

ESI	Italy	FTSE AIM Italia	Renewables
Rating: BUY	Target Price: € 7,00	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 3,51
Target price	€ 7,00
Upside/(Downside) potential	99,5%
Bloomberg Code	ESI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 19,28
EV (€m)	€ 18,43
Free Float (Greenshoe included)	26,00%
Share Outstanding	5.492.000
52-week high	N/A
52-week low	N/A
Average daily volumes (3m)	N/A

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	3,8	16,5	19,0	20,9
VoP	4,1	17,0	19,0	20,9
EBITDA	0,6	2,7	2,8	3,2
EBIT	0,6	2,6	2,6	2,9
Net Profit	0,4	1,8	1,7	2,0
EBITDA margin	15,5%	15,9%	15,0%	15,5%
EBIT margin	14,9%	15,3%	13,7%	14,1%
Net Profit margin	10,2%	10,3%	9,2%	9,3%

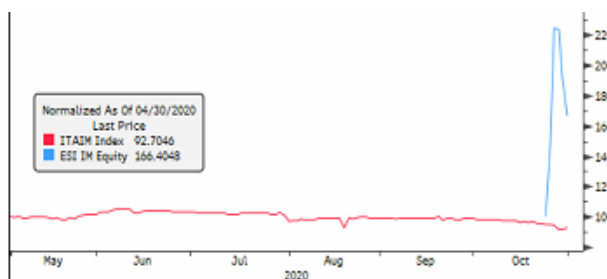
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	28,7	6,8	6,5	5,7
EV/EBIT (x)	30,0	7,1	7,1	6,3
P/E (x)	45,6	11,0	11,0	9,9

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company Overview

ESI nasce nel 2018 dal conferimento del ramo «renewables» di Work System S.r.l. La Società opera nel mercato delle energie rinnovabili, sia come EPC sia come system integrator. In particolare, ESI è focalizzata su differenti segmenti di mercato: impianti fotovoltaici, impianti eolici, impianti off-grid, impianti mini-grid, impianti hybrid e sistemi di accumulo. La Società copre tutte le fasi della catena del valore : dallo sviluppo dello specifico progetto, all'ingegnerizzazione dell'impianto, sino alla vera e propria realizzazione, non tralasciando la sostenibilità finanziaria.

Market

Secondo le previsioni della IEA (International Energy Agency), la capacità di produzione di energia elettrica tramite fonti rinnovabili aumenterà del 50% tra il 2018 e il 2024. Il fotovoltaico, con una quota pari al 60% del totale, dovrebbe rappresentare la maggior fonte di crescita, seguita dal segmento eolico, dall'energia idroelettrica e dalla bioenergia. La Cina rimane il mercato più rilevante, essendo responsabile di una quota pari al 40% della crescita prevista, seguita da UE, USA e India. Le previsioni di crescita sono basate sulle riduzioni dei costi sostenuti previste per queste tecnologie e sui miglioramenti attesi del contesto politico e normativo.

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 €43,0 mln. L'equity value di Esi utilizzando i market multiples risulta essere pari €33,9 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 38,5 mln. Il target price è di € 7,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Azionisti	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model	7
2.1	Model	7
2.2	Portafoglio Prodotti e Servizi	11
2.3	Commessa Canino.....	12
2.4	Anticipo Fatture Banco Santander	13
2.5	Clienti e Fornitori	13
3.	Il mercato	16
3.1	Energie Rinnovabili	16
3.2	Impatto Epidemia Covid-19	19
4.	Posizionamento Competitivo	20
4.1	Swot	21
5.	Economics & Financials	22
5.1	FY19A Results.....	23
5.2	FY20E Estimates.....	24
5.3	FY21E – FY24E Estimates	26
5.4	Strategic Guidelines	29
5.5	Use of Proceeds	29
6.	Valuation	31
6.1	DCF Method.....	31
6.2	Market Multiples	33
7.	Valuation Range	39

1. Company Overview

1.1 L'attività

ESI nasce nel 2018 dal conferimento del ramo «*renewables*» di Work System S.r.l. La Società opera nel mercato delle energie rinnovabili, sia come EPC sia come system integrator. In particolare, ESI è focalizzata su differenti segmenti di mercato: impianti fotovoltaici, impianti eolici, impianti *off-grid*, impianti *mini-grid*, impianti *hybrid* e sistemi di accumulo. La Società copre tutte le fasi all'interno della catena del valore dell'energia rinnovabile: dallo sviluppo dello specifico progetto, all'ingegnerizzazione dell'impianto, sino alla vera e propria realizzazione, non tralasciando infine la sostenibilità finanziaria dello stesso.

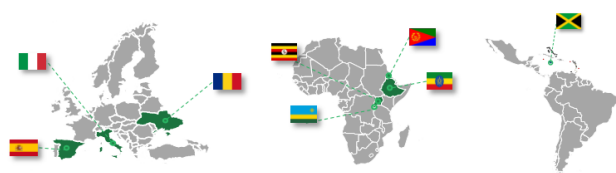
La Società realizza impianti fotovoltaici, *mini-grid*, *off-grid* e *storage* «chiavi in mano», customizzati. Grazie al *know-how* ingegneristico sviluppato negli anni ed una forte attenzione al *cash flow* dei progetti, ESI riesce a competere in maniera significativa sul prezzo delle proprie offerte. Inoltre, le dimensioni della Società unite al *track-list* internazionale, rendono ESI un interlocutore ottimale per i suoi clienti, grazie alla rapidità di risposta e di intervento.

Per questi motivi, il valore che ESI eroga ai clienti è la capacità di formulare offerte focalizzate tanto sull'aspetto tecnico del progetto, quanto su quello economico.

La Società opera tramite due diverse Business Unit: EPC e System Integrator.

- EPC opera su fotovoltaico ed eolico:
 - Fotovoltaico: una delle principali attività della divisione Engineering Procurement and Construction è costituita dalla progettazione, manutenzione e realizzazione di impianti fotovoltaici. Ad oggi ESI è specializzata anche nel *revamping* di impianti fotovoltaici tradizionali;
 - Eolico: la divisione si occupa anche della realizzazione di opere civili per impianti eolici in Italia. ESI, grazie al consolidato rapporto con partner operanti nel settore dell'edilizia, è in grado di gestire più cantieri in parallelo sotto la propria supervisione ed ingegneria;
- System Integrator opera su Mini-grid, Off-grid, Hybrid e Storage
 - Mini-grid, Off-grid, Hybrid: in qualità di System Integrator, ESI ha acquisito un importante *track record* sugli impianti mini grid, off-grid e hybrid. Questa tecnologia di impianti, tipicamente composta di campo fotovoltaico, sistema di accumulo e gruppo diesel viene applicata in aree remote in cui non è presente la rete elettrica o, se presente, è di scarsa affidabilità;
 - Storage: al crescere della potenza delle energie rinnovabili nella produzione di energia diventa sempre più importante l'accumulo per la regolazione in frequenza e per la gestione carichi sulle linee di media ed alta tensione. ESI in qualità di System Integrator ha il compito di far dialogare impianti diversi tra di loro allo scopo di creare una struttura funzionale che possa utilizzare sinergicamente le potenzialità degli impianti e creando funzionalità aggiuntive nell'intero sistema.

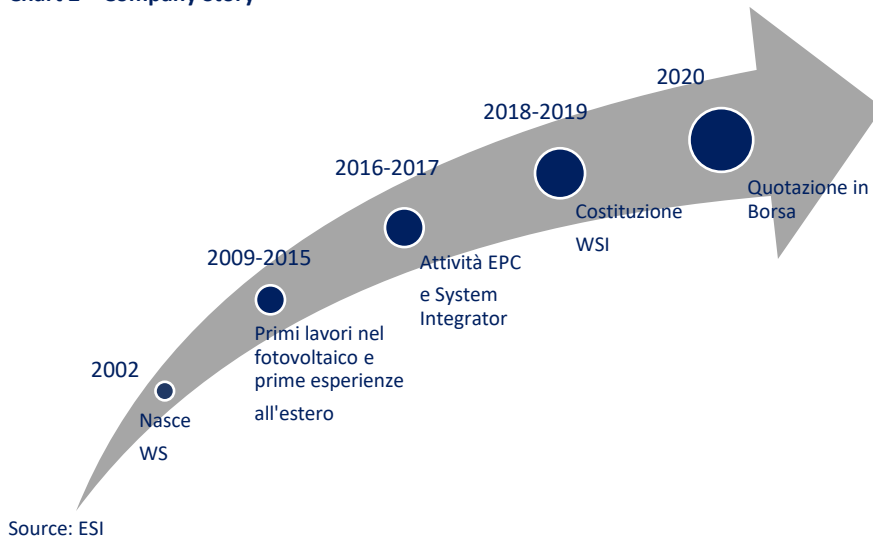
Chart 1 – Geographical Diversification



Source: ESI

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



- Nel 2002, Riccardo Di Pietrogiacomo, attuale Presidente del Consiglio di Amministrazione, costituisce la Società Work System Srl (WS), attiva nelle costruzioni nel settore dell'edilizia.
- Nel 2009, con l'avvento degli impianti fotovoltaici, la WS lavora su diversi impianti in qualità di subappaltatore per tutte le opere. Nel 2015, iniziano le prime esperienze all'estero: nella realizzazione di due campi fotovoltaici da 2 MWp in Romania e come subappaltatore per diversi impianti Hybrid in Eritrea.
- Nel 2016, WS vince la prima gara internazionale in qualità di EPC per impianti mini-grid, l'azienda inizia a strutturarsi e nasce l'esigenza di creare un *team* di ingegneria interno. L'anno seguente, Stefano Plocco entra come socio in WS e nascono le divisioni di ingegneria per impianti tradizionali e di accumulo. WS viene qualificata presso Enel e Terna e inizia ad operare in qualità di System Integrator
- Tra il 2018 e il 2019, inizia il processo di creazione della Società osservabile oggi. Infatti, nel 2018, WS viene suddivisa in due *Business Unit*: *renewables* e *construction* (nello stesso anno il 90% dei ricavi pertiene alla prima BU). In settembre avviene il conferimento del ramo focalizzato sulle rinnovabili, con la costituzione di Work System Integrator Srl (WSI). Nel 2019, Viene completata la suddivisione tra WS e WSI. WSI raggiunge un valore della produzione pari a € 4,1 mln. WS resta attiva nello stesso anno solo con progetti già attivati in opera di costruzione in campo edile.
- In data 26/10/2020 ESI ha portato a termine la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del processo di crescita. Inoltre, durante l'anno, inizia il progetto Baleari, per lo sviluppo di impianti PV, per un valore di € 14,7 mln per Enel Green Power. Nel corso del 2020, infine, WSI ha cambiato il nome in Energy System Integrator (ESI).

