	20,7
EBITDA	3,8	4,3	5,6	6,3
EBIT	2,0	2,4	3,9	4,8
Net Income	1,0	1,5	2,6	3,3
EBITDA margin	23,9%	25,5%	29,7%	30,6%
EBIT margin	12,5%	14,1%	20,7%	23,3%
Net profit margin	6,3%	8,8%	13,8%	15,8%
ROCE	10,7%	13,4%	21,7%	29,1%

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	6,6 x	5,8 x	4,5 x	3,9 x
EV/EBIT	12,6 x	10,5 x	6,4 x	5,2 x
P/E	15,3 x	10,2 x	5,8 x	4,6 x
NFP/EBITDA	2,6 x	1,8 x	1,1 x	0,4 x

**Antonio Tognoli**

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

**Mattia Petracca**

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Company overview

GEL opera come B2B nell'ambito della progettazione, produzione e vendita di apparecchiature e componenti dedicati alle tecnologie di trattamento delle acque domestiche e professionali.

GEL è in grado di gestire l'intero ciclo dell'acqua con soluzioni tecniche standardizzate e personalizzate che offrono prodotti e impianti di alta qualità, conformi alle norme nazionali e internazionali in materia di salute, sicurezza e normative operative dedicate ai diversi mercati e settori. La società opera attraverso due divisioni: domestica (c.77% delle vendite FY17) e industriale (23% delle vendite FY17).

#### FY17 e le nostre stime per il 2018-2021

I risultati del FY17 sono positivi e sostanzialmente in linea con le nostre stime. Il fatturato è cresciuto del 5,2% YoY a €15,8 mln (in linea con le nostre stime), grazie prevalentemente alle performance registrate dalla Divisione Domestica con particolare riferimento alla vendita di apparecchiature e prodotti chimici destinati all'uso civile e professionale. L'Ebitda è cresciuto del 3,5% YoY (+4,9% rispetto alle nostre stime), mentre l'Ebitda margin è sceso leggermente rispetto al FY16: 23,9% contro 24,3% del FY16 (le nostre stime prevedevano una marginalità del 22,7%). I risultati del FY17 ci consentono di mantenere invariate le nostre stime per il 2018 – 2022F. Le nostre stime tengono conto delle positive dinamiche previste per il settore. Le nostre stime prevedono che nel 2018F GEL investa complessivamente €2,4 mln.

#### La valutazione

Abbiamo basato le nostre stime di valutazione utilizzando il metodo dei multipli e il DCF. Per quanto riguarda il metodo di valutazione Multipli, abbiamo utilizzato un gruppo di società che operano nello stesso settore delle GEL ma con una maggiore capitalizzazione di mercato. Per questo motivo, abbiamo applicato uno sconto Market Cap del 25%. L'equity value scontato risultante da tale metodo è pari a €26,6 mln. L'equity value risultante dal metodo di valutazione DCF è pari a € 27,4 mln. La media aritmetica tra il metodo DCF e il metodo di valutazione dei multipli è pari a € 27 mln, vale a dire € 3,7 per azione. Target price a €3,7 per azione (da €3,6) rating buy e rischio medio invariati.

## Summary

1.	I risultati del 2017 .....	3
1.1	Le stime 2018 – 2022F .....	4
3	Economics & Financials .....	6
4	Valuation .....	9
4.1	Punti di forza .....	9
4.2	Fattori difensivi .....	9
4.3	DCF model.....	10
4.4	Multiples valuation.....	11

## 1. I risultati del 2017

I risultati del FY17 sono positivi e sostanzialmente in linea con le nostre stime.

**Fig. 1 – FY17 Actual vs forecast**

Data in €m	2017A	2017F	% Ch.	FY16A	% Ch.
Sales	15,8	15,9	-0,4%	15,1	5,2%
Ebitda	3,8	3,6	4,9%	3,7	3,5%
Ebitda margin	23,9%	22,7%		24,3%	
Ebit	2,0	2,0	n.m.	2,1	-4,8%
Ebit margin	12,5%	12,5%		13,8%	

Source: GEL e Integræe SIM

Il fatturato è cresciuto del 5,2% YoY a €15,8 mln (in linea con le nostre stime), grazie prevalentemente alle performance registrate dalla Divisione Domestica con particolare riferimento alla vendita di apparecchiature e prodotti chimici destinati all'uso civile e professionale.

