

Data produzione: 24 Settembre 2021 - h. 18,30

Data pubblicazione: 27 Settembre 2021 - h. 7,00

Nocivelli	Italy	FTSE AIM Italia Services and Construction
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 6,20 (prev. € 5,50)	Update
		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	12,57%	11,05%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	12,38%	-2,00%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	10,30%	-0,33%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	12,74%	8,67%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	13,04%	10,18%	N/A	N/A
to MSCI World Index	13,07%	7,96%	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 4,12
Target price	€ 6,20
Upside/(Downside) potential	50,8%
Bloomberg Code	ABP IM Equity
Market Cap (€m)	€ 125,30
EV (€m)	€ 93,77
Free Float	11,33%
Share Outstanding	30.450.000
52-week high	€ 4,38
52-week low	€ 3,14
Average daily volumes (3m)	27.000

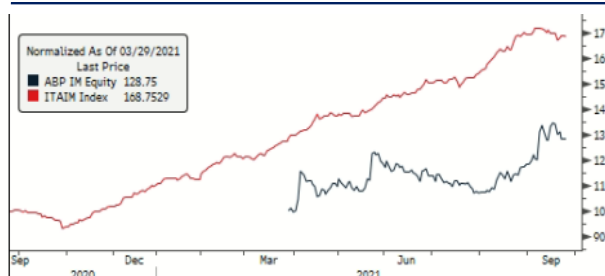
Key Financials (€m)	19-20A	20-21A	21-22E	22-23E
Revenues	60,6	60,5	65,0	85,0
VoP	61,2	64,2	65,0	85,0
EBITDA Adj.	11,2	12,3	13,8	14,3
EBIT	10,1	11,2	11,8	12,3
Net Profit	7,5	8,6	8,8	9,3
EBITDA Adj. margin	18,5%	20,3%	21,2%	16,8%
EBIT margin	16,7%	18,5%	18,2%	14,5%
Net Profit margin	12,4%	14,3%	13,5%	10,9%

Main Ratios	19-20A	20-21A	21-22E	22-23E
EV/EBITDA Adj. (x)	8,4	7,7	6,8	6,6
EV/EBIT (x)	9,2	8,4	7,9	7,6
P/E (x)	16,7	14,5	14,3	13,5

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY20-21A Results

I ricavi si attestano a € 60,50 mln, rispetto ad un valore pari a € 60,64 mln del FY19-20A (-0,23%). Confrontati con i € 78,00 mln stimati nel precedente report, i ricavi sono in calo del 22,4% dovuto allo slittamento nell'esecuzione di alcune gare contrattualizzate con la Pubblica Amministrazione. L'EBITDA Adj. , pari a € 12,25 mln, non risente significativamente del calo del fatturato e registra anzi un aumento pari al 9,2% rispetto agli € 11,22 mln del FY19-20A. La NFP risulta cash positive di € 31,54 mln, in miglioramento rispetto al dato al 30/6/20 pro-forma di - € 16,01 mln, con disponibilità liquide per € 33,00 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY20-21A, modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni. Si stimano i ricavi FY21-22E pari a € 65,00 mln con EBITDA Adj. pari a € 13,80 mln (margine del 21,2%), considerando anche la consulenza non fornita nel FY20-21A. Per gli anni successivi, ci aspettiamo ricavi in aumento fino a € 87,60 mln (CAGR FY20-21A-FY24-25E: 9,70%) nel FY24-25E, con EBITDA di € 15,20 mln (margine del 17,4%). L'EBITDA della Società è solo parzialmente influenzato dalle fluttuazioni dei ricavi, poichè principalmente collegato a contratti pluriennali già sottoscritti nell'ambito delle prestazioni di servizi.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Nocivelli 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 all'1,5%) restituisce un equity value pari a €236,7 mln. L'equity value di Nocivelli utilizzando i market multiples risulta essere pari €141,2 mln (inclusendo un discount pari al 10%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 188,9 mln. Il target price è di € 6,20 (prev. € 5,50), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18-19A	FY19-20A	FY20-21A	FY21-22E	FY22-23E	FY23-24E	FY24-25E
Revenues	60,89	60,64	60,50	65,00	85,00	86,00	87,60
Other Revenues	9,26	0,60	3,72	0,00	0,00	0,00	0,00
Value of Production	70,16	61,23	64,22	65,00	85,00	86,00	87,60
COGS	17,49	12,25	12,65	13,00	16,95	17,15	17,40
Services	37,24	30,66	31,37	32,45	44,20	44,60	45,35
Use of assets owned by others	0,21	0,25	0,47	0,35	0,35	0,35	0,35
Employees	5,70	5,86	6,77	6,80	8,70	8,70	8,80
Other Operating Expenses	0,80	0,99	0,70	0,60	0,50	0,50	0,50
EBITDA	8,72	11,22	12,25	11,80	14,30	14,70	15,20
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,3%</i>	<i>18,5%</i>	<i>20,3%</i>	<i>18,2%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,4%</i>
<i>Adjustment</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>2,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
EBITDA Adj.	8,72	11,22	12,25	13,80	14,30	14,70	15,20
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>14,3%</i>	<i>18,5%</i>	<i>20,3%</i>	<i>21,2%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,4%</i>
D&A	0,96	1,08	1,07	2,00	2,00	2,35	2,55
EBIT	7,76	10,14	11,18	11,80	12,30	12,35	12,65
<i>EBIT Margin</i>	<i>12,7%</i>	<i>16,7%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,2%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,4%</i>
Financial Management	0,31	0,19	0,40	0,55	0,65	0,15	0,15
EBT	8,07	10,33	11,58	12,35	12,95	12,50	12,80
Taxes	2,29	2,84	2,95	3,60	3,70	3,65	3,65
Net Income	5,78	7,49	8,63	8,75	9,25	8,85	9,15