1.3 Azionisti

Chart 3 – Group

Azionisti	Quota di partecipazione
Integra S.r.l.	69,6%
Altri	4,4%
Mercato	26,0%

Source: ESI

ESI, che detiene il 100% di WSI Spain (che a sua volta detiene il 67% di UTE PV4BALEARI), è controllata per il 69,6% da Integra S.r.l. (Integra S.r.l., a sua volta, è controllata per il 50% da Riccardo Di Pietrogiacomo, fondatore di WS e di ESI e attuale Presidente del CDA, e, per il restante 50% da Stefano Plocco, fondatore ed attuale Amministratore Delegato di ESI), per il 4,4% da altri azionisti e per il 26% dal mercato. Tali valori sono stati calcolati assumendo l'intero esercizio della *greenshoe*.

1.4 Key People

Riccardo Di Pietrogiacomo – Presidente CDA

Fondatore di Work System Srl e CEO della Società dal 2003 ad oggi, prima della fondazione della Società ha occupato la posizione di Site Manager presso Prima Costruzioni Srl dal 1998 al 2000. Tra il 2000 e il 2003 svolge la mansione di Project Manager presso Omicron Srl. Possiede comprovate esperienze nel settore dell'edilizia e delle energie rinnovabili, dapprima come manager in realtà strutturate e successivamente come imprenditore.

Stefano Plocco – Amministratore Delegato

Laureato in Ingegneria Meccanica presso l'Università di Cassino, tra il 2012 e il 2013 è stato General Manager di Enertronica Spa, nei due anni successivi, nella stessa Società, ha occupato la posizione di CEO. Nel biennio 2015-2016 è stato COO International Projects di Innovatec Spa. Nel 2016 è entrato in Work System Srl in qualità di CEO. Vanta importanti esperienze nel campo delle energie rinnovabili, nazionali ed internazionali, che gli hanno permesso di maturare una profonda conoscenza del settore e delle sue dinamiche.

Francesco Passeretti – CFO

Laureato in Economia e Commercio presso l'Università Federico II di Napoli, ha, in seguito, conseguito un MBA presso la Luiss Business School di Roma. Tra il 2012 e il 2018 è stato CFO di Enertronica Spa con coordinamento dell'operazione di IPO su Aim Italia. Tra il 2018 e il 2019 è stato Chairman e CEO di A&B Spa. Entrato nel 2019 in Work System Integrator, occupa attualmente la posizione di CFO. Dunque, ha già ricoperto in passato lo stesso ruolo per una società quotata, affrontando importanti operazioni straordinarie, fra le quali acquisizioni ed emissione di bond.

2. Il Business Model

Il settore in cui ESI opera è caratterizzato da offerte (per i clienti privati) e gare d'appalto (per clienti pubblici e multinazionali):

- **Offerte per clienti privati:** nella categoria dei clienti privati rientrano principalmente fondi d'investimento e ONLUS. Nel corso degli anni, la Società ha acquisito una rete di contatti presso questa particolare tipologia di clientela. Grazie a questo *network*, in caso di necessità, tali clienti sono soliti contattare direttamente i due soci di ESI, al fine di presentare le opportunità. Il cliente, pertanto, contatta la Società, per una valutazione tecnica ed economica preliminare. In seguito ad un sopralluogo e ad una verifica sul ritorno dell'investimento da parte del committente, viene richiesta l'offerta definitiva e si avvia la trattativa contrattuale. Nel caso delle ONLUS invece, il processo di acquisizione della commessa risulta leggermente diverso: dapprima vengono raccolti i fondi ed in seguito si procede con l'ordine di acquisto;
- **Gare d'appalto per clienti pubblici:** nella categoria dei clienti pubblici rientrano principalmente gli organi Ministeriali dei diversi Stati, preposti a promuovere questa tipologia di investimenti. In questo caso, l'Ufficio Gare si occupa di monitorare l'andamento delle gare pubbliche nazionali e internazionali, anche mediante l'ausilio di siti internet specializzati, società di consulenza e partner. Una volta individuata la gara e ricevuto il bando ad essa connesso, viene fatta una valutazione tecnica ed economica, sul paese e sul tipo di contratto. Se la valutazione del *team* risulta positiva, si procede con la predisposizione della documentazione amministrativa, economica e tecnica. Infine, il committente valuta la documentazione presentata nel suo complesso.
- **Gare d'appalto per multinazionali:** nella categoria delle multinazionali, rientrano i principali operatori nel settore delle energie rinnovabili (come Enel Green Power). Per ricevere l'invito ad una gara è necessario essere qualificati presso le Multinazionali per ogni settore merceologico (fotovoltaico, eolico e *storage*) e possedere una specifica qualifica nei Paesi dove si decide di operare. Una volta ricevuto l'invito alle gare, si avviano le tre fasi principali: (i) proposta tecnica, (ii) allineamento tecnico (accettazione di differenti soluzioni tecniche) e (iii) offerta economica e documentazione amministrativa. La valutazione del cliente viene fatta prima dal punto di vista tecnico e poi economico.

2.1 Model

Il modello di business di ESI si sviluppa principalmente su due attività: EPC (20%-21% di Gross Margin e 15%-16% di EBITDA) e System Integrator (22%-23% di Gross Margin e 17%-18% di EBITDA). Le due diverse attività presentano differenti tipologie di incasso dei ricavi in base alle *milestones* raggiunte.

Per quanto riguarda l'attività di EPC:

- 10%: Advance Payment Bond nella forma di Insurance Bond riconosciuto al committente al momento dell'erogazione dell'anticipo (Advance Payment, normalmente corrispondente al 10% del valore della commessa) e di pari valore;
- 25%: prime Milestones corrispondenti agli ordini effettuati per le principali attrezzature necessarie alla costruzione dell'impianto (mediamente pagamento di circa 5-10% del valore della commessa) e ulteriori milestones all'arrivo dei componenti (5-10%);

- 45%: completamento degli studi preliminari, del design esecutivo e dei lavori sull'area per il montaggio dei pannelli solari (mediamente pagamento di circa il 10% del valore della commessa). Ulteriore 10% al montaggio di tutti i componenti;
- 90%: montaggio delle strutture (10%), dell'installazione dei pannelli (10%), completamento delle opere civili ed elettriche (10%), di quelle elettromeccaniche e completamento altri principali lavori (15%);
- 100%: completamento definitivo del parco fotovoltaico (5%) e test finali (5%). Viene quindi emesso un Warranty Bond a favore del committente (sotto forma di Insurance Bond) per un ammontare pari al 10% del valore della commessa.

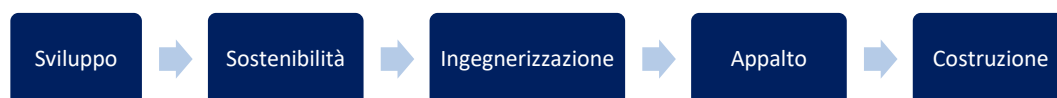
Per quanto riguarda l'attività di System Integrator:

- 30%: Advance Payment Bond nella forma di Insurance Bond riconosciuto al committente al momento dell'erogazione dell'anticipo (Advance Payment, normalmente corrispondente al 30% del valore della commessa) e di pari valore;
- 50%: completamento degli studi preliminari, del design esecutivo e dei lavori sull'area per il montaggio dei pannelli solari (mediamente pagamento di circa il 10% del valore della commessa). Ulteriore 10% al montaggio di tutti i componenti;
- 70%: prima della spedizione dei materiali principali (Batterie, Moduli e Inverter) viene effettuato un Factory Acceptant Test da parte del costruttore e viene redatto un report a favore del committente (mediamente avviene quindi un pagamento di circa il 20% del valore della commessa);
- 90%: completamento di tutte le opere civili, meccaniche ed elettriche in sito (mediamente pagamento di circa il 20% del valore della commessa);
- 100%: completamento definitivo del progetto (5%) e test finali (5%). Viene quindi emesso un Warranty Bond a favore del committente (sotto forma di Insurance Bond) per un ammontare pari al 10% del valore della commessa.

2.1.1 EPC

Per quanto riguarda l'attività di EPC, la società si occupa di: EPC Contractor (progettazione e realizzazioni di centrali fotovoltaiche), Componenti (progettazione e produzione di componenti per il fotovoltaico) e BOP Eolico (costruzione delle componenti infrastrutturali di impianti eolici). Tale attività viene svolta sulla base di cinque differenti *step*: Sviluppo, Sostenibilità Finanziaria, Ingegnerizzazione, Appalto e Costruzione.

Chart 4 – EPC model



Source: ESI, elaborazione Integrae SIM

Sviluppo

Il *top management* individua una gara a cui partecipare: la selezione delle gare per l'attività di EPC è basata su un'analisi combinata dei punti di forza di ESI e del potenziale margine. In questa fase ESI si occupa di redigere il progetto che meglio si adatta alle esigenze specifiche, tecniche ed economiche del committente e specifiche, tecniche e autorizzative del sito di installazione.

Sostenibilità Finanziaria

Dopo aver ultimato il progetto di sviluppo, ESI stabilisce un piano per finanziare i lavori, ipotizzando per ogni mese le entrate e le uscite di cassa legate al progetto. ESI a seguito della firma del contratto è in grado di definire un *cash flow* di progetto dettagliato e bancabile.

Ingegnerizzazione

Il *team* di ingegneria interno a ESI (specializzato in progettazione civile, elettrica e meccanica) si occupa della progettazione di tutte le opere edili necessarie alla costruzione, al dimensionamento di tutti i materiali elettrici e al calcolo strutturale degli elementi finiti delle strutture metalliche.

Appalto

ESI grazie al coordinamento dell'ingegneria e delle diverse tecnologie presenti sul mercato è in grado di definire tutte le CAPEX di progetto secondo le specifiche esigenze del cliente. Questo permette di contrattualizzare verso il committente e verso i fornitori con un approccio *back to back*.

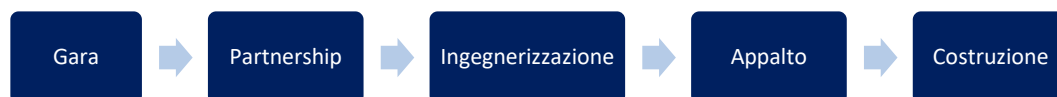
Costruzione

La fase di costruzione dell'impianto rinnovabile o *storage* viene gestita internamente da ESI, in molti casi attraverso l'utilizzo di attrezzature e competenze specifiche interne all'azienda.