Le vendite in Italia ammontano a €12,3 mln (€11,2 mln nel FY16). Le vendite estere si attestano ad €3,5 mln (€3,9 mln nel FY16), di cui il 62% realizzato nei Paesi UE e il 38% nei Paesi Extra UE, con un'incidenza sui ricavi pari al 22,4%.

La Divisione Domestica, con applicazioni e prodotti dedicati al trattamento delle acque per uso domestico e alla manutenzione di impianti residenziali, ha registrato ricavi pari a €12,3 mln (€11,2 mln nel FY16).

La Divisione Industriale, con applicazioni e strumentazioni destinate ai settori industriale, municipale, alberghiero, medicale e navale, ha registrato ricavi per €3,6 mln (€3,8 mln nel FY16).

L'Ebitda è cresciuto del 3,5% YoY (+4,9% rispetto alle nostre stime), mentre l'Ebitda margin è sceso leggermente rispetto al FY16: 23,9% contro 24,3% del FY16 (le nostre stime prevedevano una marginalità del 22,7%).

L'Ebit è sceso del 4,8% YoY a €2,0 mln (€2,1 mln nel FY16 e in linea con la nostra stima). Sullo stesso hanno pesato sopravvenienze passive per €0,43 mln relative alla transazione con Ecoambiente Salerno. Di conseguenza l'Ebit margin scende al 12,5% (dal 13,8% del FY16).

La Posizione Finanziaria Netta (inclusi i debiti tributari rateizzati) è pari a €9,8 mln (€15,5 mln al 31 dicembre 2016). La variazione positiva è in gran parte attribuibile ai proventi dell'IPO oltre che ai flussi finanziari riconducibili alla movimentazione dei mezzi propri ed in parte dal cash flow operativo.

## 1.1 Le stime 2018 – 2022F

I risultati del FY17 ci consentono di mantenere invariate le nostre stime per il 2018 – 2022F.

Le nostre stime per il periodo 2018 - 2022F tengono conto delle positive dinamiche previste per il settore. Inoltre, abbiamo basato le stesse sulle seguenti ipotesi:

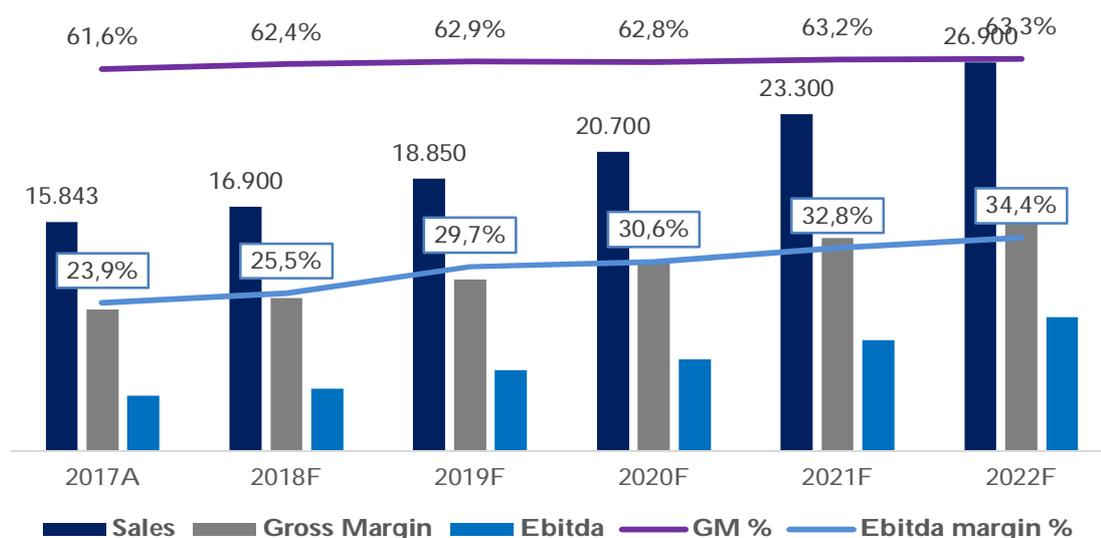
- Sulla divisione domestica:
  - una revisione del portafoglio di prodotti che mira a realizzare un vantaggio competitivo e una differenziazione di prodotto. L'obiettivo è quello di migliorare l'intera gamma produttiva aggiornandone il contenuto tecnologico e il design;
  - un miglioramento della produzione tecnica e un'attenzione particolare all'efficienza dei costi nelle linee di prodotti che soffrono di pressioni commerciali da parte di concorrenti specializzati con particolare attenzione alla protezione delle quote di mercato;
  - un incremento della commercializzazione dei prodotti chimici Long Life per la manutenzione degli impianti termici, con l'obiettivo di saturare la capacità produttiva, aumentando per questa via i margini;
  - l'ottimizzazione dei costi delle materie prime (oltre il 50% dei costi totali).
- Sulla divisione industriale:
  - un rafforzamento della presenza del personale tecnico e commerciale, anche attraverso un costante aggiornamento della formazione;
  - nuove partnership nel servizio di realizzazione dell'impianto.

