

ESI	Italy	Euronext Growth Milan	Renewables
Rating: BUY (Unch.)	Target Price: € 5,00 (prev. € 6,00)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,00%	-2,58%	-12,00%	-6,82%
to FTSE AIM Italia	-2,09%	-8,03%	-6,92%	24,41%
to FTSE STAR Italia	-1,07%	-11,38%	-10,51%	12,79%
to FTSE All-Share	-8,28%	-7,58%	-3,94%	0,07%
to EUROSTOXX	-4,22%	-4,98%	-3,49%	0,90%
to MSCI World Index	-0,08%	-3,84%	-2,13%	6,39%

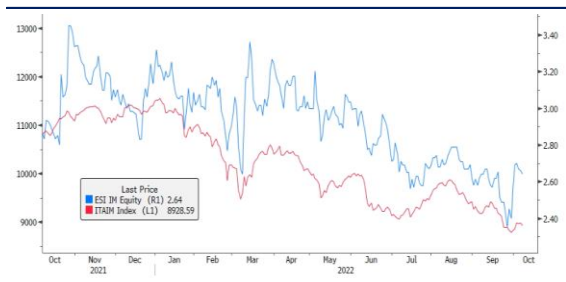
Price	€ 2,64
Target price	€ 5,00
Upside/(Downside) potential	89,4%
Bloomberg Code	ESI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 18,45
EV (€m)	€ 17,43
Free Float	34,25%
Share Outstanding	6.986.892
52-week high	€ 3,58
52-week low	€ 2,27
Average daily volumes (3m)	13.000

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	5,0	25,0	30,0	35,0
VoP	5,5	25,5	30,5	35,5
EBITDA	0,1	2,3	3,1	4,1
EBIT	0,1	2,0	2,7	3,7
Net Profit	0,1	1,3	1,8	2,5
EBITDA margin	1,4%	9,0%	10,2%	11,5%
EBIT margin	1,4%	7,6%	8,9%	10,3%
Net Profit margin	2,1%	4,9%	5,9%	6,9%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	223,1	7,6	5,6	4,3
EV/EBIT (x)	223,1	8,9	6,5	4,8
P/E (x)	161,5	14,8	10,2	7,5

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it
Giuseppe Riviello giuseppe.riviello@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H22A

Nel corso del primo semestre del 2022, la Società ha generato un valore della produzione, pari a € 14,86 mln, un considerevole incremento (+ 662,2%) rispetto al periodo precedente, chiuso con un ammontare di € 1,95 mln. Tale crescita è l'esito dell'acquisizione di nuove commesse realizzata tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022 in Italia (business unit EPC) e all'estero (business unit System Integrator) per la costruzione di impianti mini-grid e fotovoltaici commissionati da Fondi Internazionali per lo Sviluppo. L'EBITDA si attesta a € 0,78 mln, rispetto a € 0,16 mln dell'esercizio precedente. L'EBITDA margin risulta, invece, pari a 5,3%. Cresce anche il Net Income, pari a € 0,34 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22A pari a € 25,50 mln ed un EBITDA pari a € 2,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 9,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 35,50 mln (CAGR 21A-24E: 86,65%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 4,10 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 11,5%), in crescita rispetto a € 0,08 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 1,4%).