BALANCE SHEET (€/mln)	FY18-19A	FY19-20A	FY20-21A	FY21-22E	FY22-23E	FY23-24E	FY24-25E
Fixed Assets	5,00	4,24	6,93	7,70	8,25	8,05	6,95
Account receivable	12,38	11,36	11,95	14,45	18,90	19,25	19,60
Inventories	13,22	2,27	5,53	1,75	2,25	2,30	2,30
Account payable	7,64	5,91	6,32	7,10	9,50	9,65	9,60
Operating Working Capital	17,96	7,72	11,17	9,10	11,65	11,90	12,30
Other receivable	7,37	5,50	4,45	9,00	11,10	11,25	11,25
Other payable	9,80	6,89	7,86	4,35	6,00	6,05	6,05
Net Working Capital	15,53	6,33	7,76	13,75	16,75	17,10	17,50
Severance Indemnities & Other Provisions	1,88	1,94	2,06	2,00	2,75	3,00	3,30
NET INVESTED CAPITAL	18,64	8,63	12,63	19,45	22,25	22,15	21,15
Share Capital	1,00	1,00	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
Reserves	21,11	16,15	34,40	43,03	51,78	61,03	69,88
Net Income	5,78	7,49	8,63	8,75	9,25	8,85	9,15
Equity	27,89	24,64	44,17	52,92	62,17	71,02	80,17
Cash & Cash Equivalent	16,15	19,21	32,97	33,77	39,92	48,87	59,02
Short Term Debt to Bank	3,36	1,72	1,12	0,30	0,00	0,00	0,00
M/L Term Debt to Bank	3,54	1,48	0,31	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Financial Position	(9,25)	(16,01)	(31,54)	(33,47)	(39,92)	(48,87)	(59,02)
SOURCES	18,64	8,63	12,63	19,45	22,25	22,15	21,15