Le nostre stime prevedono che nel 2018F GEL investa complessivamente €2,4 mln: € 0,85 mln nel progetto "zero liquid discharge", € 0,8 mln, principalmente indirizzati alla strategia di internalizzazione dello "stampaggio plastica", € 0,6 mln nella "tecnologia a membrana piatta" e € 0,15 mln nella nuova "piattaforma tecnica e di software" on-line.

Considerati i risultati raggiunti nel 2017 e gli investimenti stimati, ci aspettiamo che le vendite, l'Ebitda e il margine di contribuzione mostrino un CAGR 2011-22F rispettivamente del 11,2%, del 19,6% e del 31,5%. Alla fine del periodo, le vendite dovrebbero raggiungere € 26,9 mln (€ 15,8 nel FY17), Ebitda € 9,2 mln (€ 3,8 ml FY18) e Ebit € 7,8 mln (€ 2,0 mln FY17).

Di conseguenza, l'Ebitda margin dovrebbe raggiungere il 34,4% nel 2022F (23,9% nel FY17), mentre l'Ebit margin il 29% (12,5%).

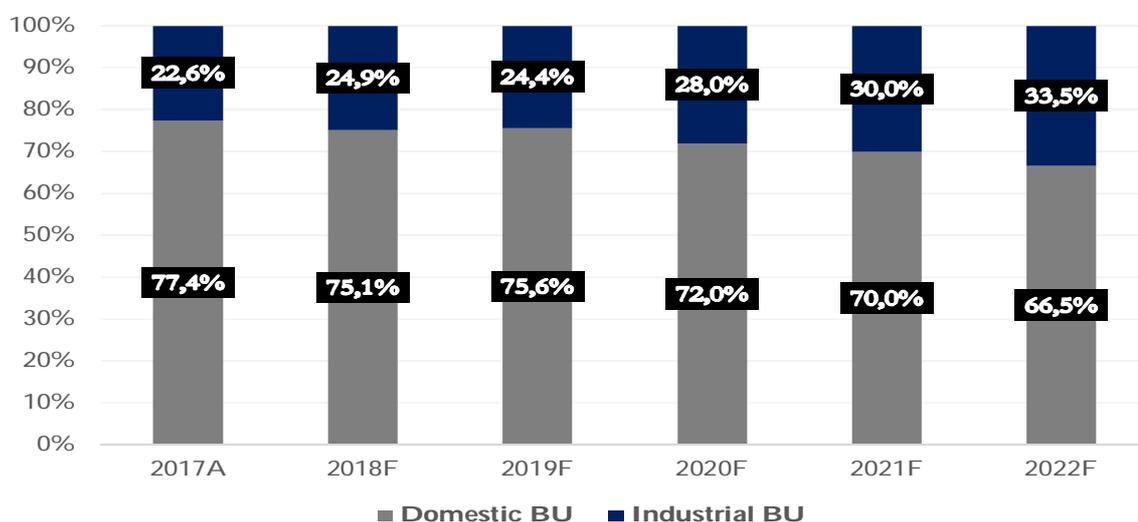
**Fig. 2 – Sales and margin forecast**



Source: Integrae SIM estimates

La ripartizione delle vendite mostra che la Business Unit domestica dovrebbe continuare a rimanere la più rilevante (> 65%) e il contributo delle BU industriale al 33,5% alla fine del 2022E (dal 22,6% del FY17).

