

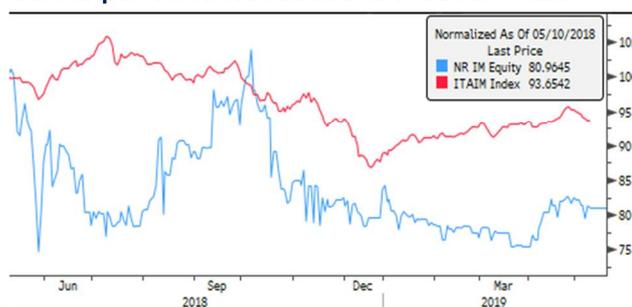
Data produzione: 11 maggio 2019 - h 18.30

Data pubblicazione: 13 maggio 2019 - h 7.00

<b>NOVA RE</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE Italia</b>	<b>Real Estate</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 6,61</b>	<b>Initiating Of Coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,73%	3,25%	-3,94%	-19,04%
to FTSE SMALL CAP Italia	3,30%	-1,33%	-9,80%	-2,63%
to FTSE STAR Italia	1,74%	-5,21%	-11,30%	-10,14%
to FTSE All-Share	3,89%	-4,71%	-12,80%	-6,85%
to EUROSTOXX	2,10%	-5,30%	-10,92%	-15,88%
to MSCI World Index	2,05%	-2,31%	-7,85%	-19,54%

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data	
Price	€ 4,13
Target price	€ 6,61
Upside/(Downside) potential	60,1%
Bloomberg Code	NR IM
Market Cap (€m)	42,9
EV (€m)	98,0
Free Float	18,17%
Share Outstanding	10.378.175
52-week high	€ 5,61
52-week low	€ 3,78
Average daily volumes (3m)	1.533

### Attività

Nova Re SIQ S.p.A. è una società di investimento immobiliare che gestisce un portafoglio composto da immobili a destinazione direzionale e commerciale. Il portafoglio di Nova RE è attualmente composto da 6 immobili - tutti locati - di cui 3 a Milano, 2 a Roma e 1 a Bari, per una superficie commerciale complessiva di 24.753 mq. Il portafoglio a reddito risultava quasi interamente locato (98,4%) a conduttori di elevato standing e soggetti pubblici. Il GAV del portafoglio al 31 dicembre 2018 era pari a €111,4 mln, mentre il WALT risultava di 5,6 anni. Nova Re ha iniziato ad operare nella configurazione attuale nell'agosto 2017.

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Rent	6,78	7,50	8,50	9,30
EBITDA	2,79	3,10	3,55	3,95
EBIT	5,30	5,60	6,25	6,65
Net Profit	1,93	2,95	3,77	4,45
EPRA NAV PS	6,60	7,70	7,88	8,09
EPRA NNAV PS	6,43	7,53	7,72	7,92
EPRA Earnings PS	-0,15			

### I risultati del 2018

I risultati del 2018 non sono direttamente confrontabili con quelli del 2017, vista la diversa configurazione operativa. I dati del FY18 tengono conto della vendita dell'immobile di Via Vittor Pisani a Milano ad un prezzo di €32 mln con una plusvalenza di €1,2 mln. I ricavi da locazione hanno raggiunto €6,78 mln (€2,63 mln nel FY17); il net operating margin ha raggiunto €5,30 mln (€2,17 mln nel FY17). L'Ebitda e l'Ebit hanno raggiunto €2,79 mln e €5,25 mln rispettivamente (€1,1 mln e €3,6 mln nel FY17).

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	35,1	31,6	27,6	24,8
EV/EBIT (x)	18,5	17,5	15,7	14,7
P/E (x)	22,2	14,5	11,4	9,6

### La valutazione

Abbiamo valutato il capitale economico di Nova Re con due modelli: il metodo finanziario, associando a ciascuno degli immobili in portafoglio una tipologia di rischio e quello dei multipli di società comparabili. Il primo modello esprime un valore di €66,43 mln, mentre il secondo modello di €70,78 mln. La media dei due valori (€68,6 mln), pari a €6,61 per azione, costituisce il nostro target price. **Iniziamo pertanto la copertura con una rating BUY, un TP di €6,61 per azione e un risk medium.** Al nostro target price, l'EV/Ebit 2019 di Nova Re risulta in linea con quello medio dei comparables. L'indicatore EPRA NAV 2019 risulta pari a €7,7 per azione.