CASH FLOW (€/mln)	FY19-20A	FY20-21A	FY21-22E	FY22-23E	FY23-24E	FY24-25E
EBIT	10,14	11,18	11,80	12,30	12,35	12,65
Taxes	2,84	2,95	3,60	3,70	3,65	3,65
NOPAT	7,30	8,23	8,20	8,60	8,70	9,00
D&A	1,08	1,07	2,00	2,00	2,35	2,55
Change in receivable	1,02	(0,60)	(2,50)	(4,45)	(0,35)	(0,35)
Change in inventories	10,95	(3,26)	3,78	(0,50)	(0,05)	0,00
Change in payable	(1,73)	0,40	0,78	2,40	0,15	(0,05)
Change in others	-1,04	2,02	-8,06	-0,45	-0,10	0,00
<i>Change in NWC</i>	<i>9,20</i>	<i>-1,43</i>	<i>-5,99</i>	<i>-3,00</i>	<i>-0,35</i>	<i>-0,40</i>
Change in provisions	0,05	0,12	-0,06	0,75	0,25	0,30
OPERATING CASH FLOW	17,64	8,00	4,15	8,35	10,95	11,45
Capex	(0,3)	(3,8)	(2,8)	(2,6)	(2,2)	(1,5)
FREE CASH FLOW	17,31	4,24	1,38	5,80	8,80	10,00
Financial Management	0,19	0,40	0,55	0,65	0,15	0,15
Change in Debt to Bank	(3,70)	(1,77)	(1,13)	(0,30)	0,00	0,00
Change in Equity	(10,74)	10,90	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	3,05	13,76	0,80	6,15	8,95	10,15

Source: Nocivelli and Integrae SIM estimates

1.1 FY20-21A Results

Table 2 – FY20-21A vs FY20-21E

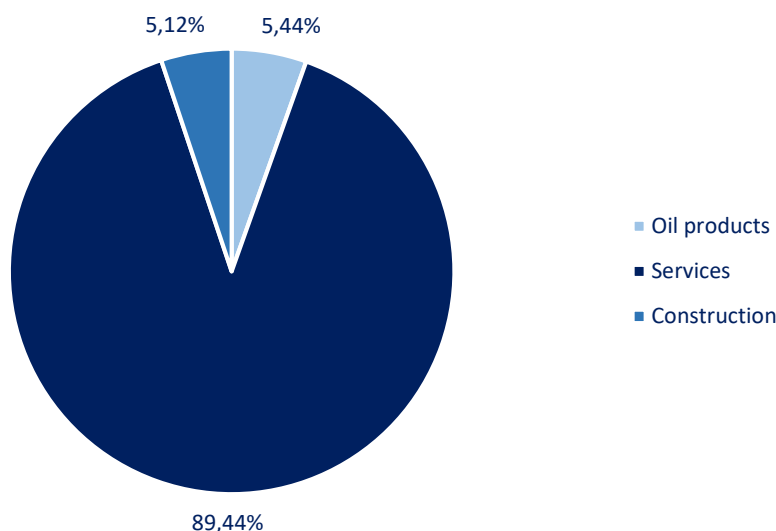
€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY20-21A	60,50	12,25	20,3%	11,18	8,63	-31,54
FY20-21E	78,00	12,60	16,2%	13,10	9,15	-22,63
<i>Change</i>	-22,4%	-2,8%	4,1%	-14,7%	-5,7%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che: *"Gli indicatori finanziari contenuti nel bilancio approvato oggi dal CdA, nonostante lo slittamento, per via del Covid, nell'esecuzione di alcune gare presenti nel nostro portafoglio contrattualizzate con la Pubblica Amministrazione, raccontano un'azienda sana e in crescita. Confidiamo che il processo di Ammissione sul mercato AIM Italia avviato nei mesi scorsi ci consentirà di sviluppare ulteriormente la nostra attività partecipando alle principali procedure di gara, ponendo un'attenzione particolare alle convenzioni con le amministrazioni pubbliche per la riqualificazione delle strutture sanitarie ospedaliere che anche a causa della recente pandemia, necessitano di interventi di ammodernamento e di adeguamento ad alcune normative, come quelle antisismiche e di prevenzione degli incendi".*

I ricavi si attestano a € 60,50 mln, rispetto ad un valore pari a € 60,64 mln del FY19-20A (-0,23%). Confrontati con i € 78,00 mln stimati nel nostro precedente *report*, i ricavi subiscono un calo del 22,4% dovuto allo slittamento nell'esecuzione di alcune gare contrattualizzate con la Pubblica Amministrazione, che verranno recuperate ed avviate nel corso dei prossimi esercizi. Sulla base dei dati gestionali disponibili, al 30 giugno 2021, il portafoglio ordini del Gruppo risulta pari a € 240,00 mln circa, considerando un orizzonte temporale fino al 30 giugno 2024.