**Fig. 3 – Sales breakdown by BU**



Source: Integrae SIM estimates

Per quanto riguarda la BU domestica, stimiamo un aumento delle vendite (CAGR 2017-22F del 7,6%) con una redditività stabile (circa il 62%) principalmente grazie ad un aumento dei prodotti chimici, una leggera riduzione dei filtri e una tendenza stabile per tutte le altre categorie di prodotti.

Passando alla BU industriale, nello stesso periodo stimiamo un aumento delle vendite a un CAGR 2017-22 F del 20,2%.

### 3 Economics & Financials

**Fig. 4 – P&L**

<b>PROFIT &amp; LOSS</b>							
<b>Data in €/000</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Domestic BU	11.244	12.260	12.700	14.250	14.900	16.300	17.900
Industrial BU	3.814	3.582	4.200	4.600	5.800	7.000	9.000
<b>SALES</b>	<b>15.058</b>	<b>15.843</b>	<b>16.900</b>	<b>18.850</b>	<b>20.700</b>	<b>23.300</b>	<b>26.900</b>
Δ Inventories	306	330	100	200	250	320	435
Raw Materials	(6.231)	(6.411)	(6.450)	(7.200)	(7.950)	(8.900)	(10.300)
<b>Consumptions</b>	<b>(5.925)</b>	<b>(6.081)</b>	<b>(6.350)</b>	<b>(7.000)</b>	<b>(7.700)</b>	<b>(8.580)</b>	<b>(9.865)</b>
<b>(% on Sales)</b>	<b>-39,3%</b>	<b>-38,4%</b>	<b>-37,6%</b>	<b>-37,1%</b>	<b>-37,2%</b>	<b>-36,8%</b>	<b>-36,7%</b>
<b>GROSS MARGIN</b>	<b>9.133</b>	<b>9.762</b>	<b>10.550</b>	<b>11.850</b>	<b>13.000</b>	<b>14.720</b>	<b>17.035</b>
(Margin % on Sales)	60,7%	61,6%	62,4%	62,9%	62,8%	63,2%	63,3%
Employees (direct and indirect)	(2.578)	(2.731)	(2.850)	(3.000)	(3.220)	(3.325)	(3.600)
Variable costs	(1.715)	(2.019)	(1.920)	(2.100)	(2.290)	(2.550)	(2.775)
Services	(1.736)	(1.682)	(2.075)	(1.750)	(1.760)	(1.800)	(2.000)
Other Income / (Costs)	557	462	600	600	600	600	600
<b>EBITDA</b>	<b>3.662</b>	<b>3.792</b>	<b>4.305</b>	<b>5.600</b>	<b>6.330</b>	<b>7.645</b>	<b>9.260</b>
(Margin % on Sales)	24,3%	23,9%	25,5%	29,7%	30,6%	32,8%	34,4%
D&A (total)	(1.579)	(1.810)	(1.930)	(1.700)	(1.500)	(1.450)	(1.450)
<b>EBIT</b>	<b>2.082</b>	<b>1.982</b>	<b>2.375</b>	<b>3.900</b>	<b>4.830</b>	<b>6.195</b>	<b>7.810</b>
(Margin % on Sales)	13,8%	12,5%	14,1%	20,7%	23,3%	26,6%	29,0%
Net financial costs	(679)	(663)	(250)	(240)	(250)	(150)	(150)
Taxes	(448)	(324)	(641)	(1.053)	(1.304)	(1.673)	(2.109)
<b>Net Income</b>	<b>956</b>	<b>995</b>	<b>1.484</b>	<b>2.607</b>	<b>3.276</b>	<b>4.372</b>	<b>5.551</b>