2.1.2 System Integrator

Per quanto riguarda l'attività di System Integrator, la società si occupa di: off-grid e mini-grid (fornitura di elettricità in aree remote, lontane dalla rete), *hybrid* (produzione di energia elettrica mediante l'utilizzo congiunto di un generatore a carburante ed un impianto produttore di energia rinnovabile) e *storage* (costruzione di sistemi di *backup* per la produzione, necessari a causa dell'inaffidabilità della rete elettrica). Tale attività viene svolta sulla base di cinque differenti *step*: Gara, Partnership, Ingegnerizzazione, Appalto e Costruzione

Chart 5 – System Integrator model



Source: ESI, elaborazione Integrae SIM

Gara

Il cliente seleziona i potenziali System Integrator attraverso un processo di qualifica atto alla determinazione delle competenze richieste in queste particolari applicazioni. ESI, essendo qualificata EGP, TERNA ed ENGIE, viene chiamata per la presentazione della migliore offerta tecnica ed economica.

Partnership

Nella definizione dell'offerta tecnica, è fondamentale l'ottenimento di *partnership* tecnologiche sia per le Batterie e relativo sistema di controllo (BMS) sia per il sistema di conversione (PCS) e relativo sistema di controllo (BMS). ESI ha selezionato i propri partner grazie all'importante esperienza acquisita negli ultimi cinque anni.

Ingegnerizzazione

La progettazione è una delle attività fondamentali nella catena del valore. In particolare, la progettazione del sistema di accumulo passa attraverso la scelta dei componenti principali e dell'integrazione tra i differenti costruttori. Particolare attenzione deve essere prestata al sistema SCADA ovvero al sistema di controllo principale che comunica con BMS ed EMS.

Appalto

ESI grazie al coordinamento dell'ingegneria e delle diverse tecnologie presenti sul mercato è in grado di definire tutti i CAPEX di progetto secondo le specifiche esigenze del cliente. Questo permette di contrattualizzare verso il committente e verso i fornitori con un approccio *back to back*.

Costruzione

Il coordinamento tra i vari soggetti coinvolti nel progetto spetta ad ESI, che si occupa delle ispezioni in fabbrica con il cliente necessarie per la verifica delle prestazioni del prodotto acquistato. La completa integrazione di tutti i componenti viene svolta direttamente in sito da ESI.

2.2 Portafoglio Prodotti e Servizi

Prima della nascita di ESI, WS, Società dalla quale è nata WSI (oggi ESI), operava anche nel settore dell'energia rinnovabile. Questo ha permesso di creare un *track record* significativo composto da un portafoglio impianti legato all'attività di EPC e da un portafoglio impianti System Integrator.

Per quanto riguarda la *Business Unit* EPC, i servizi offerti si dividono in due aree: fotovoltaico e BOP eolico e substation:

- Fotovoltaico comprende:
 - EPC Contractor (progettazione e realizzazione di centrali fotovoltaiche chiavi in mano);
 - Progettazione e realizzazione di sistemi di ancoraggio fissi per impianti fotovoltaici (serre, pensiline e capannoni industriali);
 - Progettazione e realizzazione di inseguitori fotovoltaici mono-assiali e biassiali;
 - Manutenzione di centrali fotovoltaiche, sistemi di supervisione e videosorveglianza;
 - Progettazione e produzione di cabinati;
 - Ammodernamento tecnologico impianti fotovoltaici (*revamping*).
- BOP eolico e substation comprende:
 - Opere civili, scavi, strade e fondazioni;
 - Cavidotti interrati di media e alta tensione per connessione di impianti PV, Wind e Switching;
 - Costruzione di cabine di controllo e di fondazioni per impianti di alta tensione;
 - Opere strutturali in civili ed industriali con installazione carpenteria metallica.

Per quanto riguarda la *Business Unit* System Integrator, i servizi offerti si dividono in due aree: mini-grid, off-grid e *hybrid* e *storage*:

- Mini-grid, off-grid e *hybrid* comprende:
 - Progettazione e realizzazione di mini-grid: l'impianto fotovoltaico alimenta durante il giorno sia il villaggio che le batterie, le quali forniscono l'energia necessaria per la notte;
 - Per gli impianti off-grid, si progettano soluzioni in assenza di rete elettrica in cui si ha l'esigenza di beni primari, come ad esempio acqua potabile.
 - Hybrid: questo tipo di impianti si differenziano per la presenza della rete. Il sistema progettato e realizzato da ESI nasce attraverso l'esigenza del sito.
- Storage:
 - Lo *storage* per la regolazione in frequenza è un impianto di accumulo dell'energia per grandi potenze: l'energia immagazzinata dalla rete elettrica serve per il bilanciamento dei picchi nella zona di intervento, le principali *utility* mondiali che gestiscono le reti elettriche nei diversi paesi hanno avviato un programma di sperimentazione su tutto il territorio al fine di ottimizzare i picchi della rete;
 - Per gli impianti ad energie rinnovabili, in particolare modo fotovoltaico ed eolico, l'accumulo di energia per grandi potenze è fondamentale per la gestione della vendita diretta di energia sul mercato.

2.3 Commessa Canino

ESI, essendo nata nel 2018 e avendo iniziato ad operare solo nel 2019 (sotto il nome di WSI), ha portato a termine una sola commessa: il *revamping* di un impianto fotovoltaico a Canino (VT).

Chart 6 – Revamping Impianto Canino



Source: ESI

L'impianto fotovoltaico di Canino (VT) (esistente e attivo da circa 7 anni) presentava gravi problematiche sia di carattere funzionale (scarsa producibilità, con Performance Ratio pari al 67%), sia ambientale (come lo sversamento di olio idraulico sulla superficie). Per questo motivo, un primario operatore del mercato ha commissionato alla Società il primo ammodernamento tecnologico (*revamping*) in Italia per impianti fotovoltaici di grandi dimensioni. ESI ha quindi effettuato l'ammodernamento tecnologico dei moduli, dei *tracker* e della distribuzione di bassa tensione. L'impianto, una volta completato il *revamping*, presentava un forte incremento in termini di producibilità (con un Performance Ratio dell'89%), grazie all'utilizzo di un *tracker* mono-assiale completamente elettrico, con la conseguente eliminazione dell'olio idraulico.

L'attività di *revamping* dell'impianto ha richiesto:

- La rimozione e lo stoccaggio di circa 103.000 pannelli fotovoltaici con potenza 235 Wp;
- La rimozione di *tracker* mono-assiale idraulico e la conseguente installazione di un nuovo *tracker* mono-assiale elettrico;
- L'installazione di circa 63.000 pannelli fotovoltaici di nuova generazione di potenza 380 Wp;
- La nuova configurazione elettrica dell'impianto in corrente continua in funzione delle nuove tecnologie adottate.

2.4 Anticipo Fatture Banco Santander

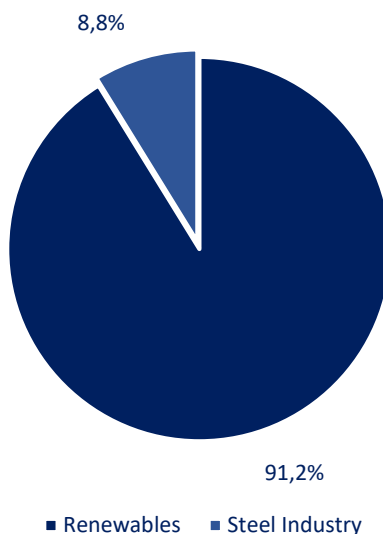
La Società, ad oggi, ha in essere un contratto di anticipo fatture con Banco Santander che coinvolge tre parti: ESI, Banco Santander e un cliente di primaria rilevanza italiano nel settore energetico. All'emissione delle fatture da parte della Società, il cliente carica le stesse, previa conferma del PM sul corretto stato di avanzamento lavori, all'interno di una piattaforma condivisa con Banco Santander. La Società, quando lo desidera, può farsi anticipare le fatture presenti in piattaforma da Banco Santander, al fine di coprire le necessità di liquidità. Una volta avvenuto il pagamento da parte del cliente, la singola posizione passiva (legata quindi alla specifica fattura) si estingue. Tale servizio rappresenta un'importante soluzione per la gestione della liquidità in un settore tipicamente caratterizzato da commesse di durata pluriennale.

2.5 Clienti e Fornitori

2.5.1 Clienti

Nel settore in cui opera ESI, tipicamente, i clienti sono operatori nel settore dell'energia oppure Ministeri dell'Energia di uno Stato e le commesse sono caratterizzate da offerte per i clienti privati e gare d'appalto per clienti pubblici e para-pubblici. In genere, i clienti hanno un forte potere contrattuale, ma presentano mediamente buone condizioni di pagamento.

Chart 7 – Client ESI by Sector 2019



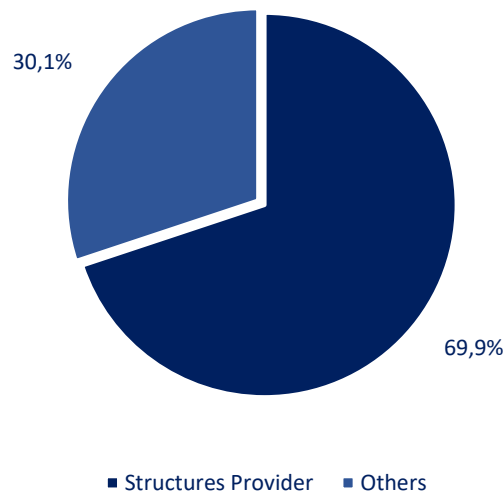
Source: Integrae SIM

Nel corso del 2019, la Società ha lavorato su una sola commessa per conto di un primario operatore nel settore delle energie rinnovabili per il revamping dell'impianto fotovoltaico di Canino. Per questo motivo, nel 2019, ESI si è interfacciata solamente con due clienti: il committente stesso e un'azienda siderurgica alla quale la Società ha venduto materiali di scarto recuperati dallo smaltimento del precedente impianto. Per questo motivo, il fatturato 2019 è ascrivibile per una quota pari al 91,2% al settore delle energie rinnovabili e per il restante 8,8% al settore siderurgico. Il cliente appartenente al settore delle energie rinnovabili, oltre ad essere un *player* di grande rilevanza, presenta un certo livello di storicità nei rapporti con la Società, infatti, tramite Work System Srl, collabora con ESI dal 2016.