Chart 1 – Revenues Breakdown by BU



Source: Integrae SIM

I ricavi generati nel corso del FY20-21A possono essere così scomposti: 89,44% derivante dalla BU *Services*, 5,12% derivante dalla BU *Construction* e il restante 5,44% dalla vendita di *Oil Products*.

L'EBITDA *Adj.*, pari a € 12,25 mln, non risente significativamente del calo del fatturato e registra anzi un importante aumento pari al 9,2% rispetto agli € 11,22 mln del FY19-20A, confermando una buona marginalità rispetto ai ricavi.

Si evidenzia come il valore dell'EBITDA sia solo in parte influenzato dalle fluttuazioni di fatturato, poiché principalmente collegato ad una serie di contratti pluriennali già sottoscritti nell'ambito delle prestazioni di servizi.

L'EBITDA *Adj. margin* passa dal 16,2% dello scorso anno a 20,3% (+4,1 punti percentuali), contro una stima iniziale del 18,7%. L'efficientamento del margine è una diretta conseguenza della riduzione dei costi per materie prime e in particolare dell'ottenimento della fornitura di gas a prezzo molto favorevole. Questi efficientamenti sono confermati anche per l'esercizio successivo.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,07 mln, è pari a € 11,18 mln, rispetto ai € 10,14 mln al 30/06/2020 (+ 10,2%), corrispondente ad una crescita dell'EBIT *margin* da 16,7% a 18,5%. La marginalità dell'EBIT migliora rispetto ai risultati attesi (16,8%), nonostante lo slittamento di un'attività di consulenza. Si stimava infatti un *Adjustment* dell'EBITDA pari a € 2,00 mln per tenere conto di un'operazione straordinaria riguardante una consulenza per la vendita a soggetti terzi di immobili agricoli e rurali di antichissima proprietà degli Spedali Civili di Brescia. Tale operazione non è ancora stata finalizzata a causa di rallentamenti burocratici da parte della Pubblica Amministrazione, pertanto è slittata all'esercizio successivo.

La NFP risulta *cash positive* di € 31,54 mln, in netto miglioramento rispetto al dato al 30/6/20 pro-forma di - € 16,01 mln, con disponibilità liquide per € 33,00 mln. Questo risultato è stato ottenuto nonostante siano state cedute, nell'ambito dell'operazione di scissione avvenuta ad ottobre 2020, disponibilità liquide per € 2,80 mln. Altra componente rilevante della NFP è il capitale raccolto in IPO, pari a circa € 11,00 mln.

In crescita anche il Net Income che passa da € 7,49 mln del FY19-20A a € 8,63 mln (+15,3%).

1.2 FY21-22E – FY24-25E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21-22E - FY24-25E

€/mln	FY21-22E	FY22-23E	FY23-24E	FY24-25E
Revenues				
New	65,0	85,0	86,0	87,6
Old	86,0	86,6	87,4	87,6
Change	-24,4%	-1,8%	-1,6%	0,0%
EBITDA Adj.				
New	13,8	14,3	14,7	15,2
Old	13,8	14,2	14,6	14,8
Change	0,0%	0,7%	1,0%	3,1%
EBITDA Adj. %				
New	21,2%	16,8%	17,1%	17,4%
Old	16,0%	16,4%	16,6%	16,8%
Change	5,2%	0,4%	0,4%	0,5%
EBIT				
New	11,8	12,3	12,4	12,7
Old	11,8	12,2	12,2	12,2
Change	0,0%	0,8%	1,2%	3,7%
Net Income				
New	8,8	9,3	8,9	9,1
Old	8,7	9,0	8,7	8,7
Change	0,6%	2,8%	1,7%	5,2%
NFP				
New	(33,5)	(39,9)	(48,9)	(59,0)
Old	(30,5)	(39,7)	(48,6)	(58,7)
Change	N.A	N.A	N.A	N.A

