

Data produzione: 29 Settembre 2020 - h 21:30

Data pubblicazione: 30 Settembre 2020 - h 7.00

GEL	Italy	FTSE AIM Italia	Water Treatment
Rating: BUY	Target Price: €1,77 (prev. 2,17)	Update	Risk: Medium

1H20 Results

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-2,74%	-15,48%	23,48%	-23,24%
to FTSE AIM Italia	-2,26%	-11,15%	21,34%	-6,43%
to FTSE STAR Italia	-5,15%	-27,79%	-13,33%	-86,88%
to FTSE All-Share	-0,07%	-13,94%	9,65%	-10,05%
to FTSE Small Cap	-2,80%	-16,90%	4,51%	-1,34%

I risultati del 1H20 sono inferiori rispetto alle nostre stime. I ricavi sono risultati in flessione del 14,6% YoY a €7,0 mln (€8,2 mln nel 1H19). La divisione domestica ha contribuito per €5,6 mln mentre quella industriale per €1,4 mln. L'Ebitda invece cresciuto del 22,4% YoY a €0,9 mln, consentendo una parallela crescita dell'Ebitda margin che raggiunge il 13,2% (9,5% nel 1H19). La PFN adjusted è cresciuta a €6,5 mln (€5,7 mln nel FY19), per effetto del forte aumento delle rimanenze finali dovuto al sostegno che

GEL ha voluto dare ai propri fornitori nonostante la riduzione delle vendite.

Stock Data	
Price	€ 0,71
Target price	€ 1,77
Upside/(Downside) potential	149%
Bloomberg Code	GEL IM EQUITY
Market Cap (€m)	5,11
EV (€m)	10,84
Free Float	30,49%
Share Outstanding	7.192.500
52-week high	€ 1,83
52-week low	€ 0,58
Average daily volumes (3m)	7.200

Il nuovo Piano Strategico	2020-22E
---------------------------	----------

GEL ha rilasciato un nuovo Piano Industriale strategico 2020-22E. Il piano prevede nel 2022E il raggiungimento di ricavi netti pari a €15,3 mln, Ebitda di €2,6 mln e una PFN adjusted di €2 mln. L'obiettivo del Piano Industriale 2020-2022E è quello di accelerare la crescita e la redditività tramite la riorganizzazione aziendale e lo sviluppo di nuovi canali di vendita e nuovi mercati esteri. Allo scopo di allargare la base dei ricavi, GEL non esclude operazioni di M&A ed accedere a segmenti di mercato non coperti o a mercati geograficamente non presidiati.

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	16,6	14,0	14,6	15,3
EBITDA	2,3	1,7	2,3	2,6
EBIT	0,9	0,4	1,2	1,6
Net Profit	0,3	0,1	0,7	1,0
EPS (€)	0,04	0,01	0,09	0,13
EBITDA margin	13,7%	12,0%	15,6%	17,1%
EBIT margin	5,4%	2,7%	8,0%	10,3%

2020-23E estimated update Nelle nostre stime abbiamo tenuto conto di ricavi netti prossimo alle zero per la divisione industriale a partire dal 2021E. Prevediamo nel 2020E una flessione dei ricavi del 16,2% rispetto alle stime precedenti e una più consistente flessione dell'Ebitda (-24,7%) a €1,68 mln. A fronte quindi di un CAGR 2020-23E dei ricavi del 6,7% ci aspettiamo invece un recupero di marginalità molto più forte (Ebitda e utile netto CAGR 20-23E pari al 23,5% e

153,5% rispettivamente).

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	4,8	6,5	4,8	4,1
EV/EBIT (x)	12,0	28,5	9,3	6,9
P/E (x)	17,2	63,8	7,8	5,3

Valuation Update

Abbiamo valutato Gel 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 €13,9 mln. L'equity value di Gel utilizzando i market multiples risulta essere pari €11,6 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 12,7 mln. Il target price è quindi di €1,77 (prev. €2,17). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it



1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	16,55	14,00	14,55	15,30	17,00
Other Revenues	0,07	0,08	0,10	0,10	0,11
Value of Production	16,63	14,08	14,65	15,40	17,11
COGS	7,14	6,05	6,29	6,48	7,13
Services	2,33	2,00	2,02	2,04	2,20
Employees	3,24	2,90	2,56	2,67	2,91
Other Variable Costs	1,65	1,45	1,51	1,59	1,71
EBITDA	2,27	1,68	2,26	2,62	3,17
EBITDA Margin	13,7%	12,0%	15,6%	17,1%	18,6%
D&A	1,36	1,30	1,10	1,05	1,15
EBIT	0,90	0,38	1,16	1,57	2,02
EBIT Margin	5,4%	2,7%	8,0%	10,3%	11,9%
Financial Management	(0,40)	(0,20)	(0,23)	(0,20)	(0,15)
EBT	0,50	0,18	0,94	1,37	1,87
Taxes	0,21	0,10	0,28	0,41	0,56
Net Income	0,30	0,08	0,66	0,96	1,31

BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Intangible Asset	5,82	5,30	4,65	4,00	3,80
Tangible Asset	1,25		1,20	1,20	1,10
Financial Asset	0,19	,		,	0,18
Leasing	5,18	5,00	4,70	4,50	4,25
Fixed Asset	12,44	11,68	10,73	9,88	9,33
Account receivable	5,25	4,80	4,80	4,70	4,70
Account payable	2,98	2,50	2,75	2,90	3,15
Inventories	2,50	2,65	2,65	2,70	2,75
Operating Working Capital	4,76	4,95	4,70	4,50	4,30
Other Receivable	0,15	0,20	0,23	0,23	0,24
Other Payable	0,30	0,10	0,10	0,10	0,10
Net Working Capital	4,61	5,05	4,83	4,63	4,44
Severance Indemnities & Other Provision	2,06	1,92	1,70	1,70	1,60
NET INVESTED CAPITAL	14,99	14,81	13,85	12,80	12,17
Share Capital	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72
Reserves	8,24	8,53	8,61	9,27	10,23
Net Profit	0,30	0,08	0,66	0,96	1,31
Equity	9,25	9,33	9,99	10,95	12,26
Cash and Cash Equivalent	4,80	4,88	4,14	4,20	5,34
Short-Term Debt	2,95	2,10	1,40	1,30	1,20
Leasing	4,62	3,40	3,10	2,60	2,25
Medium-Long-Term Financial Debt	2,96	4,87	3,50	2,15	1,80
Net Financial Position	5,73	5,49	3,86	1,85	(0,09)
TOTAL SOURCES	14,99	14,82	13,85	12,80	12,17

CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY22E
EBIT	0,90	0,38	1,16	1,57	2,02
Taxes	0,21	0,10	0,28	0,41	0,56
NOPAT	0,70	0,28	0,88	1,16	1,46
D&A	1,36	1,30	1,10	1,05	1,15
Change in receivable	1,86	0,45	0,00	0,10	0,00
Change in payable	(0,24)	(0,48)	0,25	0,15	0,25
Change in inventories	(0,06)	(0,16)	0,00	(0,05)	(0,05)
Other Changes	0,24	(0,25)	(0,03)	0,00	(0,02)
CHANGE IN NWC	1,80	(0,45)	0,23	0,20	0,19
Change in Provisions	(0,24)	(0,14)	(0,22)	0,00	(0,10)
OPERATING CASH FLOW	3,62	0,99	1,99	2,41	2,69
Investments	(0,62)	(0,54)	(0,15)	(0,20)	(0,60)
FREE CASH FLOW FROM OPERATIONS (FCFO	3,00	0,45	1,84	2,21	2,09
Financial Management	(0,40)	(0,20)	(0,23)	(0,20)	(0,15)
Change in Short Term Debt	0,41	(0,85)	(0,70)	(0,10)	(0,10)
Change in ML Term Debt	0,31	1,90	(1,37)	(1,35)	(0,35)
Change in Financial Debt	0,36	(0,17)	(2,37)	(1,95)	(0,80)
Change in Leasing	(0,36)	(1,22)	(0,30)	(0,50)	(0,35)
Change in Equity	(0,05)	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	2,90	0,08	(0,75)	0,06	1,14

Source: Gel and Integrae SIM estimates



1.1 I risultati del 1H20

I risultati del 1H2O sono inferiori rispetto alle nostre stime. I ricavi sono risultati in flessione del 14,6% YoY a €7,0 mln (€8,2 mln nel 1H19). La divisione domestica ha contribuito per €5,6 mln mentre quella industriale per €1,4 mln. La flessione è dovuta alle vendite in Italia, diminuite del 19,6% YoY, mentre è risultato sostanzialmente stabile il mercato estero (Francia, Germania, Russia, Spagna e Cina), che si attesta sullo stesso risultato del 1H19, pari a €2,2 mln.

L'Ebitda invece cresciuto del 22,4% YoY a €0,9 mln, consentendo una parallela crescita dell'Ebitda margin che raggiunge il 13,2% (9,5% nel 1H19). Grazie all'intenso lavoro del management sui costi dell'intera struttura, la riduzione del fatturato è stata più che compensata da una forte riduzione dei costi aziendali, nonostante la crisi di mercato causata dall'emergenza COVID-19.