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 € 45,6 mln. L'equity value di ESI, utilizzando i market multiples risulta invece pari a € 24,3 mln (con un discount pari al 25%). Ne risulta quindi un equity value medio pari a € 34,9 mln. Il target price è pari a € 5,00 (prev. € 6,00), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	2,10	4,95	25,00	30,00	35,00
Other Revenues	0,46	0,51	0,50	0,50	0,50
Value of Production	2,55	5,46	25,50	30,50	35,50
COGS	0,33	2,11	16,20	18,00	20,00
Services	0,93	2,39	4,35	6,50	8,00
Use of assets owned by others	0,14	0,18	0,55	0,60	0,65
Employees	0,54	0,61	2,00	2,20	2,65
Other Operating Expenses	0,01	0,09	0,10	0,10	0,10
EBITDA	0,61	0,08	2,30	3,10	4,10
<i>EBITDA Margin</i>	<i>23,9%</i>	<i>1,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>11,5%</i>
D&A	0,21	0,00	0,35	0,40	0,45
EBIT	0,40	0,08	1,95	2,70	3,65
<i>EBIT Margin</i>	<i>15,5%</i>	<i>1,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,9%</i>	<i>10,3%</i>
Financial Management	(0,00)	(0,04)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
EBT	0,39	0,04	1,80	2,60	3,55
Taxes	0,00	(0,07)	0,55	0,80	1,10
Net Income	0,39	0,11	1,25	1,80	2,45

BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	1,40	2,66	2,70	2,75	2,85
Account receivable	1,14	0,92	4,00	4,45	5,20
Inventories	0,02	4,81	18,00	19,00	20,00
Account payable	0,33	5,56	20,00	21,00	22,00
Operating Working Capital	0,83	0,17	2,00	2,45	3,20
Other receivable	0,71	0,72	1,40	1,60	2,00
Other payable	0,39	0,28	1,50	1,70	2,40
Net Working Capital	1,14	0,61	1,90	2,35	2,80
Severance Indemnities & Other Provisions	0,01	0,03	0,05	0,05	0,05
NET INVESTED CAPITAL	2,54	3,24	4,55	5,05	5,60
Share Capital	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Reserves	2,99	3,95	4,06	5,31	7,12
Group Net Income	0,39	0,11	1,25	1,80	2,45
Third Parties Net Income	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Equity	3,58	4,26	5,51	7,31	9,77
Cash & Cash Equivalent	1,11	2,37	3,46	4,41	5,97
Short Term Debt to Bank	0,07	0,22	0,70	0,50	0,30
M/L Term Debt to Bank	0,00	1,13	1,80	1,65	1,50
Net Financial Position	(1,04)	(1,02)	(0,96)	(2,26)	(4,17)
SOURCES	2,54	3,24	4,55	5,05	5,60

CASH FLOW (€/mln)	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	0,40	0,08	1,95	2,70	3,65
Taxes	0,00	(0,07)	0,55	0,80	1,10
NOPAT	0,39	0,15	1,40	1,90	2,55
D&A	0,21	0,00	0,35	0,40	0,45
Change in receivable	2,79	0,22	(3,08)	(0,45)	(0,75)
Change in inventories	0,07	(4,79)	(13,19)	(1,00)	(1,00)
Change in payable	(3,24)	5,23	14,44	1,00	1,00
Change in others	(0,10)	(0,12)	0,54	(0,00)	0,30
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,49)</i>	<i>0,53</i>	<i>(1,29)</i>	<i>(0,45)</i>	<i>(0,45)</i>
Change in provisions	0,00	0,02	0,02	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	0,12	0,71	0,48	1,85	2,55
Capex	(0,2)	(1,3)	(0,4)	(0,5)	(0,6)
FREE CASH FLOW	(0,06)	(0,55)	0,09	1,40	2,00
Financial Management	(0,00)	(0,04)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Change in Debt to Bank	(0,00)	1,28	1,15	(0,35)	(0,35)
<i>Change in Equity</i>	<i>(1,31)</i>	<i>0,57</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(1,37)	1,26	1,09	0,95	1,55

Source: ESI and Integrae SIM estimates

1.1 1H22A Results

Table 2 – 1H22A vs 1H21A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	14,86	0,78	5,3%	0,64	0,34	(0,13)
1H21A	1,95	0,16	8,2%	0,04	0,00	(1,02)*
Change	662,2%	387,4%	-3,0%	N.A.	N.A.	N.A.