2.5.2 Fornitori

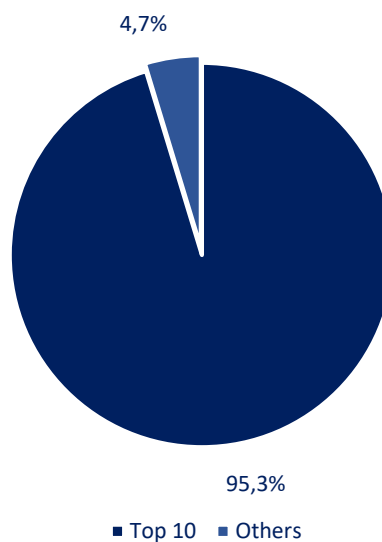
Nel settore, i fornitori sono numerosi, si differenziano fra di loro in base al livello tecnologico insito nei loro prodotti e sono generalmente facilmente sostituibili (ad eccezione dei casi in cui posseggano tecnologie proprietarie fondamentali per le caratteristiche specifiche tecniche della commessa). Per questo motivo, il potere contrattuale dei fornitori stessi, generalmente, risulta medio basso. Come detto, l'unica eccezione a tale considerazione è legata a fornitori che detengono elevate competenze tecniche specifiche, con i quali la contrattazione riguardante il prezzo e le condizioni di pagamento risulta più complessa.

Chart 8 – Structures Provider Weight ESI 2019



Source: Integrae SIM

Chart 9 – Top 10 Provider Weight ESI 2019



Source: Integrae SIM

Per l'anno 2019, la situazione dei fornitori mostra un certo grado di dipendenza da una specifica Società, tale dipendenza può essere giustificata dal fatto che la Società abbia lavorato una sola commessa, nella quale il fornitore di strutture ha avuto un impatto molto rilevante. Infatti, il fornitore di strutture mostra un'incidenza sul totale dei costi sostenuti pari al 69,9%,

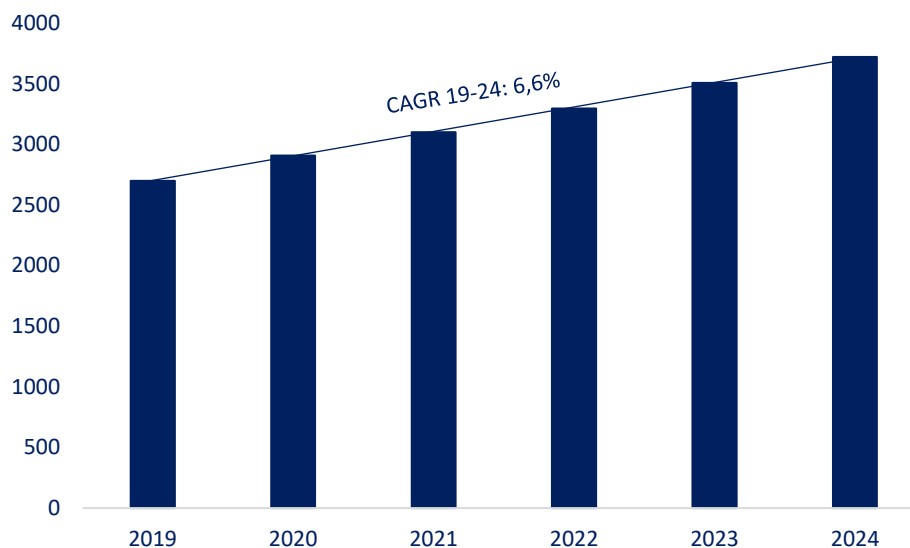
mentre l'incidenza dei maggiori dieci fornitori sul totale risulta pari al 95,3%. Fra i numerosi potenziali fornitori la Società ha svolto un'approfondita analisi ed ha stilato una *short list* con tre candidati. ESI ha quindi lasciato che fosse il committente stesso a scegliere la migliore soluzione tecnica e, di conseguenza, il fornitore.

3. Il mercato

ESI opera nel mercato globale delle energie rinnovabili con particolare focus sui segmenti: fotovoltaico ed eolico.

3.1 Energie Rinnovabili

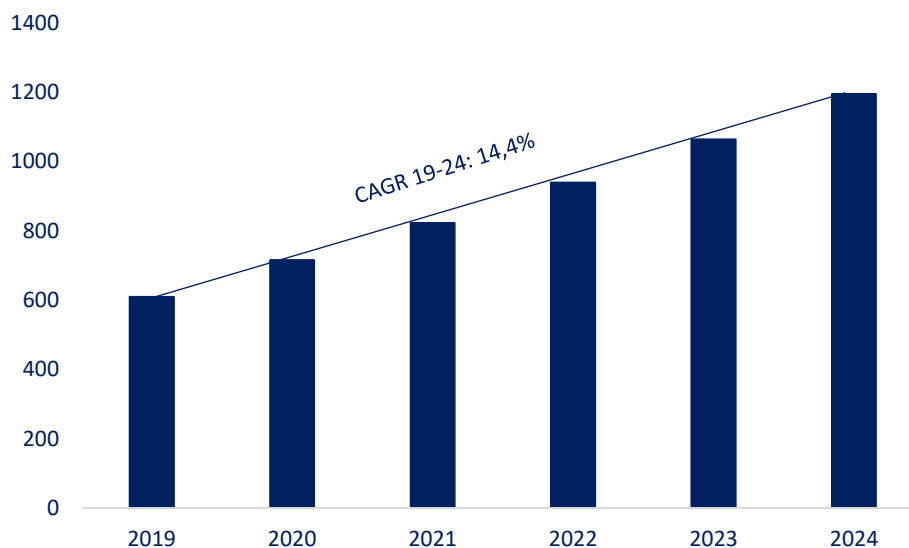
Chart 10 – Renewable Electricity 2019-2024 (Data in GW)



Source: Renewables 2019, Analysis and Forecast to 2024, IEA 2019

Secondo le previsioni della IEA (International Energy Agency), la capacità di produzione di energia elettrica tramite fonti rinnovabili aumenterà del 50% tra il 2018 e il 2024. Il fotovoltaico, con una quota pari al 60% del totale, dovrebbe rappresentare la maggior fonte di crescita, seguita dal segmento eolico, dall'energia idroelettrica e dalla bioenergia. La Cina rimane il mercato di maggior rilevanza, essendo responsabile di una quota pari al 40% della crescita prevista, seguita da Unione Europea, Stati Uniti e India. Le previsioni di crescita sono basate sulle riduzioni dei costi sostenuti previste per queste tecnologie e sui miglioramenti attesi del contesto politico e normativo. La crescita prevista presenta un CAGR 19-24 pari al 6,6%.

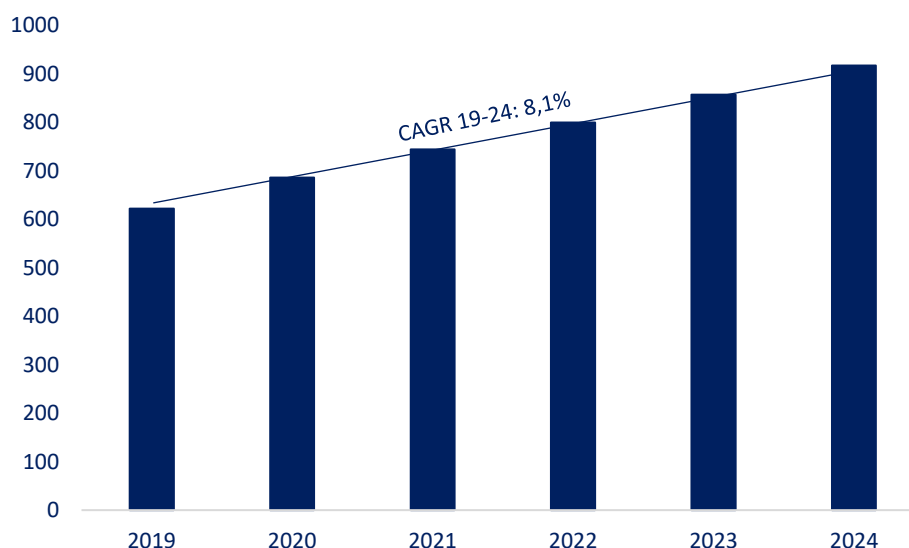
Chart 11 – Solar Energy 2019-2024 (Data in GW)



Source: Renewables 2019, Analysis and Forecast to 2024, IEA 2019

Il segmento dell'energia fotovoltaica mostra una crescita attesa del 96,2% dal 2019 al 2024 con un CAGR 19-24 pari al 14,4%. Secondo le stime, la crescita sarà trainata principalmente dalla Cina (responsabile di una quota pari al 40% circa della crescita), Unione Europea e Stati Uniti. Unione Europea e Stati Uniti mostrano livelli simili in termini di opportunità di crescita per i prossimi anni. Con la riduzione attesa dei costi degli impianti fotovoltaici, ci si aspetta un'accelerazione nella crescita di: America Latina, Eurasia, Medio-Oriente e Africa.

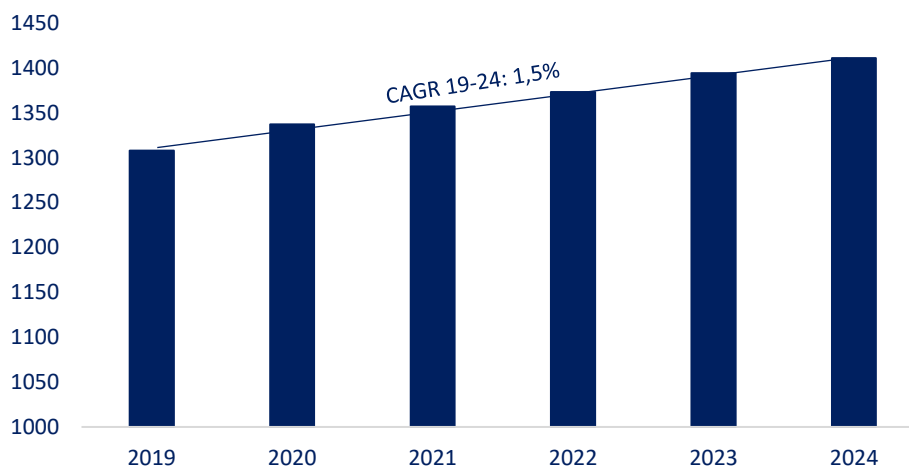
Chart 12 – Wind Energy 2019-2024 (Data in GW)



Source: Renewables 2019, Analysis and Forecast to 2024, IEA 2019

Il segmento dell'energia eolica mostra una crescita attesa del 47,4% dal 2019 al 2024 con un CAGR 19-24 pari all'8,1%. Il segmento dell'energia eolica può essere diviso in: *on-shore* e *off-shore*. La crescita prevista per l'energia eolica prodotta *on-shore* dal 2019 al 2024 è pari al 43,0%, con un CAGR 19-24 pari al 7,4%. Mentre, la crescita prevista per l'energia eolica prodotta *off-shore* dal 2019 al 2024 è pari al 144%, con un CAGR 19-24 pari al 19,6%.