Source: GEL and Integrae SIM estimates

**Fig. 5 – A&L**

Data in €/000	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Net financial assets	80	57	80	80	80	80	80
Intangible net assets	7.083	7.113	6.939	7.710	6.375	5.985	5.595
Tangible net assets	1.741	1.516	743	1.074	1.317	1.535	970
Manufactury plant/headquarter	5.888	5.651	6.238	5.544	5.307	5.070	4.833
<b>Net Fixed Assets</b>	<b>14.793</b>	<b>14.337</b>	<b>14.001</b>	<b>14.408</b>	<b>13.080</b>	<b>12.671</b>	<b>11.478</b>
Account receivable	5.112	7.005	6.850	7.250	7.500	7.650	7.800
Inventories	2.009	2.341	2.400	2.167	2.259	2.388	2.562
Account payable	(2.056)	(2.941)	(2.449)	(2.588)	(2.744)	(2.908)	(2.973)
Other ST net items	225	473	165	135	105	75	45
Net tax credit (debt)	(588)	(525)	(1.148)	(1.294)	(1.436)	(1.554)	(1.628)
<b>Net Working Capital (NWC)</b>	<b>4.702</b>	<b>6.353</b>	<b>5.818</b>	<b>5.670</b>	<b>5.683</b>	<b>5.651</b>	<b>5.806</b>
<b>Invested Capital</b>	<b>19.495</b>	<b>20.690</b>	<b>19.819</b>	<b>20.078</b>	<b>18.763</b>	<b>18.322</b>	<b>17.285</b>
Provisions	(1.855)	(1.897)	(1.754)	(1.800)	(1.854)	(1.917)	(1.881)
Funds	(306)	(302)	(306)	(306)	(306)	(306)	(306)
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>17.334</b>	<b>18.491</b>	<b>17.759</b>	<b>17.972</b>	<b>16.603</b>	<b>16.099</b>	<b>15.097</b>
Share capital	500	719	719	719	719	719	719
Riserves	534	6.975	7.970	9.376	11.315	13.582	16.159
Net income	956	995	1.406	1.939	2.267	2.577	3.065
<b>Equity</b>	<b>1.990</b>	<b>8.689</b>	<b>10.095</b>	<b>12.034</b>	<b>14.301</b>	<b>16.878</b>	<b>19.943</b>
LT Bank debts	5.736	5.113	1.796	1.171	(571)	(1.332)	(2.112)
ST Bank debts	1.639	2.306	-	-	-	-	-
Leasing	6.498	6.253	5.959	5.502	5.019	4.509	3.969
Cash and Cash Equivalentts	(137)	(5.002)	(778)	(1.050)	(2.249)	(3.956)	(6.703)
<b>Net Financial Position (NFP)</b>	<b>13.737</b>	<b>8.670</b>	<b>6.977</b>	<b>5.623</b>	<b>2.199</b>	<b>(779)</b>	<b>(4.846)</b>
Tax debt scheduled	1.607	1.132	686	315	103	-	-
<b>Net Financial Position Adj. (NFP Adj.)</b>	<b>15.344</b>	<b>9.802</b>	<b>7.664</b>	<b>5.939</b>	<b>2.302</b>	<b>(779)</b>	<b>(4.846)</b>
<b>TOTAL FUNDS</b>	<b>17.334</b>	<b>18.491</b>	<b>17.758</b>	<b>17.973</b>	<b>16.603</b>	<b>16.099</b>	<b>15.097</b>