La PFN adjusted è cresciuta a €6,5 mln (€5,7 mln al 31 dicembre 2019), per effetto del forte aumento delle rimanenze finali dovuto al sostegno che GEL ha voluto dare ai propri fornitori nonostante la riduzione delle vendite.

Il lavoro del management non è stato teso solo al recupero di redditività (avuto riguardo soprattutto alla divisione industriale) ma anche ad un allargamento della base dei ricavi. Segnaliamo in particolare la firma di un importante accordo di fornitura con FERVI S.p.A. (cfr. comunicato stampa del 23 aprile us) nel mese di aprile per la realizzazione immediata di dispositivi volti alla sanificazione personale e di superfici, e all'implementazione di modalità di lavoro c.d. agile per il resto della forza lavoro.

Ulteriori misure poste in essere hanno riguardato:

- il ricorso agli ammortizzatori sociali, mediante attivazione della CIG per il periodo marzo giugno 2020 che ha coinvolto in parte sia i reparti produttivi che gli uffici in sede;
- l'ottenimento di liquidità, per far fronte ad eventuali future esigenze data la generale incertezza del periodo, mediante la stipula di nuovi contratti di finanziamento, in parte già erogati nel mese di marzo, mentre il resto è stato erogato successivamente alla chiusura del periodo;
- l'adesione all'iniziativa "io pago i fornitori", al fine di rispettare tutti gli impegni presi con le altre aziende, garantendo tutti i pagamenti alle scadenze accordate in precedenza.

Il primo semestre del 2020 ha confermato il persistere delle condizioni di debolezza del mercato e di una generale incertezza nell'economia italiana. L'emergenza sanitaria legata alla diffusione del virus COVID-19 e le misure straordinarie introdotte dalle autorità competenti per contenerla hanno determinato un peggioramento delle condizioni generali dell'economia a livello globale di cui al momento è difficile prevedere sia la portata sia la durata.

Per quanto riguarda il canale di vendita di GEL si devono annoverare tre fattori principali:

- la chiusura di molti rivenditori, pur non obbligatoria (l'ingrosso termosanitario è uno dei settori esclusi dal lockdown in quanto annoverato fra quelli essenziali), sia in Italia che all'estero che ha chiaramente ridotto il potenziale di vendita;
- il lockdown ha portato molti clienti finali a rimandare gli interventi di manutenzione e riparazione in casa per il rischio di contagio;
- il forte rallentamento, che in alcuni paesi europei è diventata vera e propria paralisi, delle attività di edilizia residenziale, sia di ristrutturazione che di nuova costruzione.



Per quanto riguarda la divisione industriale, data la particolarità dei segmenti di mercato coperti da GEL, si è assistito principalmente ad un rallentamento dei processi decisionali della clientela e al differimento nel tempo delle commesse.

Gli amministratori hanno prontamente messo in campo un insieme di azioni e di iniziative finalizzate a rafforzare la liquidità e la struttura patrimoniale, difendere la redditività e aumentare la resilienza allo scenario senza pregiudicare la capacità della Società di tornare a crescere non appena le condizioni macroeconomiche lo consentiranno.

La Società continua a monitorare con estrema attenzione sia l'evolversi dell'emergenza sanitaria legata al COVID-19 che le potenziali ricadute sui mercati di riferimento, mantenendo un'attenzione proattiva e costante al contenimento di tutti i costi e all'individuazione di iniziative che possano ulteriormente mitigare il rischio legato ai ricavi a tutela di redditività e flussi di cassa attesi.

1.2 Il Piano strategico 2020-22E

Il CdA ha deciso di rivedere i dati previsionali contenuti nel Piano Industriale 2019-2021 (cfr. Comunicato stampa del 26 marzo 2019), approvando le linee guida strategiche per il prossimo biennio e il nuovo Piano Industriale 2020-2022E aggiornato sulla base dell'attuale situazione macroeconomica nonché sulla prevedibile evoluzione del mercato di riferimento.

Tale decisione è maturata a seguito delle imprevedibili conseguenze dovute all'emergenza sanitaria COVID-19. La revisione delle stime del Piano Industriale 2019-2021 in corso è totalmente attribuibile agli effetti provocati dall'emergenza sanitaria e al conseguente lockdown che ha imposto la parziale chiusura dello stabilimento e il blocco della produzione nonché impattato sul mercato di riferimento di GEL e sulle sue prospettive.