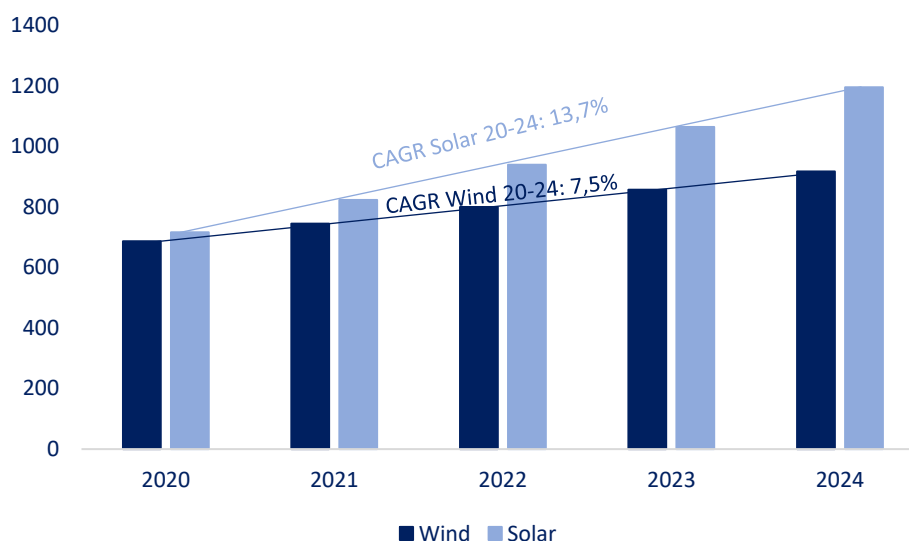
Chart 13 – Hydropower Energy 2019-2024 (Data in GW)



Source: Renewables 2019, Analysis and Forecast to 2024, IEA 2019

Il segmento dell'energia idroelettrica mostra una crescita attesa del 7,9% dal 2019 al 2024 con un CAGR 19-24 pari all'1,5%. Il segmento idroelettrico rappresenta la principale fonte di energia rinnovabile al mondo con una quota pari al 48% del totale generata nel 2019, anche per questo motivo, i tassi di crescita risultano inferiori a quelli stimati per altre tecnologie. Secondo le stime, nonostante i tassi di crescita inferiori, nel 2024 sarà ancora la principale fonte di energia rinnovabile. La crescita stimata è principalmente imputabile a Cina, India e Brasile.

Chart 14 – Solar and Wind Energy 2020-2024 (Data in GW)



Source: Renewables 2019, Analysis and Forecast to 2024, IEA 2019

Esi, operando nel mercato delle energie rinnovabili, si focalizza solamente sui segmenti fotovoltaico ed eolico. Per i prossimi anni, ci si aspetta che il settore fotovoltaico cresca con un CAGR 20-24 pari al 13,7 %, mentre per il settore eolico, ci si aspetta una crescita con CAGR 20-24 del 7,5%.

3.2 Impatto Epidemia Covid-19

L'epidemia Covid-19 e i relativi *lockdown* imposti in tutto il mondo potrebbero avere importanti effetti negativi su tutta l'economia, compreso il settore delle energie rinnovabili. Infatti, secondo la IEA (International Energy Agency) il numero di nuovi impianti costruiti di energia rinnovabile in tutto il mondo, nel 2020, potrebbe essere inferiore al dato registrato per il 2019, segnando il primo calo annuale in venti anni. Tuttavia, dato il sostegno dei governi, si prevede che la crescita potrà riprendere nel corso del 2021, poiché la maggior parte dei progetti ha subito ritardi ma non cancellazioni. In particolare, la IEA ha rivisto al ribasso del 13% le previsioni riguardo all'aumento netto della capacità di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili nel mondo per il 2020. Tuttavia, nonostante la revisione delle stime, il settore rimane in crescita del 6% rispetto al 2019. Oltre a questo, secondo le stime della IEA, nel 2021, le energie rinnovabili dovrebbero mostrare la loro capacità di resilienza: ci si aspetta che la maggior parte dei progetti che hanno subito ritardi possa riprendere, recuperando i ritardi accumulati a causa dei *lockdown*. Nonostante il rimbalzo atteso per l'anno 2021, la crescita combinata nel 2020 e nel 2021 risulta inferiore quasi per il 10% rispetto al precedente previsione dell'AIE pubblicata nell'ottobre 2019.

Nonostante la revisione delle stime per gli anni 2020 e 2021, i *driver* di crescita di medio-lungo periodo dovrebbero rimanere invariati per quasi tutte le tecnologie esistenti nel settore delle energie rinnovabili, l'unica eccezione potrebbe essere rappresentata dal bio-carburante che potrebbe subire effetti a lungo termine a causa della possibile sospensione degli incentivi.

4. Posizionamento Competitivo

Table 1 – Main Competitor (2019 data)*

	VoP	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	EBIT Margin	Net Income	Net Income Margin	NFP	NFP/EBITDA
Tozzi Green	53,8	7,7	14,4%	-2,2	-4,1%	2,4	4,5%	25,2	325,9%
Comal	28,8	2,5	8,6%	2,1	7,4%	0,7	2,5%	2,6	103,4%
Green Utility	6,1	1,2	20,1%	1,2	19,4%	0,0	0,7%	1,0	80,4%
BFP	3,5	1,2	33,7%	1,1	32,5%	0,8	23,4%	-0,1	N/A
BayWa	1.975,3	137,9	7,0%	101,0	5,1%	N/A	N/A	N/A	N/A
MEDIAN	28,8	2,5	14,4%	1,2	7,4%	0,8	3,5%	1,8	103,4%
ESI	4,1	0,6	15,5%	0,6	14,9%	0,4	10,2%	-0,8	N/A

Source: Integrae SIM

*Green Utility and BFP Data: 2018

** BayWa: I dati si riferiscono unicamente alle attività rientranti nel segmento “Renewable Energy”, non considerando le altre attività del gruppo

Nello svolgimento del proprio business, la Società compete con alcuni importanti *player* del mercato italiano e internazionale. Alcune Società *competitor* possono vantare una maggiore storicità rispetto ad ESI (che comunque vanta un buon *track record* tramite Work System Srl). Tuttavia, la Società mostra un’ottima dinamicità nella gestione del business, è in grado di operare in Paesi con dinamiche interne molto complesse (come i Paesi del continente africano), possiede un importante *know-how* ingegneristico che le permette di gestire le tecnologie e le esigenze in ogni sito e, soprattutto, a differenza della maggior parte dei *competitor*, è in grado di presidiare tutte le fasi della *value chain* nella realizzazione degli impianti.

4.1 Swot

Strengths:

- Flessibilità in termini di struttura societaria;
- Qualificazione presso i più importanti operatori del settore;
- Presidio dell'intera catena del valore;
- Forti competenze tecnologiche;
- *Track-list* internazionale del management
- Capacità di accorciamento della filiera, sia per le attività di *sub-contractor*, sia sulle forniture di componenti;
- Capacità di operare in Paesi con dinamiche interne complesse;
- *Know-how* ingegneristico rilevante.

Weaknesses:

- Dimensioni ancora ridotte rispetto agli obiettivi e alle ambizioni di crescita;
- Difficoltà nella partecipazione a gare di importi rilevanti;
- Scarso *track record* in gare di dimensioni significative.
- Forte dipendenza da singole commesse di importi elevati.

Opportunities:

- Grande crescita attesa nel mercato delle energie rinnovabili sia in Paesi sviluppati, sia in paesi in via di sviluppo;
- Opportunità derivanti dalla regolamentazione;
- Incentivi per l'utilizzo di energie rinnovabili.

Threats:

- Elevata competitività nel mercato di riferimento;
- Rischi legati allo sviluppo della situazione Covid-19;
- Possibili rallentamenti del settore legati al prezzo del petrolio;
- Possibilità di un calo degli incentivi per l'utilizzo di energia proveniente da fonti rinnovabili.

5. Economics & Financials

Table 2 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	3,77	16,50	19,00	20,90	22,75	24,75
Other Revenues	0,37	0,45	0,00	0,00	0,00	0,00
Value of Production	4,14	16,95	19,00	20,90	22,75	24,75
COGS	2,58	10,35	11,80	12,95	14,05	15,05
Services	0,59	2,45	2,80	3,05	3,30	3,50
Use of assets owned by others	0,04	0,30	0,30	0,30	0,30	0,40
Employees	0,26	0,90	1,15	1,30	1,45	1,60
Other Operating Expenses	0,02	0,25	0,10	0,05	0,05	0,05
EBITDA	0,64	2,70	2,85	3,25	3,60	4,15
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,8%</i>
D&A	0,03	0,10	0,25	0,30	0,35	0,40
EBIT	0,62	2,60	2,60	2,95	3,25	3,75
<i>EBIT Margin</i>	<i>14,9%</i>	<i>15,3%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,3%</i>	<i>15,2%</i>
Financial Management	(0,00)	(0,05)	(0,05)	(0,10)	(0,08)	(0,08)
EBT	0,61	2,55	2,55	2,85	3,18	3,68
Taxes	0,19	0,80	0,80	0,90	1,00	1,15
Net Income	0,42	1,75	1,75	1,95	2,18	2,53
Third Parties Net Income	0,00	0,45	0,01	0,00	0,00	0,00

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	0,25	1,20	1,15	1,15	1,10	1,00
Account receivable	0,96	5,25	6,05	6,65	7,25	7,85
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	0,96	3,60	4,10	4,50	4,85	5,20
Operating Working Capital	(0,00)	1,65	1,95	2,15	2,40	2,65
Other receivable	0,01	0,35	1,00	1,20	1,30	1,45
Other payable	0,51	1,25	1,70	1,90	2,05	2,20
Net Working Capital	(0,50)	0,75	1,25	1,45	1,65	1,90
Severance Indemnities & Other Provisions	0,01	0,05	0,10	0,20	0,25	0,35
NET INVESTED CAPITAL	(0,26)	1,90	2,30	2,40	2,50	2,55
Share Capital	0,16	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Reserves	0,00	2,99	4,30	6,04	7,99	10,16
Net Income	0,42	1,30	1,74	1,95	2,18	2,53
Third Parties Net Income	0,00	0,45	0,01	0,00	0,00	0,00
Equity	0,58	4,94	6,24	8,18	10,36	12,88
Cash & Cash Equivalent	0,85	4,00	6,29	7,28	9,35	11,83
Short Term Debt to Bank	0,00	0,95	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
Net Financial Position	(0,84)	(3,04)	(3,94)	(5,78)	(7,85)	(10,33)
SOURCES	(0,26)	1,90	2,30	2,40	2,50	2,55