Source: GEL and Integrae SIM estimates

**Fig. 6 – Cash Flow**

Data in €/000	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ebitda	3.662	3.792	4.305	5.600	6.330	7.645	9.260
Taxes	(448)	(324)	(641)	(1.053)	(1.304)	(1.673)	(2.109)
<b>Δ in trade receivables</b>	8	(1.893)	155	(400)	(250)	(150)	(150)
<b>Δ in inventories</b>	(305)	(332)	(59)	233	(92)	(130)	(174)
<b>Δ in trade payables</b>	(273)	885	(492)	139	156	164	65
<b>Δ in other ST items</b>	(9)	(248)	308	30	30	30	30
<b>Δ Net tax credit (debt)</b>	(2.139)	(63)	623	146	142	118	74
<b>Δ in NWC</b>	<b>(2.718)</b>	<b>(1.651)</b>	<b>535</b>	<b>149</b>	<b>(14)</b>	<b>32</b>	<b>(155)</b>
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>495</b>	<b>1.817</b>	<b>4.198</b>	<b>4.696</b>	<b>5.012</b>	<b>6.005</b>	<b>6.996</b>
Cash conversion	13,5%	47,9%	97,5%	83,8%	79,2%	78,5%	75,6%
Capex & Disposal	110	(1.354)	(2.400)	(750)	(750)	(750)	(750)
Δ in Funds & Provisions	208	38	(139)	45	54	63	(35)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>814</b>	<b>501</b>	<b>1.660</b>	<b>3.991</b>	<b>4.316</b>	<b>5.318</b>	<b>6.211</b>
Δ Shareholders	(612)	5.704	-	-	-	-	-
<b>CASH FLOW AVAILABLE TO DEBT SERVICES</b>	<b>202</b>	<b>6.205</b>	<b>1.660</b>	<b>3.991</b>	<b>4.316</b>	<b>5.318</b>	<b>6.211</b>
Net financial costs	(679)	(663)	(250)	(240)	(250)	(150)	(150)
<b>Δ in NET DEBT</b>	<b>(477)</b>	<b>5.542</b>	<b>1.410</b>	<b>3.751</b>	<b>4.066</b>	<b>5.168</b>	<b>6.061</b>
LT Bank debts	(947)	(623)	(3.317)	(625)	(1.743)	(761)	(780)
ST Bank debts	(104)	667	(2.306)	-	-	-	-
Leasing	(114)	(245)	(294)	(457)	(483)	(510)	(539)
Tax debt scheduled	1.607	(475)	(446)	(371)	(212)	(103)	-
<b>NET CASH FLOW</b>	<b>(35)</b>	<b>4.865</b>	<b>(4.952)</b>	<b>2.298</b>	<b>1.629</b>	<b>3.793</b>	<b>4.741</b>
Opening Net Debt	14.868	15.344	9.802	7.664	5.939	2.302	(779)
Closing Net Debt	15.344	9.802	7.664	5.939	2.302	(779)	(4.846)
<b>Δ in NET DEBT</b>	<b>(476)</b>	<b>5.542</b>	<b>2.138</b>	<b>1.725</b>	<b>3.636</b>	<b>3.082</b>	<b>4.066</b>
Cash & Cash Equivalents (Opening)	171	137	5.002	778	1.050	2.249	3.956
Cash & Cash Equivalents (Closing)	137	5.002	778	1.050	2.249	3.956	6.703
<b>Δ in CASH</b>	<b>34</b>	<b>(4.865)</b>	<b>4.224</b>	<b>(272)</b>	<b>(1.199)</b>	<b>(1.707)</b>	<b>(2.747)</b>

Source: GEL and Integrae SIM estimates

## 4 Valuation

### 4.1 Punti di forza

**Portafoglio di prodotti:** GEL offre un portafoglio completo di prodotti e servizi che soddisfano tutte le esigenze del cliente. Insieme a BWT, è l'unico player in Italia in grado di fornire una gamma completa di prodotti.

**Prezzi premium:** i clienti GEL accettano di pagare un prezzo premium grazie ai servizi a valore aggiunto e al suo portafoglio completo di prodotti.

**Valore del marchio:** nel settore, specialmente in Italia, il marchio è molto conosciuto e gode di un'ottima reputazione

**Software informatico:** il software "Progetto Acqua" consente ai designer già esperti (già 300 persone) di inserire i dati in modo indipendente e ottenere un elenco di prodotti su misura per creare un ordine.

**Marchi propri:** Gel è l'innovatore delle membrane da 9 pollici (utilizzate per il filtraggio del percolato e dell'acqua di mare) e uno dei primi player nelle membrane piatte. GEL ha anche l'esclusività (prima e unica) per i prodotti chimici in polvere (Long Life Pocket).

**Impianto innovativo** interno per la produzione di sostanze chimiche: l'unica azienda europea in questo settore.

**Il dipartimento tecnico.** 5 persone costantemente disponibili in tempo reale per aiutare i clienti a risolvere problemi tecnici.

### 4.2 Fattori difensivi

**Brevetti:** GEL possiede alcuni brevetti esclusivi come:

- "Dispositivo per dosare additivi liquidi nei sistemi idrici": questo è un processo molto delicato poiché un dosaggio troppo basso non elimina gli elementi di disturbo e uno troppo alto potrebbe essere dannoso.
- "Sistema di rilevamento e blocco delle perdite negli impianti idrici". Unico nel mercato e molto efficiente per la protezione delle famiglie.