Nel caso in cui la situazione sanitaria si stabilizzasse e non si verificassero ricadute e nuovi picchi epidemici in grado di portare a misure severe di contenimento, è ipotizzabile che a partire dal quarto trimestre del 2020 il mercato possa trovare nuovi equilibri e iniziare a recuperare parte del terreno perduto (cosiddetta ripresa V-shaped), anche a causa della non differibilità di molti interventi, per riallinearsi ai valori del 2019 nel corso di due o tre trimestri (quindi presumibilmente entro la metà di giugno 2021). Nel caso di nuove ricadute, il processo di recupero sarebbe più lungo (cosiddetta ripresa U-shaped) e si assisterebbe ad un riallineamento dei valori di mercato ai livelli del 2019 non prima del primo o del secondo trimestre del 2022.

In assenza di nuovi shock esogeni, nel medio-lungo periodo il mercato dovrebbe quindi riassestarsi sui suoi trend di crescita storici, che sono legati a trend strutturali molto chiari e resilienti, alcuni accentuati o creati proprio dal fenomeno COVID-19. I principali key drivers del nuovo piano industriale – basto uno scenario V-shaped - sono i seguenti:

- prescrizioni legislative (inclusi i recentissimi sgravi al 110% concessi in Italia per gli interventi di efficientamento energetico) che favoriscono o impongono l'utilizzo di diversi dei prodotti GEL, sia in campo domestico che industriale;
- allargamento del parco installato delle caldaie a condensazione;
- aumento della sensibilità nei confronti dei temi ambientali e del risparmio energetico;
- aumento della richiesta di acque domestiche di qualità, sia per farne uso alimentare che per minimizzare le spese di manutenzione e riparazione di impianti idraulici e termosanitari legate alla durezza o in generale alla cattiva qualità delle acque di acquedotto;



• aumento dell'attenzione alle tematiche della sanificazione, in particolare di quelle legate al condizionamento dell'aria.

L'obiettivo del Piano Industriale 2020-2022E è quello di accelerare la crescita e la redditività tramite la riorganizzazione aziendale e lo sviluppo di nuovi canali di vendita e nuovi mercati esteri.

Gli obiettivi a regime del piano sono riassumibili nei seguenti:

- recupero completo del fatturato della divisione domestica entro il 2021 rafforzando e consolidando la posizione di leadership nel mercato Italia;
- conferma ed espansione della nuova linea di prodotti igienizzanti, messa a punto nel 2020 per rispondere alla domanda di tali prodotti a causa del COVID-19;
- incrementare la competitività e la profittabilità aziendale continuando a fare leva sui costi di produzione di una serie di prodotti maturi ma fondamentali per coprire il mercato e indirizzando alcune risorse verso attività percepite a maggior valore aggiunto dalla clientela;
- riorganizzare la divisione industriale e aumentarne il livello di collaborazione con la divisione domestica per fare focus sugli impianti di taglia medio piccola;
- continuare a valutare possibili operazioni di M&A per accrescere più rapidamente i volumi di vendita e accedere più rapidamente a segmenti di mercato non coperti o a mercati geografici non presidiati.

Il piano prevede nel 2022E il raggiungimento di ricavi netti pari a €15,3 mln, Ebitda di €2,6 mln e una PFN adjusted di €2 mln.



1.3 La revisione delle stime 2020-23E

Alla luce delle difficoltà delle della divisione industriale che, nonostante la graduale ripresa dell'attività economica, non mostra segnali risveglio e tenuto conto delle nuove stime del piano industriale, abbiamo di conseguenza rivisto le nostre stime 2020-23E nel modo seguente:

Fig. 2 – Estimates Updates

€mIn data		2020E			2021E			2022E			2023E	
	Old	New	% ch									
Revenue	16,7	14,0	-16,2%	18,40	14,55	-20,9%	18,75	15,30	-18,4%	19,60	17,00	-13,3%
Ebitda	2,23	1,68	-24,7%	2,85	2,26	-20,6%	2,90	2,62	-9,5%	3,35	3,17	-5,5%
Ebitda margin	13,4%	12,0%		15,5%	15,6%		15,5%	17,1%		17,1%	18,6%	
Ebit	1,06	0,38	-64,2%	1,75	1,16	-33,5%	1,85	1,57	-15,0%	2,20	2,02	-8,3%
Ebit margin	6,3%	2,7%		9,5%	8,0%		9,9%	10,3%		11,2%	11,9%	

Source: Integrae SIM

Nelle nostre stime abbiamo tenuto conto di ricavi netti prossimo alle zero per la divisione industriale a partire dal 2021E.