**Antonio Tognoli**

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integrasim.it

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – FY19E-22E Integrae SIM estimates**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
Rent	2,63	6,78	7,50	8,50	9,30	10,20
Costs	0,46	1,48	2,00	2,20	2,50	2,80
<b>Net Operating Income</b>	<b>2,17</b>	<b>5,30</b>	<b>5,50</b>	<b>6,30</b>	<b>6,80</b>	<b>7,40</b>
COGS	0,54	2,23	2,00	2,30	2,40	2,50
Employees	0,19	0,95	1,10	1,15	1,20	1,25
Provisions	0,08	0,32	0,35	0,40	0,45	0,55
Other Costs/Revenues	0,25	0,99	1,05	1,10	1,20	1,28
<b>EBITDA</b>	<b>1,11</b>	<b>2,79</b>	<b>3,10</b>	<b>3,55</b>	<b>3,95</b>	<b>4,38</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>42,1%</i>	<i>41,2%</i>	<i>41,3%</i>	<i>41,8%</i>	<i>42,5%</i>	<i>42,9%</i>
Net revaluation of properties	2,52	2,51	2,50	2,70	2,70	2,90
D&A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>3,62</b>	<b>5,30</b>	<b>5,60</b>	<b>6,25</b>	<b>6,65</b>	<b>7,28</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>137,6%</i>	<i>78,1%</i>	<i>74,7%</i>	<i>73,5%</i>	<i>71,5%</i>	<i>71,4%</i>
Net financial charges	2,52	3,41	2,60	2,40	2,10	2,00
<b>EBT</b>	<b>1,10</b>	<b>1,89</b>	<b>3,00</b>	<b>3,85</b>	<b>4,55</b>	<b>5,28</b>
Taxes	0,03	-0,04	0,05	0,08	0,10	0,12
<b>NET Income before third parties</b>	<b>1,08</b>	<b>1,93</b>	<b>2,95</b>	<b>3,77</b>	<b>4,45</b>	<b>5,16</b>
Third parties	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Net Income</b>	<b>1,05</b>	<b>1,93</b>	<b>2,95</b>	<b>3,77</b>	<b>4,45</b>	<b>5,16</b>
<i>Net Income Margin</i>	<i>40,0%</i>	<i>28,4%</i>	<i>39,3%</i>	<i>44,4%</i>	<i>47,8%</i>	<i>50,6%</i>
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
Fixed Asset	137,60	111,41	122,21	125,00	128,00	130,00
Account receivable	8,00	9,30	10,00	11,00	11,00	11,50
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>8,00</b>	<b>9,30</b>	<b>10,00</b>	<b>11,00</b>	<b>11,00</b>	<b>11,50</b>
Other Receivable	1,40	0,90	1,00	1,20	1,30	1,50
Other Payable	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>9,40</b>	<b>10,20</b>	<b>11,00</b>	<b>12,20</b>	<b>12,30</b>	<b>13,00</b>
Other non current assets/liabilities	0,83	(0,59)	(0,61)	(0,63)	(0,64)	(0,66)
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>146,17</b>	<b>122,20</b>	<b>133,82</b>	<b>137,83</b>	<b>140,94</b>	<b>143,66</b>
Cash and Cash Equivalent	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Short-Term Financial debt	2,60	2,90	2,50	2,50	2,50	2,50
ML Term Financial Debt	80,90	60,20	59,47	61,18	61,73	61,51
<b>Net Financial Position</b>	<b>76,00</b>	<b>55,10</b>	<b>53,97</b>	<b>55,68</b>	<b>56,23</b>	<b>56,01</b>
Share Capital	35,13	35,53	37,50	37,50	37,50	37,50
Reserves and Retained Profits	32,36	29,64	39,40	40,88	42,76	44,99
Net Profit	1,08	1,93	2,95	3,77	4,45	5,16
Third parties	1,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Equity</b>	<b>70,17</b>	<b>67,10</b>	<b>79,85</b>	<b>82,15</b>	<b>84,71</b>	<b>87,65</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>146,17</b>	<b>122,20</b>	<b>133,82</b>	<b>137,83</b>	<b>140,94</b>	<b>143,66</b>
<b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	
<b>EBIT</b>	<b>5,30</b>	<b>5,60</b>	<b>6,25</b>	<b>6,65</b>	<b>7,28</b>	
Taxes	(0,04)	0,05	0,08	0,10	0,12	
<b>NOPAT</b>	<b>5,33</b>	<b>5,55</b>	<b>6,17</b>	<b>6,55</b>	<b>7,16</b>	
D&A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Change in receivable	(1,30)	(0,70)	(1,00)	0,00	(0,50)	
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Change in payable	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Change in OWC	(1,30)	(0,70)	(1,00)	0,00	(0,50)	
Other Changes	0,50	(0,10)	(0,20)	(0,10)	(0,20)	
Change in Provision	(1,42)	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,02)	
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>3,12</b>	<b>4,73</b>	<b>4,95</b>	<b>6,43</b>	<b>6,44</b>	
Net Investments	26,19	(10,80)	(2,79)	(3,00)	(2,00)	
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>29,30</b>	<b>(6,07)</b>	<b>2,16</b>	<b>3,43</b>	<b>4,44</b>	
Financial management	(3,41)	(2,60)	(2,40)	(2,10)	(2,00)	
Change in Payable to Banks	(20,40)	(1,13)	1,71	0,55	(0,22)	
Dividend	(0,73)	(2,07)	(2,64)	(3,12)	(3,61)	
Change in Equity	(4,28)	11,86	1,16	1,23	1,39	
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>0,50</b>	<b>(0,00)</b>	<b>(0,00)</b>	<b>(0,00)</b>	<b>(0,00)</b>	

