

<b>ESI</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Renewables</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 7,50 (prev. € 7,00)</b>	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	4,06%	14,04%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	-2,88%	-4,25%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	-0,20%	4,75%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	-1,84%	3,27%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	-1,86%	4,11%	N/A	N/A
to MSCI World Index	3,06%	9,37%	N/A	N/A

#### Stock Data

Price	€ 3,33
Target price	€ 7,50
Upside/(Downside) potential	125,1%
Bloomberg Code	ESI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 18,29
EV (€m)	€ 15,88
Free Float	26,00%
Share Outstanding	5.492.000
52-week high	€ 5,00
52-week low	€ 2,68
Average daily volumes (3m)	48.000

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	15,3	19,0	20,9	22,8
VoP	15,7	19,0	20,9	22,8
EBITDA	1,9	2,8	3,2	3,6
EBIT	1,7	2,6	2,9	3,3
Net Profit	1,3	1,7	2,0	2,2
EBITDA margin	12,2%	15,0%	15,5%	15,8%
EBIT margin	10,6%	13,7%	14,1%	14,3%
Net Profit margin	8,3%	9,2%	9,3%	9,6%

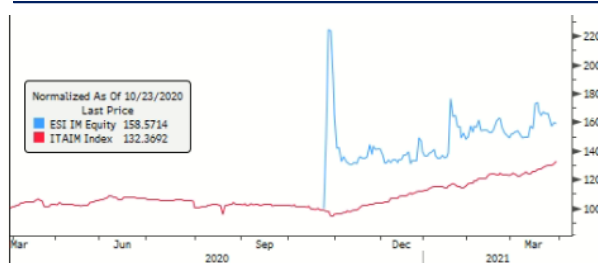
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	8,3	5,6	4,9	4,4
EV/EBIT (x)	9,5	6,1	5,4	4,9
P/E (x)	14,1	10,5	9,4	8,4

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### FY20A Results

Il valore della produzione si attesta a € 15,74 mln, rispetto a un valore pari a € 4,14 mln registrato a fine 2019 e a € 16,95 mln stimati nel nostro precedente report. Tale differenza rispetto alle stime, secondo quanto comunicato, è principalmente dovuta al rallentamento delle attività di costruzione nelle Baleari dovuto alla pandemia Covid 19, verificatosi soprattutto nella seconda ondata, tra ottobre e dicembre 2020.

L'EBITDA è pari a € 1,92 mln, rispetto a € 0,64 mln dell'esercizio precedente e a € 2,70 mln attesi. L'EBITDA Margin risulta, invece, pari a 12,2%, rispetto a 15,5% del 2019 e 15,9% stimato.

#### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e dei nuovi contratti comunicati dalla Società, prudenzialmente, confermiamo integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, confermiamo valore della produzione 2021E pari a € 19,0 mln ed un EBITDA pari a € 2,85 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 24,75 mln (CAGR 20A-24E: 11,98%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 4,15 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 16,8%), in crescita rispetto a € 1,92 mln del 2020A (EBITDA margin del 12,2%).

#### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Esi 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 €44,5 mln. L'equity value di Esi utilizzando i market multiples risulta essere pari €37,8 mln (considerando due diversi panel). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 41,2 mln. Il target price è di € 7,50, rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
Revenues	3,77	15,28	19,00	20,90	22,75	24,75
Other Revenues	0,37	0,46	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Value of Production</b>	<b>4,14</b>	<b>15,74</b>	<b>19,00</b>	<b>20,90</b>	<b>22,75</b>	<b>24,75</b>
COGS	2,58	8,47	11,80	12,95	14,05	15,05
Services	0,59	3,04	2,80	3,05	3,30	3,50
Use of assets owned by others	0,04	0,42	0,30	0,30	0,30	0,40
Employees	0,26	1,89	1,15	1,30	1,45	1,60
Other Operating Expenses	0,02	0,01	0,10	0,05	0,05	0,05
<b>EBITDA</b>	<b>0,64</b>	<b>1,92</b>	<b>2,85</b>	<b>3,25</b>	<b>3,60</b>	<b>4,15</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,5%</i>	<i>12,2%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,8%</i>
D&A	0,03	0,26	0,25	0,30	0,35	0,40
<b>EBIT</b>	<b>0,62</b>	<b>1,66</b>	<b>2,60</b>	<b>2,95</b>	<b>3,25</b>	<b>3,75</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>14,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,3%</i>	<i>15,2%</i>
Financial Management	(0,00)	(0,06)	(0,05)	(0,10)	(0,08)	(0,08)
<b>EBT</b>	<b>0,61</b>	<b>1,60</b>	<b>2,55</b>	<b>2,85</b>	<b>3,18</b>	<b>3,68</b>
Taxes	0,19	0,31	0,80	0,90	1,00	1,15
<b>Net Income</b>	<b>0,42</b>	<b>1,30</b>	<b>1,75</b>	<b>1,95</b>	<b>2,18</b>	<b>2,53</b>
<b>Third Parties Net Income</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,45</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
<b>Fixed Assets</b>	<b>0,25</b>	<b>1,44</b>	<b>1,15</b>	<b>1,15</b>	<b>1,10</b>	<b>1,00</b>
Account receivable	0,96	3,93	6,05	6,65	7,25	7,85
Inventories	0,00	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	0,96	3,57	4,10	4,50	4,85	5,20
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(0,00)</b>	<b>0,44</b>	<b>1,95</b>	<b>2,15</b>	<b>2,40</b>	<b>2,65</b>
Other receivable	0,01	0,98	1,00	1,20	1,30	1,45
Other payable	0,51	0,76	1,70	1,90	2,05	2,20
<b>Net Working Capital</b>	<b>(0,50)</b>	<b>0,66</b>	<b>1,25</b>	<b>1,45</b>	<b>1,65</b>	<b>1,90</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,01	0,01	0,10	0,20	0,25	0,35
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>(0,26)</b>	<b>2,08</b>	<b>2,30</b>	<b>2,40</b>	<b>2,50</b>	<b>2,55</b>
Share Capital	0,16	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Reserves	0,00	3,00	4,30	6,05	8,00	10,17
Group Net Income	0,42	1,29	1,30	1,95	2,18	2,53
Third Parties Net Income	0,00	0,01	0,45	0,00	0,00	0,00
<b>Equity</b>	<b>0,58</b>	<b>4,49</b>	<b>6,24</b>	<b>8,19</b>	<b>10,37</b>	<b>12,89</b>
Cash & Cash Equivalent	0,84	2,48	6,29	7,29	9,36	11,84
Short Term Debt to Bank	0,00	0,07	2,35	1,50	1,50	1,50
M/L Term Debt to Bank	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0,84)</b>	<b>(2,41)</b>	<b>(3,94)</b>	<b>(5,79)</b>	<b>(7,86)</b>	<b>(10,34)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>(0,26)</b>	<b>2,08</b>	<b>2,30</b>	<b>2,40</b>	<b>2,50</b>	<b>2,55</b>
<b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
EBIT		1,66	2,60	2,95	3,25	3,75
Taxes		0,31	0,80	0,90	1,00	1,15
<b>NOPAT</b>		<b>1,36</b>	<b>1,80</b>	<b>2,05</b>	<b>2,25</b>	<b>2,60</b>
D&A		0,26	0,25	0,30	0,35	0,40
Change in receivable		(2,97)	(2,12)	(0,60)	(0,60)	(0,60)
Change in inventories		(0,08)	0,08	0,00	0,00	0,00
Change in payable		2,61	0,53	0,40	0,35	0,35
Change in others		-0,71	0,91	0,00	0,05	0,00
<i>Change in NWC</i>		<i>-1,15</i>	<i>-0,59</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,25</i>
Change in provisions		0,00	0,09	0,10	0,05	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>		<b>0,46</b>	<b>1,54</b>	<b>2,25</b>	<b>2,45</b>	<b>2,85</b>
Capex		(1,4)	0,0	(0,3)	(0,3)	(0,3)
<b>FREE CASH FLOW</b>		<b>(0,98)</b>	<b>1,58</b>	<b>1,95</b>	<b>2,15</b>	<b>2,55</b>
Financial Management		(0,06)	(0,05)	(0,10)	(0,08)	(0,08)
Change in Debt to Bank		0,07	2,28	(0,85)	0,00	0,00
Change in Equity		2,61	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>		<b>1,64</b>	<b>3,81</b>	<b>1,00</b>	<b>2,07</b>	<b>2,48</b>