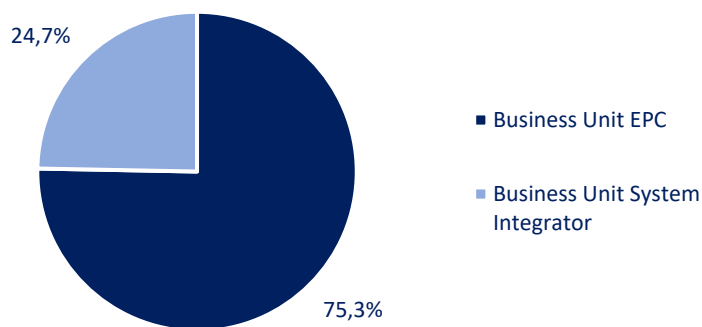
*NFP al 31/12/2022

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Stefano Plocco, Fondatore e CEO di ESI, commentando i risultati semestrali, ha dichiarato: *“Siamo molto fieri dell’andamento del primo semestre 2022 che ha registrato robusti risultati economici, e che, sebbene maturato ancora in un clima di carattere geo-politico caratterizzato da diverse incertezze, ha indicato un forte cambiamento di rotta molto positivo, che sta proseguendo anche nella seconda metà del semestre e che ci fa guardare con fiducia alla chiusura dell’esercizio 2022 e all’esercizio successivo.”*

Nel corso del primo semestre del 2022, la Società ha generato un valore della produzione, pari a € 14,86 mln, un considerevole incremento (+ 662,2%) rispetto al periodo precedente, chiuso con un ammontare di € 1,95 mln. Tale crescita è l’esito dell’acquisizione di nuove commesse realizzata tra la fine del 2021 e l’inizio del 2022 in Italia (*business unit* EPC) e all’estero (*business unit* System Integrator) per la costruzione di impianti mini-grid e fotovoltaici commissionati da Fondi Internazionali per lo Sviluppo.

Chart 1 – Revenues Breakdown by BU



Source: ESI

Il valore della produzione complessivo è stato generato per il 75,3% dalla *business unit* EPC, per un totale ricavi di € 11,19 mln, e per il 24,7% dalla *business unit* System Integrator, pari a € 3,67 mln.

L’EBITDA si attesta a € 0,78 mln, mostrando una significativa crescita rispetto a € 0,16 mln dell’esercizio precedente. L’EBITDA margin risulta, invece, pari a 5,3%, rispetto all’8,2% del 1H21A. Tale flessione è da imputare alle commesse in corso di lavorazione acquisite al termine del 2021 e nei primi sei mesi del 2022, che hanno determinato un incremento dei lavori in corso su ordinazione e dei relativi costi per materie prime, per servizi e per il personale.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,14 mln, ammonta a € 0,64 mln, registrando un considerevole aumento rispetto a € 0,04 mln del 30 giugno 2021. L'EBIT margin risulta pari al 4,3%, con due punti percentuali aggiuntivi rispetto al dato del primo semestre dell'anno precedente. Il Net Income si attesta a € 0,34 mln, in netto miglioramento rispetto al valore dell'1H21A.

A livello patrimoniale, segnaliamo innanzitutto i due aumenti gratuiti del capitale sociale, deliberato dall'Assemblea degli Azionisti nel mese di maggio 2022 ed eseguiti a giugno 2022: il primo intervento fa riferimento all'emissione di 1.164.481 azioni ordinarie, per un controvalore di € 39.771,74, mentre il secondo, subordinato all'esecuzione del primo, non prevede l'emissione di nuove azioni ordinarie, ma solamente un aumento di capitale, per un massimo di € 0,76 mln. Per effetto delle due operazioni, il capitale sociale di ESI al 30 giugno 2022 è pari a circa € 1,00 mln. Per quanto riguarda la NFP, invece, notiamo un lieve peggioramento, passando dal valore *cash positive* pari a € 1,02 mln registrato nel primo semestre del 2021 al valore, sempre *cash positive*, del 1H22A, pari a € 0,13 mln. Tale variazione deriva sostanzialmente dall'incremento dei debiti finanziari, dovuto all'apertura di nuove linee di credito volte a finanziare l'inizio delle attività di due nuovi impianti in modalità EPC commissionati da un importante operatore internazionale del settore energetico.