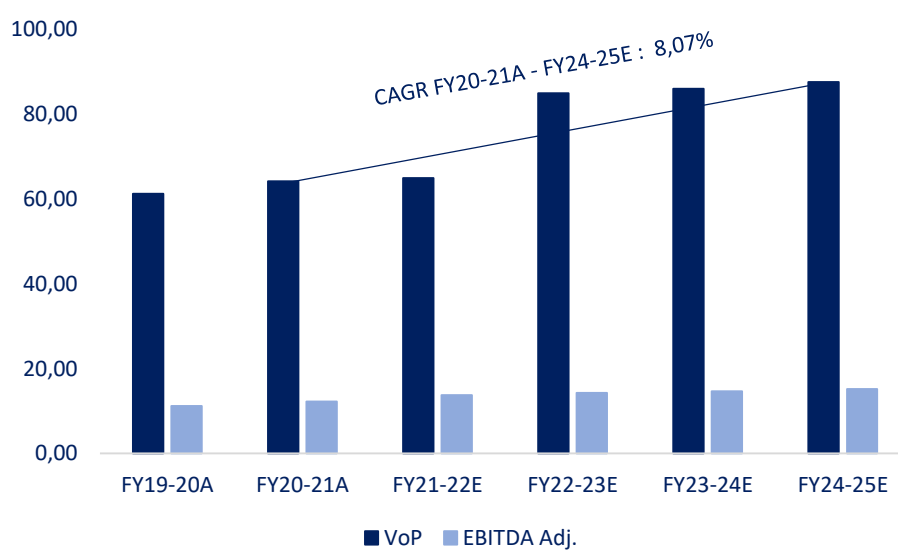
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY20-21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo i ricavi FY21-22E pari a € 65,00 mln ed un EBITDA Adj. pari a € 13,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 21,2% considerando anche la consulenza non fornita nel FY20-21A. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 87,60 mln (CAGR FY20-21A-FY24-25E: 9,70%) nel FY24-25E, con EBITDA Adj. pari a € 15,20 mln (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 17,4%).

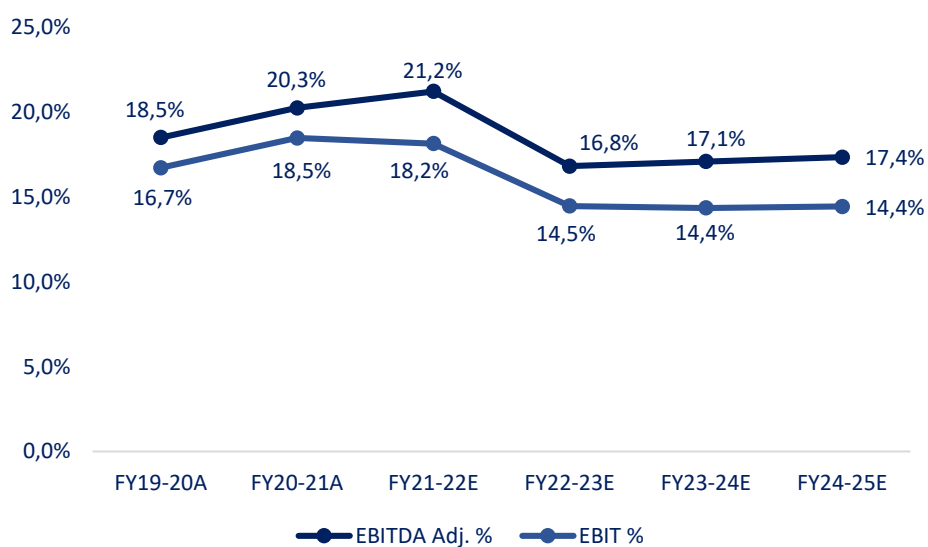
Come scritto precedentemente, l'EBITDA della Società è solo in parte influenzato dalle fluttuazioni di fatturato poiché principalmente collegato ad una serie di contratti pluriennali già sottoscritti nell'ambito delle prestazioni di servizi.