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT		2,60	2,60	2,95	3,25	3,75
Taxes		0,80	0,80	0,90	1,00	1,15
NOPAT		1,80	1,80	2,05	2,25	2,60
D&A		0,10	0,25	0,30	0,35	0,40
Change in receivable		(4,29)	(0,80)	(0,60)	(0,60)	(0,60)
Change in payable		2,64	0,50	0,40	0,35	0,35
Change in others		0,40	-0,20	0,00	0,05	0,00
<i>Change in NWC</i>		<i>-1,25</i>	<i>-0,50</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,25</i>
Change in provisions		0,05	0,05	0,10	0,05	0,10
OPERATING CASH FLOW		0,69	1,59	2,25	2,45	2,85
Capex		(1,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
FREE CASH FLOW		(0,36)	1,39	1,95	2,15	2,55
Financial Management		(0,05)	(0,05)	(0,10)	(0,08)	(0,08)
Change in Debt to Bank		0,95	1,40	(0,85)	0,00	0,00
Change in Equity		2,61	(0,44)	(0,01)	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY		3,15	2,30	0,99	2,07	2,48

Source: stime Integrae SIM

5.1 FY19A Results

Nel 2019, ESI S.p.A. inizia la sua attività, aggiudicandosi una commessa per il *revamping* di un impianto fotovoltaico di 24 MW a Canino (VT), primo ammodernamento in Italia di un impianto di grandi dimensioni. Il Valore della Produzione del 2019A pari a € 4,14 mln, dunque, è totalmente riconducibile a tale commessa. Oltre ai ricavi diretti provenienti nella commessa, sono stati contabilizzati nella voce *other revenues*, ricavi pari a € 0,37 mln, derivanti dalla vendita di materiali recuperati in seguito allo smantellamento del sito all'interno del quale si è operato il *revamping* dell'impianto fotovoltaico.

La principale fonte di costi per l'anno 2019A è rappresentata dall'acquisto di beni, legata principalmente all'approvvigionamento di: *tracker*, cavi, componentistica elettrica e strutture civili. I costi per servizi, invece, sono principalmente riconducibili ai costi di lavorazione di terze parti. Nel 2019 sono state sostenute spese per il costo del lavoro per € 0,26 mln, di cui € 0,23 mln per dipendenti operanti nel cantiere e € 0,03 per impiegati. Il numero medio di dipendenti è stato pari a 16, calcolato considerando la media giornaliera. Nel 2019, la Società ha generato un EBITDA pari a € 0,64 mln, corrispondente ad un EBITDA margin del 15,5%.

Gli ammortamenti di esercizio sono principalmente riconducibili all'avviamento derivante dalle operazioni di conferimento e cessione di ramo d'azienda delle Business Unit Hybrid ed EPC da parte di Work System S.r.l.. Alla luce dei valori degli ammortamenti, risulta un EBIT pari a € 0,62 mln, corrispondente ad una marginalità del 14,9%.

La società presenta crediti commerciali per € 0,96 mln, di cui € 0,46 mln di fatture da emettere, mentre i debiti commerciali ammontano a € 0,96 mln, di cui € 0,51 mln di fatture da ricevere.

Infine, la Società presenta un NFP pari a - € 0,84 mln sostanzialmente coincidente con i valori di cash & cash equivalent, in virtù di un debito finanziario prossimo allo zero.

5.2 FY20E Estimates

Per l'anno 2020E, secondo le nostre stime, la Società sarà in grado di generare un valore della produzione pari a € 16,95 mln. Secondo quanto stimato, l'EBITDA margin sarà del 15,9%, corrispondente a € 2,70 mln. Mentre l'EBIT margin stimato è pari al 15,3%, corrispondente a € 2,60 mln. L'utile netto stimato risulta pari a € 1,75 mln, di cui € 0,45 mln di competenza di terzi in ragione della *joint venture* stipulata con SAET Spa, per la lavorazione della principale commessa dell'anno.

Per la stima dei ricavi 2020E, sono state considerate gare e offerte già aggiudicate e gare per le quali è già avvenuta la pre-aggiudicazione. Le gare in pre-aggiudicazione sono quelle per le quali la Società ha presentato la miglior offerta in termini di prezzo. Prima di giungere all'aggiudicazione definitiva, il soggetto che ha indetto la gara verifica i requisiti del miglior offerente e, in particolare, valuta se l'offerente abbia sufficiente esperienza in commesse simili a quelle oggetto della gara, valuta la documentazione presentata e la compliance dell'offerta tecnica.

I ricavi stimati derivanti da una commessa aggiudicata e già in fase di lavorazione nelle Baleari, per un cliente di primaria rilevanza nel settore energetico, risultano pari a € 14,7 mln. Tali ricavi sono di competenza dell'anno in corso per una quota pari al 98%. Nel corso del 2020E, la Società ha avuto la possibilità di partecipare e di aggiudicarsi una commessa di importo così rilevante grazie alla maggior visibilità e riconoscibilità che vanta rispetto al passato, grazie anche al prestigio derivante dalla commessa conclusa nel corso del 2019A.

Per le altre commesse considerate per l'anno 2020E, al fine di mantenere un approccio conservativo nelle stime, abbiamo considerato una percentuale di aggiudicazione del 50% per le gare pre-aggiudicate (con un controvalore totale di poco inferiore a € 10 mln), ad eccezione di una commessa situata a Catania (per un importo prossimo a € 0,58 mln), per la quale abbiamo considerato una percentuale di aggiudicazione del 60% in ragione degli ottimi rapporti tra la Società e il cliente. Il 50% e il 60% qui utilizzati sono frutto delle stime del *management* di ESI. Riguardo a tali commesse, si è provveduto a fissare una quota di competenza per l'anno in corso pari al 30% per le commesse appartenenti al segmento EPC classico e al segmento System Integrator ed una quota di competenza del 20% per le commesse appartenenti al segmento *revamping*. È comunque importante sottolineare, come tali gare in fase di pre-aggiudicazione, secondo le nostre stime, generino una quota dei ricavi inferiore al 10%. Infatti, una quota superiore al 90% dei ricavi attesi deriva da commesse già aggiudicate e, per la maggior parte, già in fase di sviluppo.

Per le stime di costi, sono stati stimati i valori per la commessa Baleari, anche sulla base di contratti effettivi già in essere e di offerte già ricevute dai fornitori, ed è stata considerata la stessa incidenza sui ricavi delle altre commesse realizzate. Tale procedimento è stato utilizzato per COGS, costi per servizi e costi del personale. Invece, per quanto riguarda i costi per il godimento di beni di terzi, è stato possibile effettuare le stime sulla base di contratti già in essere.

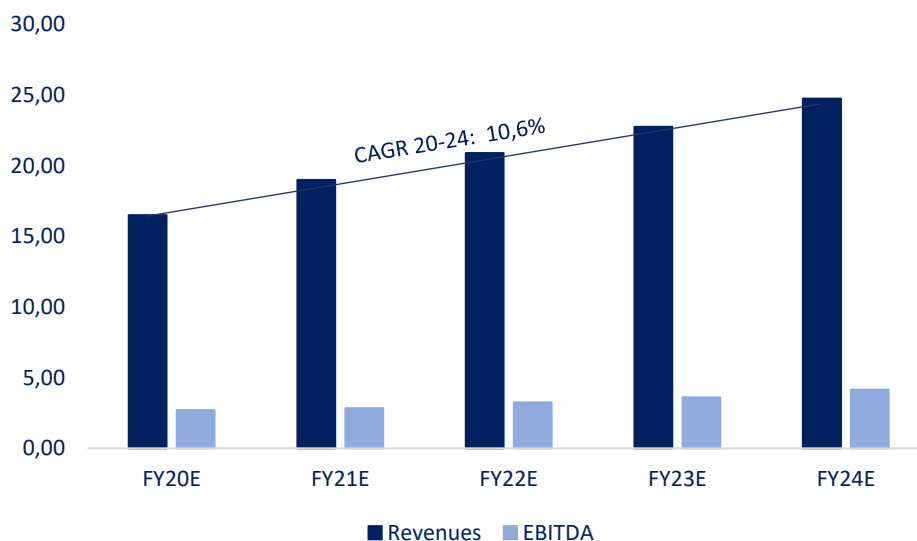
Per quanto riguarda i crediti commerciali, abbiamo stimato un peggioramento nei giorni di incasso, dovuti alla crescente importanza delle commesse lavorate e alla conseguente maggior forza contrattuale dei clienti. Allo stesso modo, abbiamo stimato un peggioramento dei giorni di pagamento, in ragione della necessità della Società di utilizzare componenti più sofisticati dal punto di vista tecnologico, con un conseguente aumento del potere contrattuale dei fornitori.

In termini di Capex, abbiamo previsto per l'anno in corso investimenti pari a € 0,2 mln legati all'acquisto di un *software* necessario ai fini della progettazione e design delle strutture metalliche e di altre attrezzature necessarie allo svolgimento delle commesse aggiudicate (battipalo, pick-up e martelli fondo foro). Nel 2020E, rientrano, inoltre, gli investimenti per IPO.

Ci aspettiamo, per l'anno in corso, un miglioramento della NFP grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla gestione operativa. La NFP mostra un sensibile miglioramento, grazie anche alla raccolta derivante dall'operazione di IPO.