Source: ESI and Integrae SIM estimates

## 1.1 FY20A Results

**Table 2 – Actual VS Estimates FY20A**

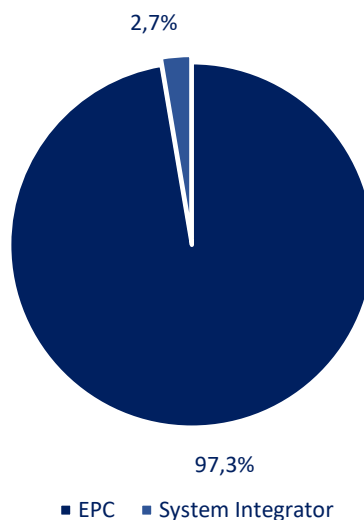
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>FY20A</b>	<b>15,74</b>	<b>1,92</b>	<b>12,2%</b>	<b>1,66</b>	<b>1,30</b>	<b>(2,41)</b>
FY20E	16,95	2,70	15,9%	2,60	1,75	(3,04)
Change	-7,1%	-28,9%	-3,7%	-36,0%	-25,7%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che: *“L’esercizio 2020 è stato per ESI un esercizio complesso non solo per la pandemia che ha colpito il mondo e che ha bloccato molte attività, ma soprattutto per le scelte strategiche adottate dalla società, sia con la quotazione in Borsa che con la grande spinta all’internazionalizzazione. Esprimiamo grande soddisfazione per i risultati ottenuti in questo anno 2020, che confermano la bontà della strategia ed il giusto percorso intrapreso dalla nostra società”*

Il valore della produzione si attesta a € 15,74 mln, rispetto a un valore pari a € 4,14 mln registrato a fine 2019 e a € 16,95 mln stimati nel nostro precedente *report*. Tale differenza rispetto alle stime, secondo quanto comunicato, è principalmente dovuta al rallentamento delle attività di costruzione nelle Baleari dovuto alla pandemia Covid 19, verificatosi soprattutto nella seconda ondata, tra ottobre e dicembre 2020. Tale rallentamento ha comportato lo slittamento delle costruzioni principalmente in relazione all’impianto di Binatria. Comunque, l’attività ha avuto conclusione nel primo trimestre dell’esercizio in corso, con conseguente spostamento di parte del fatturato, e relativo margine di commessa, sul 2021.

**Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment**



Source: ESI

Il VoP complessivo è dato da € 15,32 mln generati dalla *business unit* EPC (corrispondenti al 97,3%) e € 0,42 mln generati dalla *business unit* System Integrator (corrispondenti al 2,7%). Il valore della produzione è stato prevalentemente generato tramite attività svolte all’estero. La Società, infatti, ha operato, nel corso del 2020A, in: Spagna, Congo, Mozambico e Burundi.

L’EBITDA è pari a € 1,92 mln, rispetto a € 0,64 mln dell’esercizio precedente e a € 2,70 mln attesi. L’EBITDA Margin risulta, invece, pari a 12,2%, rispetto a 15,5% del 2019 e 15,9% stimato. Come detto, la differenza con quanto stimato, è principalmente legata al

rallentamento delle attività di costruzione nelle Baleari dovuto alla pandemia Covid 19 tra ottobre e dicembre.