I brevetti in scadenza saranno sostituiti da altri volti a proteggere le stesse aree di business esposte al copyright in scadenza.

**Certificazioni:** ISO9001 e IQNet, SOA, GOSTR, ISO14001: 2004; ENISO13485: 2012 (in vigore fino al 2016).

**Una bassa dipendenza da un singolo cliente e un singolo contratto:** la bolletta singola media è di € 2.300 e i primi dieci clienti fanno il 30% della base di entrate.

**L'alta fidelizzazione del cliente:** nonostante la natura del business B2B non consenta una ampia visibilità (portafoglio ordine 1/2 mesi), rileviamo che oltre 60% dei ricavi proviene da clienti con oltre 30 anni di relazione con GEL. D'altra parte la strategia che ha caratterizzato la società è da sempre stata quella di diventare partner del proprio cliente e non solo semplice fornitore.

Nel corso degli anni precedenti GEL ha effettuato investimenti indirizzati all'aumento della capacità produttiva (espansione degli impianti, nuove attrezzature, nuova area di stoccaggio) per circa €15 mln che, a causa della negativa congiuntura economica negativa seguita alla crisi finanziaria iniziata nel 2007, non hanno ancora del tutto prodotto i risultati attesi.

I coefficienti di solvibilità e di liquidità ben evidenziano le difficoltà nel 2014-15. Gli stessi rapporti nel 2016 hanno già iniziato a migliorare grazie soprattutto alla forte generazione di flussi di cassa. La tendenza è proseguita anche nel 2017 e riteniamo possa accelerare nei prossimi anni con il pieno

dispiegarsi degli effetti positivi degli investimenti. Grazie a questi, e senza ulteriori necessità di investimento, GEL potrebbe raddoppiare la propria capacità produttiva.

Per quanto riguarda lo stato patrimoniale, la migliore gestione del circolante, si traduce nella generazione di flussi di cassa a medio-lungo termine.

Dal punto di vista della redditività, l'Ebitda e l'Ebit margin di GEL sono ben al di sopra della media dei concorrenti grazie alla qualità dei prodotti e dei servizi e alle strategie di business.

A differenza di tutti gli altri indici di redditività, il margine di profitto netto è influenzato dagli oneri finanziari materiali correlati all'accordo di ristrutturazione del debito.

### 4.3 DCF model

Di seguito i nostri dati di input:

**Fig. 7 – Main input data**

Risk Free Rate	0,91%
Market Premium	8,40%
Beta Unlevered	1,15
Tax Rate (Ires + IRAP)	28,82%
D/E (average)	1,19
Beta Relevered	2,13
Alfa (specific risk)	2,50%
Ke	21,28%
Kd	5,11%
<b>Wacc</b>	<b>11,68%</b>

Source: Integrae SIM estimates

**Fig. 8 – DCF Model**

DCF	(mln/€)
NPV Cash Flow (2018-2022)	14,5
NPV TV	22,7
Enterprise Value	37,2
NFP (FY17F)	9,8
<b>Equity Value</b>	<b>27,4</b>

Source: Integrae SIM estimates

L'equity value risulta pari a €27,4 mln.

**Fig. 9 – Sensitivity analysis**

		WACC						
		10,17%	10,67%	11,17%	11,67%	12,17%	12,67%	13,17%
TV	2,5%	39,1	36,1	33,5	31,1	29,0	27,0	25,3
	2,0%	37,1	34,3	31,9	29,7	27,8	26,0	24,3
	1,5%	35,2	32,7	30,5	28,5	26,7	25,0	23,5
	1,0%	33,6	31,3	29,2	27,4	25,7	24,1	22,7
	0,5%	32,1	30,0	28,1	26,4	24,8	23,3	21,9
	0,0%	30,8	28,9	27,1	25,4	23,9	22,5	21,3
	-0,5%	29,6	27,8	26,1	24,6	23,2	21,8	20,6

Source: Integrae SIM estimates

#### 4.4 Multiples valuation

Il nostro campione include aziende che operano negli stessi settori del GEL, ma si differenzia in termini di capitalizzazione di mercato e struttura organizzativa (Fonte: Infinancials).