Chart 2 – Value of Production and EBITDA Adj. FY19-20A - FY24-25E



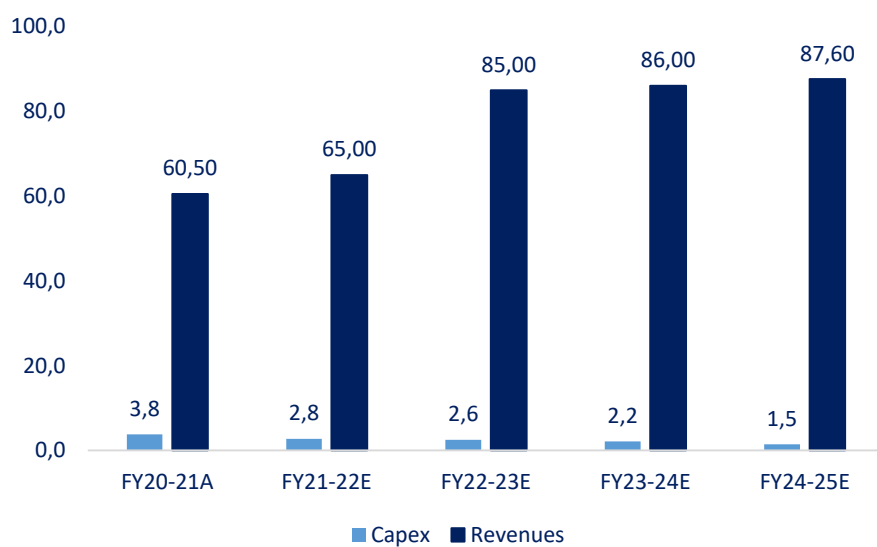
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Margin FY19-20A - FY24-25E



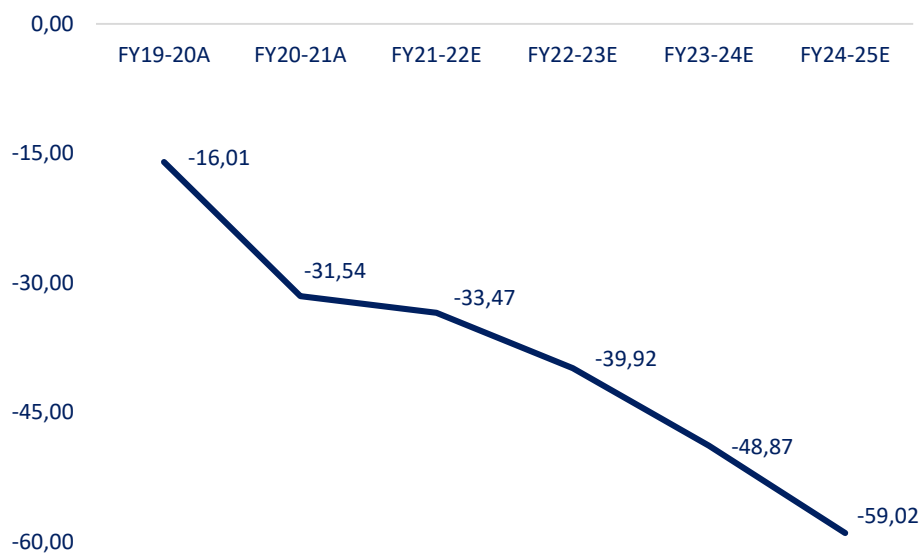
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Capex FY20-21A - FY24-25E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – NFP FY19-20A - FY24-25E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		5,56%
Risk Free Rate	-0,19% α (specific risk)	1,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,7
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	0,8
Ke	6,10% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 1,5%. Ne risulta quindi un WACC pari a 5,56%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		236,7
FCFO actualized	23,3	11%
TV actualized DCF	181,9	89%
Enterprise Value	205,1	100%
NFP (FY 20-21A)	(31,5)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 236,7 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%
Growth Rate (g)	2,5%	615,3	472,0	384,6	325,7	283,4	251,5	226,6
	2,0%	479,6	390,7	330,8	287,7	255,3	229,9	209,6
	1,5%	396,9	336,0	292,1	259,1	233,3	212,6	195,6
	1,0%	341,2	296,6	262,9	236,7	215,6	198,3	183,9
	0,5%	301,2	266,9	240,2	218,7	201,1	186,5	174,0
	0,0%	271,0	243,7	221,9	204,0	189,0	176,4	165,5
	-0,5%	247,4	225,1	206,9	191,7	178,8	167,7	158,1

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Al fine di catturare al meglio la diversificazione del Gruppo, abbiamo condotto la valutazione utilizzando i multipli di due diversi *panel*:

- Il primo contenente Società appartenenti al mercato Servizi e *Facility Management*;
- Il secondo contenente Società appartenenti al mercato Costruzioni.