1.2 FY22E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY24E

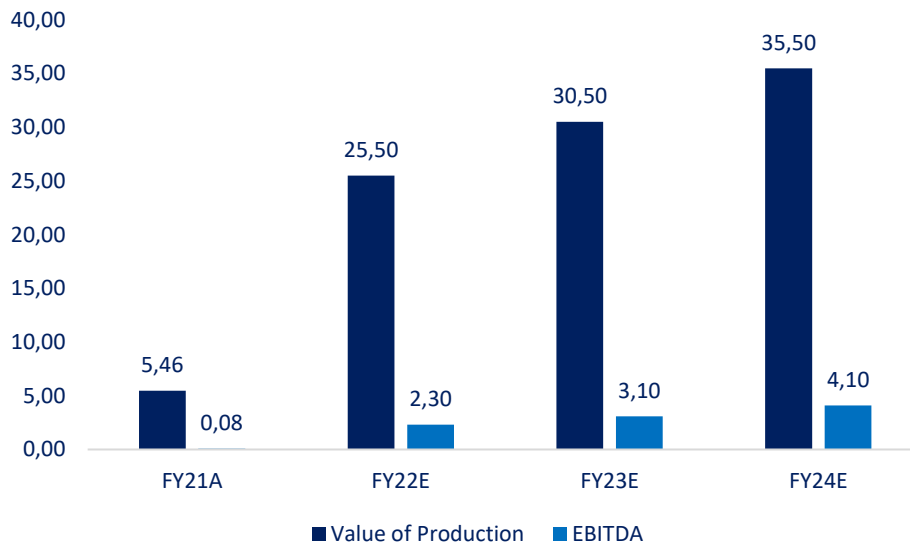
€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
VoP			
New	22,5	25,5	30,5
Old	25,5	30,5	35,5
Change	13,3%	19,6%	16,4%
EBITDA			
New	2,3	3,1	4,1
Old	2,3	2,9	3,7
Change	0,0%	8,8%	12,3%
EBITDA %			
New	9,0%	10,2%	11,5%
Old	10,2%	11,2%	12,0%
Change	-1,2%	-1,0%	-0,4%
EBIT			
New	2,0	2,7	3,7
Old	2,0	2,5	3,2
Change	0,0%	10,2%	14,1%
Net Income			
New	1,3	1,8	2,5
Old	1,3	1,7	2,2
Change	-4,1%	9,1%	11,3%
NFP			
New	(1,0)	(2,3)	(4,2)
Old	(1,9)	(3,2)	(5,1)
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

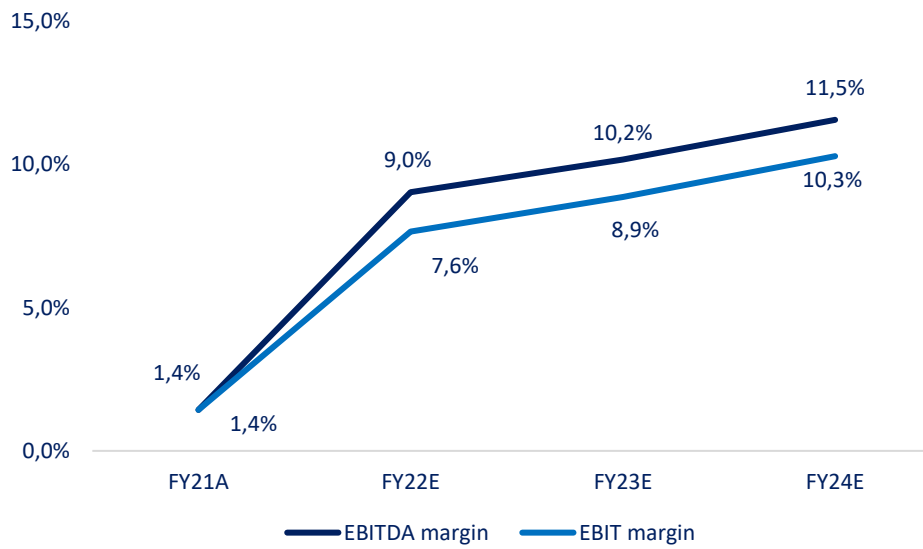
In particolare, stimiamo valore della produzione FY22A pari a € 25,50 mln ed un EBITDA pari a € 2,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 9,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 35,50 mln (CAGR 21A-24E: 86,65%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 4,10 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 11,5%), in crescita rispetto a € 0,08 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 1,4%).