Le nostre stime prevedono nel 2020E una flessione dei ricavi del 16,2% rispetto alle stime precedenti e una più consistente flessione dell'Ebitda (-24,7%) a €1,68 mln. Piu consistente la flessione dei ricavi negli anni successivi dove, come dicevamo, abbiamo considerato zero i ricavi della divisione industriale. Divisione la cui marginalità è inferiore rispetto a quella domestica. Per questo motivo prevediamo un gradale recupero dell'Ebitda margin che dovrebbe raggiungere il 18,6% nel 2023E (dal 12% del 2020E).

A fronte quindi di un CAGR 2020-23E dei ricavi del 6,7% ci aspettiamo invece un recupero di marginalità molto più forte (Ebitda e utile netto CAGR 20-23E pari al 23,5% e 153,5% rispettivamente).



2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Gel sulla base della metodologia DCF e dei multipli di mercato di un campione di società comparabili.

2.1 DCF Method

Fig. 3 – WACC

WACC		8,56%
Risk Free Rate	0,50% α(specific r	risk) 2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjust	ted 0,94
D/E (average)	36,99% Beta Relev	ered 1,19
Ke	10,92% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari al 2,5%. Ne risulta quindi un WACC dell'8,56%

Fig. 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		13,9
FCFO actualized	3,7	19%
TV actualized DCF	15,9	81%
Enterprise Value	19,6	100%
NFP (FY19E)	5,7	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumptions*, ne risulta un **equity value di €13,9 mln**.

Fig. 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln				w	ACC			
		7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%
	2,5%	26,0	22,7	20,1	17,8	15,9	14,3	12,9
	2,0%	23,3	20,5	18,3	16,3	14,7	13,2	12,0
Growth	1,5%	21,0	18,7	16,7	15,0	13,6	12,3	11,2
Rate (g)	1,0%	19,1	17,1	15,4	13,9	12,6	11,4	10,4
	0,5%	17,5	15,7	14,2	12,9	11,7	10,7	9,8
	0,0%	16,1	14,6	13,2	12,0	11,0	10,0	9,2
	-0,5%	14,9	13,6	12,3	11,3	10,3	9,4	8,6

Source: Integrae SIM



2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Gel, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF *method*.

Fig. 6 - Market Multiples

Company	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E					
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
Beijing OriginWater Technology Co., Ltd.	14,0	12,1	10,5		23,4	18,8	15,9		16,6	13,5	11,7	
Daikin Industries, Ltd.	18,8	15,2	12,9		29,4	21,8	18,5	16,9	40,4	30,6	25,2	25,7
Danaher Corporation	26,0	22,1	20,0	18,2	37,8	30,9	26,9	25,9	37,9	32,4	29,5	26,6
Graham Corp.	19,0	n.m.			n.m.	n.m.			n.m.	37,8		
HanKore Environment Tech Group Ltd.	6,4	5,7	5,2		6,9	6,0	5,4		3,9	3,3	3,1	
Kurita Water Industries Ltd.	9,3	8,1	7,8	7,6	15,6	13,8	12,8	12,6	22,4	19,7	18,1	17,6
Pentair plc	16,4	14,6	13,4	12,1	18,1	16,2	15,0	12,4	20,4	18,0	16,2	14,8
Average	15,7	13,0	11,7	12,6	21,9	17,9	15,8	17,0	23,6	22,2	17,3	21,2

Source: Infinancials

L'equity value di Gel utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa €15,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che il titolo Gel ha rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value** di € 11,6 mln.

2.3 Equity Value

Fig. 7 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	12,76
Equity Value DCF (€/mln)	13,90
Equity Value multiples (€/mln)	11,62
Target Price (€)	1,77

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a circa €15,6 mln. Il target price è quindi di €1,77 (prev. €2,17). Confermiamo il rating BUY e il rischio MEDIUM.



Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999

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 Journalist guilt. Mattia Petracca is current financial analyst. **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
09/04/2019	1.31	Buy	2.31	Medium	FY18 Results
17/10/2019	0,94	Buy	1,90	Medium	1H19 Results
06/04/2020	0,64	Buy	1,71	Medium	FY19 Results
27/04/2020	0,71	Buy	2,17	Medium	Fervi Agreement
19/05/2020	0,88	Buy	2,17	Medium	1Q20 Revenues
17/06/2020	0,89	Buy	2,17	Medium	New Product Line
30/07/2020	0,90	Buy	2,17	Medium	1H20 Preliminary Results

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 resuit 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 R	eturn (ETR) for different risk cate	egories					
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 and/or target price	Rating and/or target price Under Review					
N.R.	Stock Not Rated	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 directly, 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 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.