L'EBIT è pari a € 1,66 mln (€ 0,62 mln nel 2019) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,26 mln, rispetto a € 2,60 mln atteso. L'Utile Netto si attesta a € 1,30 mln (€ 0,42 mln nel 2019) rispetto a € 1,75 mln delle nostre precedenti stime.

La NFP mostra un importante miglioramento da - € 0,84 mln a - € 2,41 mln, anche in ragione della raccolta da IPO.

## 1.2 Eventi Significativi

In seguito alla nostra ultima pubblicazione, la Società ha comunicato:

- In data 12/11/20, di aver sottoscritto un contratto per lo sviluppo di un impianto fotovoltaico Off-Grid in Burundi, Africa. Secondo quanto comunicato, il valore del contratto è pari a € 0,256 mln ed è relativo alla costruzione di un nuovo impianto fotovoltaico Off-Grid, commissionato dall'Istituto della Cooperazione Universitaria (ICU), che sarà installato nel mercato comunale di Gitaza, a 30 km da Bujumbara;
- In data 14/12/20, di aver sottoscritto con AVSI Foundation (organizzazione *non profit* che realizza progetti di cooperazione allo sviluppo ed aiuto umanitario in 33 Paesi del Mondo) un contratto per lo sviluppo di un impianto fotovoltaico Mini-Grid nella Repubblica Democratica del Congo per un valore di € 0,617 mln;
- In data 12/03/21, di aver sottoscritto un contratto per la progettazione e la realizzazione di un impianto fotovoltaico Off-Grid in Mozambico (Africa), del valore complessivo di € 0,529 mln, di cui € 0,07 mln di competenza dello scorso esercizio e € 0,459 mln di competenza dell'esercizio 2021. Si tratta di un impianto caratterizzato da: potenza nominale di 115 KWp, capacità di *storage* di 300 KWh e durata complessiva per progettazione e costruzione di 7 mesi.

### 1.3 FY21E – FY24E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY21E-24E**

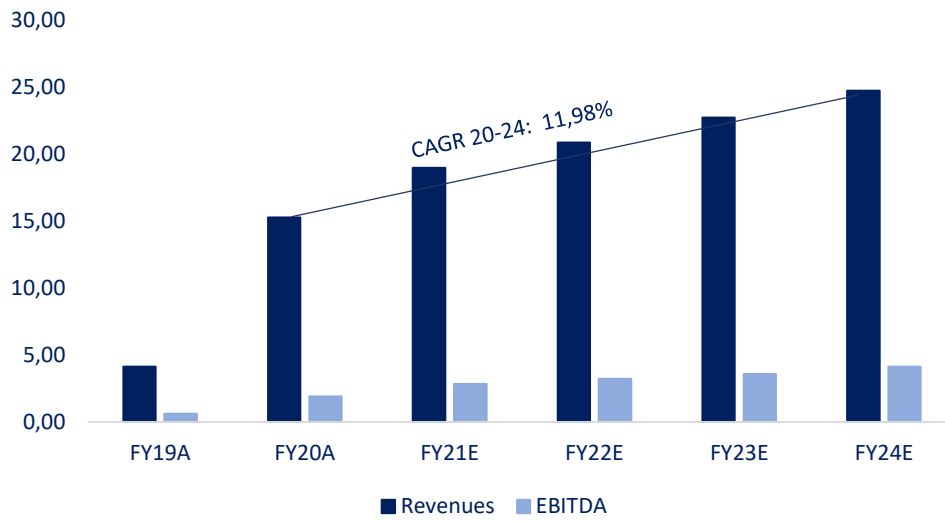
€/mln	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
<b>VoP</b>				
New	<b>19,0</b>	<b>20,9</b>	<b>22,8</b>	<b>24,8</b>
Old	19,0	20,9	22,8	24,8
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>				
New	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>
Old	2,8	3,2	3,6	4,2
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA %</b>				
New	<b>15,0%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,8%</b>
Old	15,0%	15,5%	15,8%	16,8%
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>				
New	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>
Old	2,6	2,9	3,3	3,8
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Net Income</b>				
New	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>
Old	1,7	2,0	2,2	2,5
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>NFP</b>				
New	<b>(3,9)</b>	<b>(5,8)</b>	<b>(7,9)</b>	<b>(10,3)</b>
Old	(4,4)	(6,2)	(8,3)	(10,8)
Change	N.A	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e dei nuovi contratti comunicati dalla Società, prudenzialmente, confermiamo integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