**Fig. 10 – Comparables – Financials**

Company	Profitability					Capital Structure	
	ROE	ROCE	EBITDA margin	EBIT margin	Net Income margin	NFP /Equity	Equity /Assets
<b>Peer Median</b>	<b>9,91</b>	<b>10,81</b>	<b>17,72</b>	<b>14,15</b>	<b>9,80</b>	<b>-0,05</b>	<b>51,01</b>
BWT AG	5,74	6,93	6,45	3,46	1,78	-0,05	40,96
Beijing OriginWater Technology...	12,13	17,19	25,71	24,96	20,88	-0,26	51,35
Chen Full International Co., L...	17,01	26,84	23,28	19,79	16,50	-0,40	70,15
Daikin Industries, Ltd.	14,17	14,52	15,45	11,04	7,53	0,23	48,20
Danaher Corporation	10,90	6,65	22,98	16,56	15,13	0,49	50,95
Graham Corp.	4,50	13,01	9,81	7,27	5,47	-0,64	75,29
HanKore Environment Tech Group...	4,82	6,85	33,55	29,47	14,01	0,45	51,07
Kurita Water Industries Ltd.	6,34	12,17	16,57	8,89	6,77	-0,29	76,44
Pentair plc	12,64	7,22	18,39	14,34	10,68	0,95	36,88
<b>GEL SPA</b>	<b>14,71</b>	<b>13,40</b>	<b>25,50</b>	<b>14,10</b>	<b>8,80</b>	<b>1,80</b>	<b>56,80</b>

Source: Infinancials

**Fig. 11 – Comparables – Forecast Multiples**

Company	Mkt Cap	EV/Sales				EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
		2017F	2018F	2019F	2020F	2017F	2018F	2019F	2020F	2017F	2018F	2019F	2020F	2017F	2018F	2019F	2020F
BWT AG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Beijing OriginWater Technology Co., Ltd.	7.386	4,8	3,4	2,6	N/A	18,2	12,8	9,4	N/A	21,1	16,0	12,3	N/A	23,1	17,4	13,6	N/A
Chen Full International Co., Ltd.	137	1,2	1,1	N/A	N/A		5,6	N/A	N/A	6,4	6,0	N/A	N/A	10,4	9,5	N/A	N/A
Daikin Industries, Ltd.	29.026	1,7	1,7	1,6	N/A	12,2	11,1	10,6	N/A	15,5	14,5	13,2	N/A	19,6	20,0	18,4	17,3
Danaher Corporation	58.668	4,4	4,0	3,9	3,7	18,6	17,0	15,8	14,9	26,3	23,3	21,2	19,7	25,0	22,6	20,9	19,5
HanKore Environment Tech Group Ltd.	201	3,2	2,6	2,3	N/A	10,4	8,6	7,6	N/A	10,6	9,4	8,5	N/A	12,9	10,7	10,4	N/A
Kurita Water Industries Ltd.	709	1,3	1,3	1,3	1,3	7,9	8,3	8,0	N/A	13,5	12,8	11,7	11,6	19,9	21,2	19,0	N/A
Pentair plc	2.792	1,9	3,2	3,1	3,0	9,7	16,2	15,1	14,7	10,6	17,8	16,9	16,1	19,3	20,1	18,9	15,0
<b>Average</b>		<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>12,8</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>14,8</b>	<b>14,9</b>	<b>14,2</b>	<b>14,0</b>	<b>15,8</b>	<b>18,6</b>	<b>17,4</b>	<b>16,9</b>	<b>17,3</b>

Source: Infinancials

Il valore medio patrimoniale calcolato con il metodo dei multipli supera € 35,4 mln. Abbiamo quindi applicato allo stesso uno sconto del 25% ottenendo un valore di €26,6 mln (24,8 mln nella nostra precedente nota del 6 febbraio u.s.)

La media delle due valutazioni €27,0 mln, ovvero € 3,7 per azione. Pertanto, il target price è di € 3,7 (da 3,6) per azione. Invariati il nostro rating buy e rischio medio.

**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: Antonio Tognoli and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Deputy Chairman and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild. Mattia Petracca is Integrae SIM's 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
06/03/2018	-	Buy	3,6	Medium	Initiation of coverage

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

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. 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](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. 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 on the risk associated with 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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
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 evaluating 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 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 is 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 GEL 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 GEL 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 GEL 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 SIM.