Chart 2 – VoP and EBITDA FY21A-24E



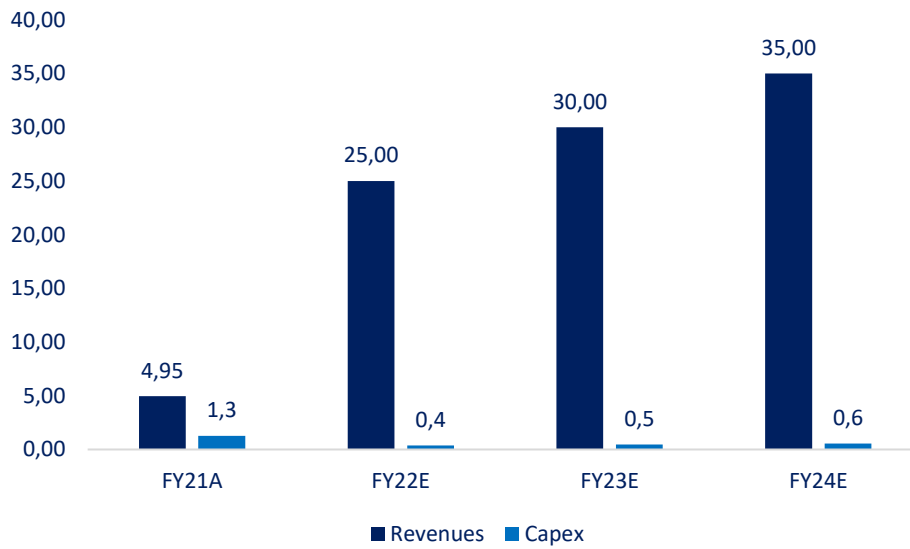
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Margin FY21A-24E



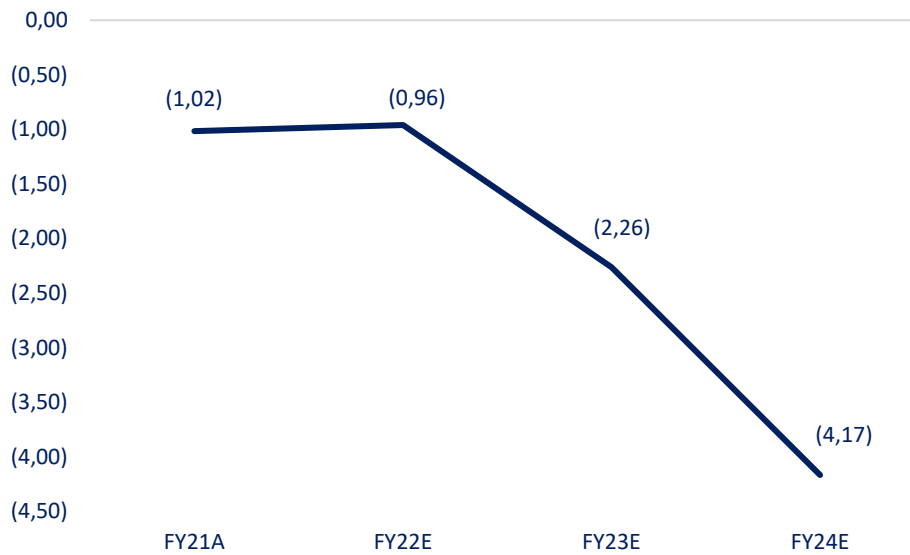
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Capex FY21A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – NFP FY21A-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		7,28%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	0,5
D/E (average)	33,33% Beta Relevered	0,6
Ke	9,23% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,28%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		45,6
FCFO actualized	5,7	13%
TV actualized DCF	38,9	87%
Enterprise Value	44,6	100%
NFP (FY20A)	(1,0)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 45,6 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%
2,5%		84,8	73,4	64,7	57,8	52,2	47,6	43,8
2,0%		74,5	65,6	58,6	53,0	48,3	44,4	41,0
1,5%		66,6	59,5	53,7	49,0	45,0	41,6	38,6
1,0%		60,3	54,5	49,7	45,6	42,1	39,2	36,6
0,5%		55,3	50,4	46,2	42,7	39,7	37,1	34,8
0,0%		51,1	46,9	43,3	40,3	37,6	35,2	33,1
-0,5%		47,6	43,9	40,8	38,1	35,7	33,6	31,7