5.3 FY21E – FY24E Estimates

Chart 15 – Revenues, EBITDA 20E-24E

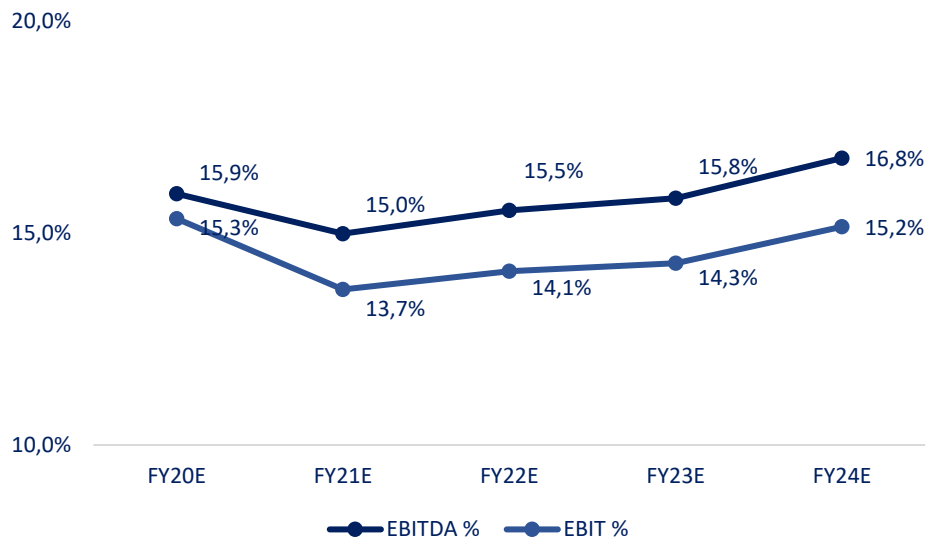


Source: elaborazione Integrae SIM

Per gli anni successivi al 2020E, ci aspettiamo un incremento dei ricavi che, secondo le nostre stime, passeranno da € 16,50 mln del 2020E a € 24,75 mln del 2024E (CAGR 20E-24E: 10,6%). Tale stima è basata sul CAGR atteso nello stesso periodo per il mercato di riferimento. Infatti, secondo le stime pubblicate dalla IEA (International European Agency), il CAGR atteso 20E-24E per il segmento dell'energia solare risulta pari al 13,7%, mentre il CAGR atteso 20E-24E per il segmento dell'energia eolica risulta pari al 7,5%. Per le stime della crescita dei ricavi fino al 2024, abbiamo utilizzato un CAGR uguale alla media dei CAGR di mercato: pari al 10,6%. Crediamo che ESI sarà in grado di ottenere livelli di crescita almeno in linea con quelli del mercato, grazie ai seguenti *driver*:

- Realizzazione di nuovi impianti fotovoltaici in Italia e in Spagna, in linea con la crescita prevista nei due paesi grazie agli incentivi attualmente in essere;
- Consolidamento sul mercato italiano e su quello spagnolo;
- Realizzazione di impianti di *revamping* in Italia: è prevista una crescita importante della curva di ammodernamento tecnologico degli impianti esistenti;
- Consolidamento della *leadership* nel settore *revamping* in Italia;
- Incremento dei ricavi grazie alla vendita di rottami;
- Realizzazione di impianti di accumulo in Italia;
- Crescente riconoscibilità della Società;
- Partecipazione a gare di importi sempre più rilevanti;
- Continuo sviluppo tecnologico;
- Ampliamento dell'ufficio gare;
- Ampliamento della divisione ingegneria.

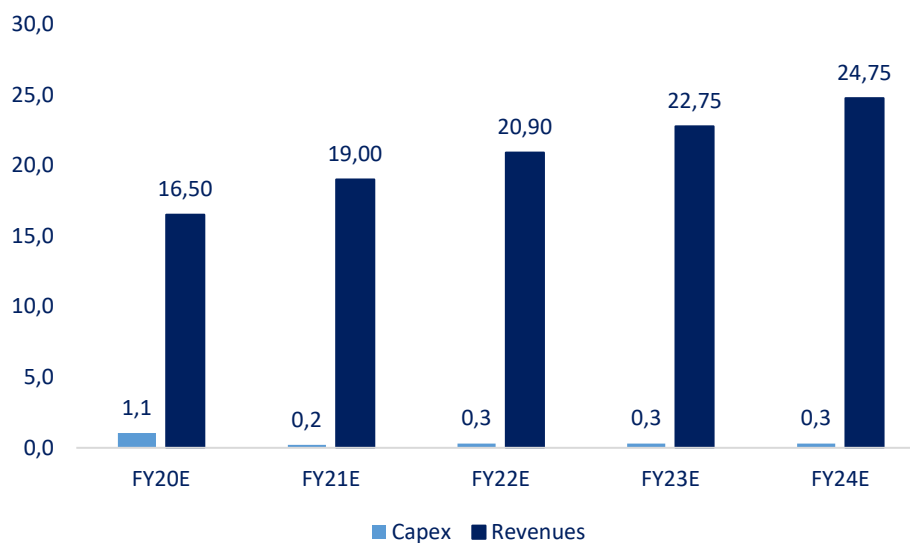
Chart 16 - EBITDA% and EBIT% 20E-24E



Source: elaborazione Integrae SIM

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da € 2,70 mln del 2020E a € 4,15 mln del 2024E. La principale ragione dell'aumento stimato della marginalità è rappresentata dallo spostamento sempre più rilevante da commesse del segmento EPC a commesse del segmento System Integrator, per il quale è storicamente osservabile un maggior livello di marginalità. Crediamo che tali commesse, entro il 2024E, arriveranno a generare una quota di ricavi superiore al 70% del totale, mentre i ricavi 2019A, erano interamente riconducibili a commesse EPC. Oltre a questo, crediamo che la marginalità potrà crescere in funzione della crescita del fatturato, grazie allo sfruttamento di economie di scala e alla conseguente maggior forza contrattuale nei confronti dei fornitori.

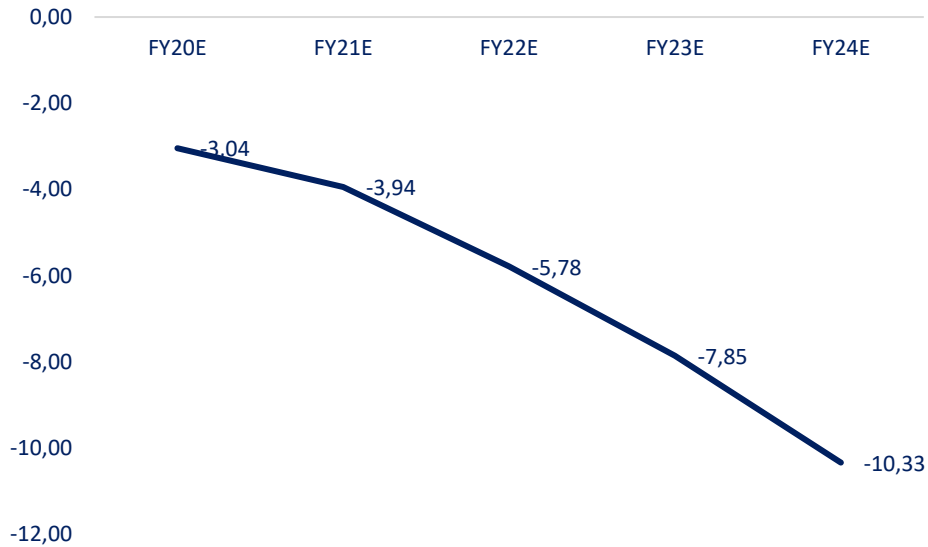
Chart 17 – Revenues, Capex 20E-24E



Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di Capex, la stima degli investimenti è legata principalmente alle attrezzature necessarie al completamento di un numero maggiore di commesse e di commesse di maggior importo, tipicamente più complesse dal punto di vista delle esigenze da soddisfare e del livello tecnologico richiesto. Tra le possibili attrezzature in cui potrà investire la Società nei prossimi anni è possibile considerare: *software*, battipalo, autocarri e motocompressori.

Chart 18 - NFP 20E-24E



Source: elaborazione Integrae SIM

Crediamo che il Gruppo possa continuare a migliorare la propria NFP nei prossimi anni, grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica e ad un utilizzo sostanzialmente costante delle linee di credito.

A livello di circolante, sia per quanto riguarda i crediti commerciali, sia per quanto riguarda i debiti commerciali, le stime sono basate sugli stessi *driver* dell'anno 2020E.

5.4 Strategic Guidelines

Crediamo che la Società potrà sviluppare un importante programma di crescita per i prossimi anni, basato principalmente su quattro pilastri: consolidamento della posizione di mercato, internazionalizzazione, crescita per linee esterne e rafforzamento dell'organizzazione.

- **Consolidamento della posizione di mercato:** la Società punta a consolidare la propria posizione nel mercato attuale ed elevare il proprio *standing* nei confronti dei principali committenti;
- **Internazionalizzazione:** la Società punta alla penetrazione e allo sviluppo su ulteriori mercati esteri, con particolare focus sia su paesi europei sia sui paesi emergenti, al fine di aumentare il proprio grado di diversificazione. In particolare, ESI ha intenzione di aggredire mercati quali: Spagna, Francia e Grecia. Questo sarà possibile anche grazie alla collaborazione con clienti abituali che operano anche su mercati esteri;
- **Crescita per linee esterne:** l'integrazione e/o acquisizione di altre realtà permetterebbe a ESI di offrire una più completa gamma di servizi EPC;
- **Rafforzamento dell'organizzazione:** ampliamento della divisione ingegneria e relativi servizi offerti con l'obiettivo di incrementare la partecipazione ad un numero maggiore di gare nazionali e internazionali.

5.5 Use of Proceeds

ESI ha concluso la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del processo di crescita. In particolare, la Società ha pianificato di continuare la propria crescita per linee interne e per linee esterne.

- Per quanto riguarda le linee interne, l'idea è quella di:
 - migliorare le attrezzature tecnologiche e i software: la Società intende investire in tecnologie volte a migliorare l'efficienza e la qualità delle lavorazioni;
 - ampliare la divisione ingegneria e l'ufficio gare: la strategia prevede investimenti in personale altamente qualificato e di elevato *standing*. Un rafforzamento dell'ufficio gare permetterebbe di partecipare ad un maggior numero di gare e di migliorare l'efficienza e l'efficacia in fase di offerta. Gli investimenti nella divisione di ingegneria permetterebbero, oltre alla gestione di un maggior numero di commesse, di fornire soluzioni innovative e vantaggiose per i clienti della Società, nonché di ridurre ulteriormente la catena dei *sub-contractor* grazie allo sviluppo e alla produzione interna di alcune specifiche componenti customizzate, altrimenti richieste ad un fornitore;
 - sviluppare un nuovo prodotto per ospedali: sviluppare nuovi prodotti in *container* con sistemi Storage di energia, di produzione di ossigeno e di purificazione di acqua. L'idea è quella di sviluppare direttamente in sito, in ospedali in aree remote, la produzione di ossigeno, acqua potabile ed energia per i macchinari dell'ospedale.
- Per quanto riguarda le linee esterne, l'idea è quella di completare due acquisizioni nel corso del 2021:
 - il primo *target* è potenzialmente rappresentato da una Società che opera nel segmento *substation* e *electronic components*, con un fatturato intorno a € 20,0-22,0 mln al fine di acquisire: *know-how*, un servizio complementare strategico e clienti di elevato *standing*;

- il secondo target è potenzialmente rappresentato da una Società che opera nel segmento *substation* e *electronic components*, con un fatturato intorno a € 10-12 mln al fine di acquisire: *know-how*, un servizio complementare strategico ed alta redditività.