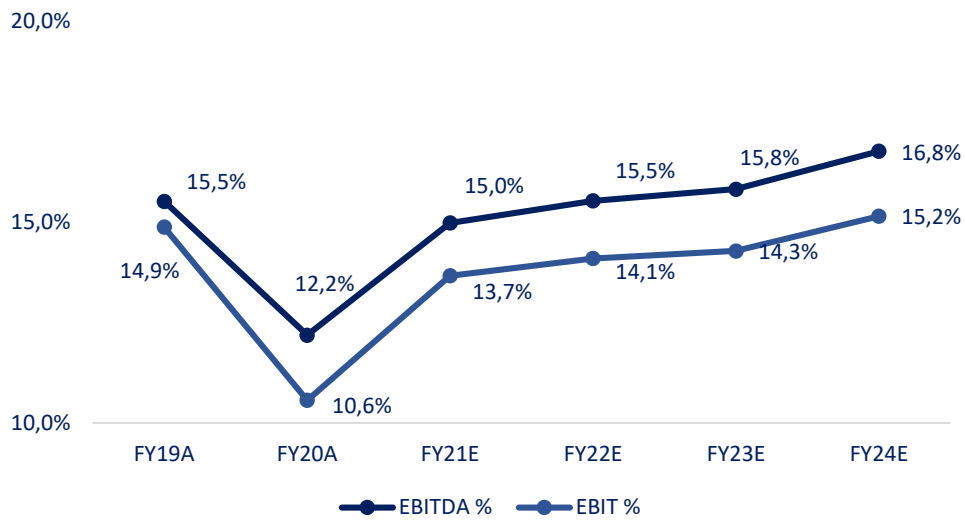
In particolare, confermiamo valore della produzione 2021E pari a € 19,0 mln ed un EBITDA pari a € 2,85 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 24,75 mln (CAGR 20A-24E: 11,98%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 4,15 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 16,8%), in crescita rispetto a € 1,92 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 12,2%).