Queste Società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. I *panel* sono composti da:

Table 7.1 – Market Multiples Services

Company Name	EV/EBITDA (x)				EV/EBIT (x)				P/E(x)			
	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Coor Service Management Holding	11,7	11,6	11,3	10,8	22,5	19,2	18,0	13,9	17,3	17,3	16,9	N/A
ABM Industries Inc.	7,0	6,3	N/A	N/A	8,8	8,3	N/A	N/A	12,7	12,6	N/A	N/A
ISS A/S	11,4	8,3	7,2	N/A	24,2	14,2	11,3	N/A	34,9	16,1	11,4	N/A
Bilfinger SE	5,1	4,1	4,0	N/A	11,2	6,7	4,3	3,9	18,0	10,5	9,9	N/A
Peer median	9,2	7,3	7,2	10,8	16,8	11,3	11,3	8,9	17,7	14,3	11,4	N/A

Source: Infinitals

Table 7.2 – Market Multiples Construction

Company Name	EV/EBITDA (x)				EV/EBIT (x)				P/E(x)			
	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Webuild SpA	7,2	6,5	5,9	N/A	12,0	10,2	9,1	N/A	16,9	14,5	11,3	N/A
Balfour Beatty plc	6,6	5,9	5,2	N/A	9,3	8,2	7,5	N/A	13,3	11,1	9,5	N/A
VINCI SA	10,0	8,6	7,8	7,8	17,1	13,0	11,4	10,2	21,1	13,9	12,5	13,2
Obrascon Huarte Lain SA	5,9	5,1	4,3	4,4	55,7	17,6	11,1	16,6	29,9	N/M	19,9	N/M
Eiffage SA	7,0	6,4	6,1	6,5	11,5	10,2	9,5	10,2	11,9	10,1	9,1	9,5
Peer median	7,0	6,4	5,9	6,5	12,0	10,2	9,5	10,2	16,9	12,5	11,3	11,4

Source: Infinitals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E	2024E
Enterprise Value (EV)				
EV/EBITDA	98,9	94,3	93,5	127,0
EV/EBIT	161,1	126,6	127,9	118,1
Equity Value				
EV/EBITDA	130,5	127,8	133,4	175,9
EV/EBIT	192,6	160,1	167,8	167,0
Equity Value post 10% discount				
EV/EBITDA	117,4	115,0	120,0	158,3
EV/EBIT	173,4	144,1	151,1	150,3
Average	145,4	129,5	135,5	154,3

Source: Integræ SIM

L'*equity value* di Nocivelli, utilizzando la media tra i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT dei due *panel* risulta essere pari a € 156,9 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 10%; **ne risulta un *equity value* di € 141,2 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	188,9
Equity Value DCF (€/mln)	236,7
Equity Value multiples (€/mln)	141,2
Target Price (€)	6,20

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio è pari a € 188,9 mln. Il **target price** è quindi di € 6,20 (prev. €5,50).
Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20-21A	FY21-22E	FY22-23E
EV/EBITDA Adj.	12,8x	11,4x	11,0x
EV/EBIT	14,1x	13,3x	12,8x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20-21A	FY21-22E	FY22-23E
EV/EBITDA Adj.	7,7x	6,8x	6,6x
EV/EBIT	8,4x	7,9x	7,6x

Source: Integrae SIM

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

Analyst/s certification

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
02/04/2021	3,20	Buy	5,50	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). 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 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ 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 Nocivelli SpA;
- Integræ 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 Nocivelli SpA;
- Integræ SIM S.p.A. It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Nocivelli SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.

At the Integræ SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integræ SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integræ SIM.