6. Valuation

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

6.1 DCF Method

Table 3 – WACC

WACC		6,72%
Risk Free Rate	0,23% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,6
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	0,7
Ke	8,04% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di settembre 2020 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei competitors;
- Il tasso di crescita g , per prudenza, è stato fissato all'1%;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 6,72%.

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		43,0
FCFO actualized	6,8	17%
TV actualized DCF	33,2	83%
Enterprise Value	39,9	100%
NFP (FY20E)	(3,0)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di € 43,0 mln.**

Table 5 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		5,2%	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%
Growth Rate (g)	2,5%	82,9	70,6	61,6	54,8	49,4	45,0	41,4
	2,0%	71,6	62,5	55,5	50,0	45,6	41,9	38,8
	1,5%	63,3	56,3	50,7	46,2	42,4	39,3	36,6
	1,0%	57,0	51,3	46,8	43,0	39,8	37,1	34,8
	0,5%	52,0	47,4	43,5	40,3	37,6	35,2	33,1
	0,0%	48,0	44,1	40,8	38,1	35,6	33,5	31,7
	-0,5%	44,7	41,4	38,5	36,1	34,0	32,1	30,4

Source: Integrae SIM

6.2 Market Multiples

Abbiamo condotto la valutazione utilizzando i multipli derivanti dalla media aritmetica di due Panel:

- Uno contenente Società appartenenti al mercato AIM Italia;
- Uno contenente Società caratterizzate da maggior capitalizzazione, operanti nello stesso settore di riferimento e caratterizzate da driver di crescita simili.

6.2.1 Composizione del Panel “AIM Companies”

Renergetica SpA (Italy) opera nel mercato delle energie rinnovabili come Project Developer, IPP e Industrial Engineer. L’esperienza e le referenze di Renergetica coprono diversi segmenti: impianti fotovoltaici, parchi eolici, mini-impianti idroelettrici e impianti di cogenerazione a biomassa.

Elettra Investimenti SpA (Italy) è una holding che realizza iniziative nel settore energetico. Da aprile 2015 quotata sul mercato AIM. Il Gruppo opera nel settore della realizzazione, dello sviluppo e della gestione di impianti di cogenerazione e trigenerazione per la produzione di energia elettrica e termica alimentati o da combustibile fossile (in genere il gas naturale) o da fonti rinnovabili (bioliquidi).

Iniziativa Bresciane SpA (Italy) costituita nel 1988, svolge la propria attività nel settore della produzione di energia rinnovabile dal 1996 attraverso la progettazione, realizzazione e gestione di impianti idroelettrici di medie e piccole dimensioni anche attraverso partecipazioni in società che operano nel settore idroelettrico, alcune in *partnership* con istituzioni pubbliche e private.

Table 6 – AIM Companies Comparables (data in € mln)

FY2019A	Renergetica S.p.A.	Elettra Investimenti S.p.A.	Iniziative Bresciane S.p.A.	Peer Median	ESI
Country	Italy	Italy	Italy	33,9	
Mkt Cap	33,9	32,2	64,0	56,5	
EV	40,9	56,5	126,5		
Profitability					
Sales	9,4	49,6	16,2	16,2	4,1
EBITDA	4,2	5,2	15,4	5,2	0,6
Net Profit	3,0	-0,5	3,7	3,0	0,4
EBITDA Margin	44,3%	10,5%	95,1%	44,3%	15,5%
Net Profit Margin	31,8%	-1,0%	22,8%	22,8%	10,2%
Capital Structure					
NFP	7,0	24,3	62,5	24,3	-0,8
NFP/EBITDA	1,7x	4,7x	N/A	3,2x	N/A

Source: Bloomberg

6.2.2 Composizione del Panel “Large Companies”

Innergex Renewable Energy Inc (Canada) opera come produttore indipendente di energia rinnovabile. La Società sviluppa, acquisisce, possiede e gestisce impianti idroelettrici, parchi eolici e parchi solari. Innergex Renewable Energy serve clienti in Canada, Stati Uniti, Francia e Cile.

Falck Renewables S.p.A. (Italy) sviluppa, progetta, realizza e gestisce impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili, con una capacità installata di 1133 MW (1096 MW in base alla riclassificazione IFRS 11) in Italia, Gran Bretagna, Stati Uniti, Spagna e Francia, per oltre due miliardi di kWh all’anno, diversificata nelle tecnologie eolica, solare, biomasse e *waste-to-energy*. Il Gruppo è un *player* internazionale nella consulenza tecnica per l’energia rinnovabile e nella gestione di asset di terzi, attraverso la propria controllata Vector Cuatro, che fornisce i servizi a clienti per una capacità installata complessiva di circa 2.500 MW, grazie a un’esperienza maturata in più di 40 Paesi.

Boralex Inc. (Canada) è un produttore di energia elettrica il cui *core business* è lo sviluppo e la gestione di centrali elettriche a energia rinnovabile. La società gestisce attività legate alle seguenti tecnologie di generazione di energia: eolica, idroelettrica, termica e solare. Boralex opera in Canada, nel nord-est degli Stati Uniti e in Francia.

Exelon Corporation (USA) è una *holding* di servizi di pubblica utilità. La Società, attraverso le sue controllate, distribuisce elettricità ai clienti dell’Illinois e della Pennsylvania. Exelon distribuisce inoltre gas a clienti nell’area di Philadelphia e gestisce centrali nucleari in Stati che includono la Pennsylvania e il New Jersey. Exelon è attiva nei segmenti: fotovoltaico, idroelettrico ed eolico.

Duke Energy Corp. (USA) è una società attiva nel settore energetico situata principalmente in America che possiede una rete integrata di asset energetici. La Società gestisce un portafoglio di attività di fornitura, consegna e trading di gas naturale ed elettricità negli Stati Uniti e in America Latina.

Table 7 – Large Companies Comparables (data in € mln)

FY2019A	Innervex Renewables Inc	Falck Renewables	Boralx Inc	Exelon Corp.	Duke Energy Corp.	Peer Median	ESI
Country	Canada	Italy	Canada	USA	USA		
Mkt Cap	1.612,8	1.376,6	1.619,1	39.504,0	59.539,5	1.619,1	
EV	4.825,3	2.130,0	3.771,7	75.780,6	118.137,8	4.825,3	
Profitability							
Sales	375,1	374,5	386,5	30.776,7	22.405,4	386,5	4,1
EBITDA	275,5	190,7	299,0	9.536,1	9.979,2	299,0	0,6
Net Profit	-7,2	47,9	28,2	2.701,2	3.313,7	47,9	0,4
EBITDA Margin	73,4%	50,9%	77,4%	31,0%	44,5%	50,9%	15,5%
Net Profit Margin	-1,9%	12,8%	7,3%	8,8%	14,8%	8,8%	10,2%
Capital Structure							
NFP	3.212,5	753,4	2.152,6	36.276,6	58.598,3	3.212,5	-0,8
NFP/EBITDA	11,7x	N/A	N/A	N/A	5,9x	8,8x	N/A

Source: Bloomberg

6.2.3 Multiples Method

Table 8 – Market Multiples – Panel AIM Companies

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E
Renergetica Spa	9,8	5,2	4,9	12,7	5,8	5,2
Elettra Investimenti Spa	6,8	5,5	4,9	21,7	12,2	10,2
Iniziativa Bresciane Spa	9,4	8,2	7,7	18,7	16,4	13,1
Peer median	9,4	5,5	4,9	18,7	12,2	10,2

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

Table 9 – Market Multiples Valuation – AIM Companies

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	25,3	15,6	15,9
EV/EBIT	48,7	31,6	30,0
Equity Value			
EV/EBITDA	28,3	19,5	21,7
EV/EBIT	51,8	35,5	35,8
Average	40,1	27,5	28,7

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

L'equity value di ESI utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA ed EV/EBIT relativamente al Panel "AIM Companies", risulta essere pari a circa € 32,1 mln. Generalmente, si applica uno sconto del 20-25% sull'equity value, in ragione della minor liquidità attesa nel periodo post quotazione nel caso di società di dimensioni ridotte. In questo caso, lo sconto non è stato applicato, poiché le tre società considerate nel calcolo dei multipli sono quotate sul mercato AIM Italia.

Table 10 – Market Multiples – Large Companies

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E
Innergex Renewable Energy Inc.	16,5	14,8	14,6	43,6	33,5	N/A
Falck Renewables Spa	10,9	9,9	9,3	19,9	17,8	16,3
Boralex Inc.	14,0	14,1	13,4	43,8	52,6	38,3
Exelon Corporation	9,0	8,6	8,5	16,4	15,6	15,5
Duke Energy Corp.	12,3	11,4	10,8	21,8	19,8	19,0
Peer median	12,3	11,4	10,8	21,8	19,8	17,6

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

Table 11 – Market Multiples Valuation – Large Companies

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	33,1	32,5	35,1
EV/EBIT	56,6	51,4	51,9
Equity Value			
EV/EBITDA	36,2	36,4	40,9
EV/EBIT	59,6	55,4	57,7
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	27,1	27,3	30,7
EV/EBIT	44,7	41,5	43,3
Average	35,9	34,4	37,0

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

L'equity value di ESI utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA ed EV/EBIT relativamente al Panel "Large Companies", risulta essere pari a circa € 47,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo ESI rispetto ai comparables appartenenti a questo Panel: ne risulta un equity value di € 35,8 mln.

Table 12 – Market Multiples Valuation – Average Equity Value

Average Multiples Equity Value (€/mln)	33,9
Equity Value Panel AIM Companies	32,1
Equity Value Panel Large Companies	35,8

Source: elaborazione Integrae SIM

Considerando la media aritmetica delle valutazioni derivanti dall'utilizzo dei due Panel, risulta un equity value pari a € 33,9 mln.

7. Valuation Range

Table 13 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	38,5
Equity Value DCF (€/mln)	43,0
Equity Value multiples (€/mln)	33,9
Target Price (€)	7,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 38,5 mln. Il target price è quindi di € 7,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 14 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
35,0	12,7x	12,0x	10,5x	13,1x	13,2x	11,6x
36,0	13,0x	12,4x	10,8x	13,5x	13,5x	11,9x
37,0	13,4x	12,7x	11,1x	13,9x	13,9x	12,3x
38,0	13,8x	13,1x	11,4x	14,3x	14,3x	12,6x
39,0	14,1x	13,4x	11,8x	14,7x	14,7x	13,0x
40,0	14,5x	13,8x	12,1x	15,1x	15,1x	13,3x
41,0	14,9x	14,1x	12,4x	15,4x	15,5x	13,6x

Source: Integrae SIM

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 guild. 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 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. 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 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) 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 ESI;
- 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 ESI;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by ESI.

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.