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di ESI. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il *panel* è composto da:

Table 7 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Innergex Renewable Energy Inc.	13,6	12,4	11,7	28,9	23,1	22,9	107,1	43,9	61,2
Boralex Inc.	19,6	19,1	18,6	47,8	38,8	53,0	45,1	44,2	96,7
Renergetica SpA	9,5	8,9	8,1	10,9	10,3	9,4	13,0	12,8	11,6
Iniziative Bresciane S.p.A.	8,6	7,4	6,9	17,6	15,3	12,7	15,5	13,3	10,8
Altea Green Power S.p.A.	6,1	4,8	4,1	6,7	5,2	4,5	9,7	7,7	6,5
Peer median	9,5	8,9	8,1	17,6	15,3	12,7	15,5	13,3	11,6

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	21,8	27,6	33,3
EV/EBIT	34,2	41,3	46,4
P/E	19,4	24,0	28,4
Equity Value			
EV/EBITDA	22,7	29,9	37,5
EV/EBIT	35,2	43,6	50,5
P/E	19,4	24,0	28,4
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	17,1	22,4	28,1
EV/EBIT	26,4	32,7	37,9
P/E	14,5	18,0	21,3
Average	19,3	24,4	29,1

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di ESI, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a € 32,3 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%: **ne risulta un equity value pari a € 24,3 mln**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	34,9
Equity Value DCF (€/mln)	45,6
Equity Value multiples (€/mln)	24,3
Target Price (€)	5,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 34,9 mln. Il **target price** è quindi di € 5,00 (prev. € 6,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	14,7x	10,9x	8,3x
EV/EBIT	17,4x	12,6x	9,3x
P/E	27,9x	19,4x	14,2x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	7,6x	5,6x	4,3x
EV/EBIT	8,9x	6,5x	4,8x
P/E	14,8x	10,2x	7,5x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo and Edoardo Luigi Pezzella are the 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
09/02/2022	2,72	Buy	6,00	Medium	Flash Note
26/07/2022	2,70	Buy	6,00	Medium	Flash Note
12/07/2022	3,00	Buy	6,00	Medium	Flash Note
26/06/2022	3,68	Buy	6,00	Medium	Flash Note
10/05/2022	3,44	Buy	6,00	Medium	Flash Note
06/05/2022	3,64	Buy	6,00	Medium	Flash Note
24/03/2022	3,74	Buy	6,00	Medium	Flash Note
21/03/2022	3,58	Buy	6,00	Medium	Update
30/12/2021	4,00	U/R	U/R	Medium	Flash Note
12/11/2021	4,00	U/R	U/R	Medium	Flash Note

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

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has

formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.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) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

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