**Chart 2 – VoP and EBITDA FY19A-24E**



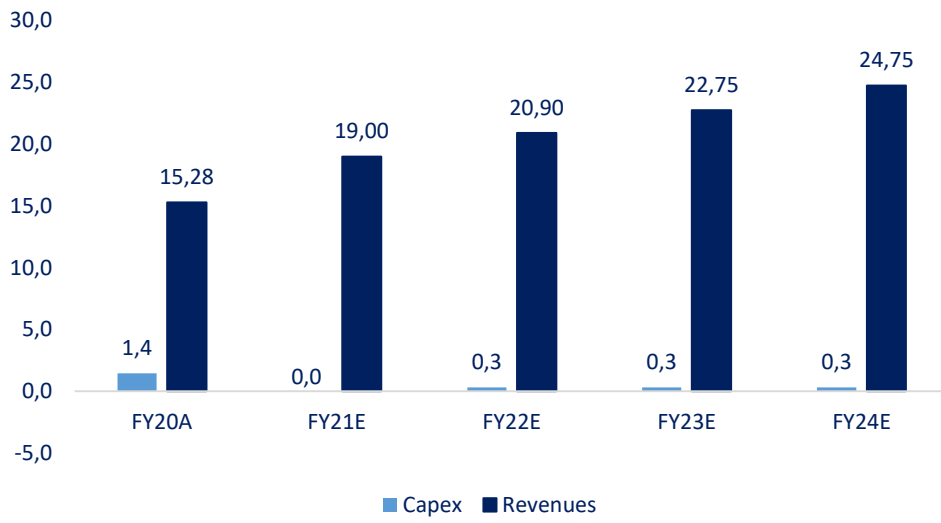
Source: Integrae SIM

**Chart 3 – Margin FY19A-24E**



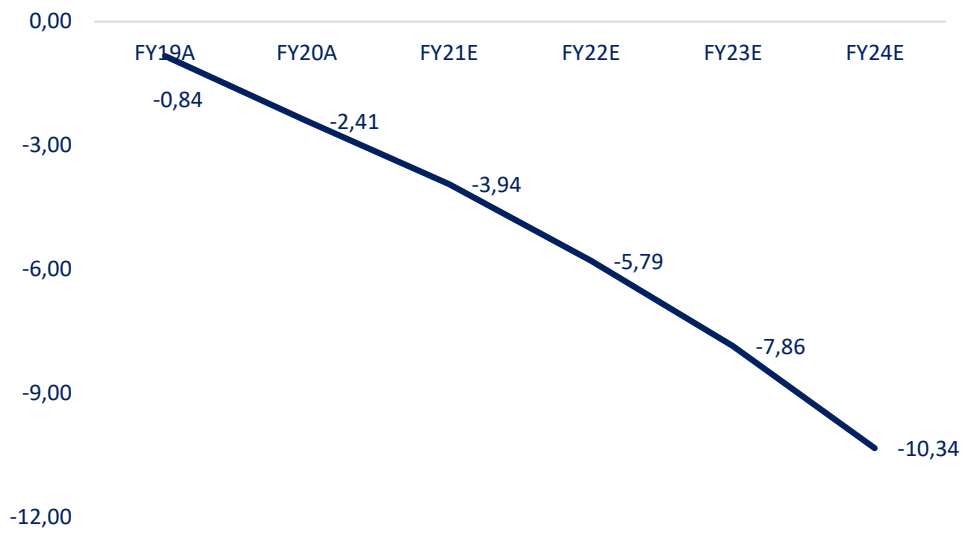
Source: Integrae SIM

**Chart 4 – Capex FY19A-24E**



Source: Integrae SIM

**Chart 5 – NFP FY19A-24E**



Source: Integrae SIM

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

WACC		5,98%
Risk Free Rate	-0,13% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,6
D/E (average)	17,65% Beta Relevered	0,7
Ke	6,78% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,98%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		44,5
FCFO actualized	7,5	18%
TV actualized DCF	34,6	82%
<b>Enterprise Value</b>	<b>42,1</b>	100%
NFP (FY20A)	(2,4)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €44,5 mln.

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

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
2,5%		102,0	82,1	68,9	59,4	52,4	46,9	42,5
2,0%		83,5	70,0	60,4	53,2	47,6	43,1	39,5
1,5%		71,2	61,4	54,1	48,4	43,8	40,1	37,0
1,0%		62,4	54,9	49,1	44,5	40,7	37,5	34,9
0,5%		55,8	49,9	45,2	41,3	38,1	35,4	33,1
0,0%		50,7	45,9	42,0	38,7	35,9	33,6	31,5
-0,5%		46,7	42,6	39,3	36,5	34,1	32,0	30,1

Source: Integrae SIM



## 2.2 Market multiples

I nostri *panel* sono formati da società operanti nello stesso settore di ESI.

**Table 7 – Market Multiples AIM companies**

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Renergetica Spa	5,2	4,8	4,4	5,7	5,2	4,7
Elettra Investimenti Spa	7,8	6,7	N/A	21,2	14,9	N/A
Iniziative Bresciane Spa	9,6	6,9	6,7	17,1	11,6	11,5
<b>Peer median</b>	<b>7,8</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>17,1</b>	<b>11,6</b>	<b>8,1</b>

Source: Infancials

**Table 8 – Market Multiples AIM Companies**

€/mln	2021E	2022E	2023E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	22,3	21,7	19,9
EV/EBIT	44,5	34,2	26,2
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	26,3	27,5	27,8
EV/EBIT	48,4	40,0	34,1
<b>Average</b>	<b>37,4</b>	<b>33,7</b>	<b>30,9</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di ESI utilizzando i market multiple EV/EBITDA ed EV/EBIT relativamente al Panel "AIM Companies", risulta essere pari a € 34,0 mln. Generalmente, si applica uno sconto del 25% sull'equity value, in ragione della minor liquidità nel caso di società di dimensioni ridotte. In questo caso, lo sconto non è stato applicato, poiché le società considerate nel calcolo dei multipli sono quotate sul mercato AIM Italia.

**Table 9 – Market Multiples Large Companies**

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Innergex Renewable Energy Inc.	13,7	13,2	12,7	36,5	35,7	N/A
Falck Renewables Spa	12,9	11,8	10,9	23,2	21,1	19,1
Borallex Inc.	13,1	12,7	11,8	37,7	34,9	N/A
Exelon Corporation	9,3	9,0	8,8	17,2	16,2	15,9
Duke Energy Corp.	11,9	11,2	10,6	21,0	19,7	19,8
<b>Peer median</b>	<b>12,9</b>	<b>11,8</b>	<b>10,9</b>	<b>23,2</b>	<b>21,1</b>	<b>19,1</b>

Source: Infinitentials

**Table 10 – Market Multiples Valuation Large Companies**

€/mln	2021E	2022E	2023E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	36,7	38,3	39,1
EV/EBIT	60,1	62,0	62,0
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	40,7	44,1	46,9
EV/EBIT	64,1	67,8	69,8
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	30,5	33,1	35,2
EV/EBIT	48,0	50,9	52,4
<b>Average</b>	<b>39,3</b>	<b>42,0</b>	<b>43,8</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di ESI utilizzando i market multiple EV/EBITDA ed EV/EBIT relativamente al Panel "Large Companies", risulta essere pari a € 55,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore del titolo ESI rispetto ai comparables appartenenti a questo Panel: ne risulta un equity value di € 41,7 mln.

**Table 11 – Market Multiples Valuation – Average Equity Value**

<b>Average Multiples Equity Value (€/mln)</b>	<b>37,8</b>
Equity Value Panel AIM Companies	34,0
Equity Value Panel Large Companies	41,7

Source: Integrae SIM

Considerando la media aritmetica delle valutazioni derivanti dall'utilizzo dei due Panel, risulta un equity value pari a € 37,8 mln.

## 2.3 Equity Value

**Table 12 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>41,2</b>
Equity Value DCF (€/mln)	44,5
Equity Value multiples (€/mln)	37,8
<b>Target Price (€)</b>	<b>7,50</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 41,2 mln. Il **target price** è quindi di € 7,50 (prev. €7,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

**Table 13 – Target Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	20,2x	13,6x	11,9x
EV/EBIT	23,3x	14,9x	13,2x

Source: Integrae SIM

**Table 14 – Current Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	8,3x	5,6x	4,9x
EV/EBIT	9,5x	6,1x	5,4x

Source: Integrae SIM

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

**Analyst/s certification**

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

**Disclaimer**

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

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

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

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

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

<b>Date</b>	<b>Price</b>	<b>Recommendation</b>	<b>Target Price</b>	<b>Risk</b>	<b>Comment</b>
02/11/2020	3,51	Buy	7,00	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. 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](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. 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 ESI 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 ESI SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by ESI 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.