Source: NOVA RE and Integrae SIM estimates

## 2. L'attività

Nova Re SIIQ S.p.A. è una società di investimento immobiliare che gestisce attualmente un portafoglio composto da immobili a destinazione direzionale e commerciale.

Nova Re ha la proprietà di 6 immobili - tutti locati - di cui 3 a Milano, 2 a Roma e 1 a Bari. Il portafoglio a reddito risultata quasi interamente locato (98,4%) a conduttori di elevato standing. Tutti gli indicatori desumibili dal complesso dei beni gestiti, presentavano a fine 2018 elevati standard patrimoniali, finanziari ed economici:

- la superficie commerciale è pari a 24.752 mq;
- il GAV (valore degli immobili, liquidità immediate, differite etc) è di 111,4 mln;
- il loan to value (rapporto tra l'importo del finanziamento ed il valore del bene) è del 56%;
- il cap rate 2018 è del 5%;
- il GAV (somma di NAV e debito) al mq2 è di € 4.500;
- il WALT (Weigthed Average Lease Term, ovvero la scadenza media ponderata dei canoni di locazione con riferimento alla prima opzione di uscita/scadenza del contratto) è di 5,6 anni. Le scadenze più vicini sono quelle degli immobili di Milano Corso San Gottardo (WALT 1) locato a OVS e Roma Via Zara (WALT 0,7), locato all'Ambasciata del Canada dal 2007. Per entrambe sono in corso trattative per il rinnovo.
- il tasso di occupazione è del 98,4%.

Di seguito i dettagli del portafoglio al 31 dicembre 2018:

**Table 2– Il portafoglio (dati al 31/12/2018)**

Città	Indirizzo	Conduttore	Asset class	Superficie comm.le	Occupancy rate	GAV € mln	DEBT <sup>(2)</sup> € mln	Loan to Value	Scadenza debito	NAV € mln	Canoni € mln	Cap Rate
Milano	Via Spadari, 2	OVS	Retail	1.392	100,00%	40,1	22,2	55%	2022	17,9	1,5	3,6%
Milano	Via Cuneo, 2	OVS	Retail	4.461	100,00%	25,0	14,2	57%	2022	10,8	1,1	4,5%
Milano	Corso San Gottardo, 29-31	OVS	Retail	2.847	100,00%	15,4	10,6	69%	2022	4,8	1,0	6,5%
Roma	Via Zara, 28-30	Ambasciata Canadese, Dico Spa	Direzionale	3.162	87,22%	11,6	6,4	56%	2022	5,2	0,6	5,5%
Roma	Via V. Cortese 143	Guardia di Finanza	Direzionale	3.150	100,00%	6,6	2,4	36%	2024	4,2	0,6	8,9%
Bari	Via Dioguardi 1	Procura della Repubblica	Direzionale	9.740	100,00%	12,7	6,0	47%	2021	6,7	0,8	6,2%
<b>Totale</b>				<b>24.752</b>	<b>98,4%</b>	<b>111,4</b>	<b>61,9</b>	<b>56%</b>		<b>49,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,0%</b>

Source: NOVA RE

Come si nota dalla tabella precedente, i conduttori sono società di primario standing, e/o soggetti pubblici. La rischiosità sistematica del portafoglio tende quindi a zero. Decisamente interessanti anche i cap rate, dove spicca il 3,6% di Milano, più contenuto della media che, in realtà, sconta l'elevato possibile guadagno in conto capitale.

Da non sottovalutare, sempre nell'ottica della rischiosità media del business, che il 44% (loan to value 56%) degli investimenti sono coperti da mezzi propri.

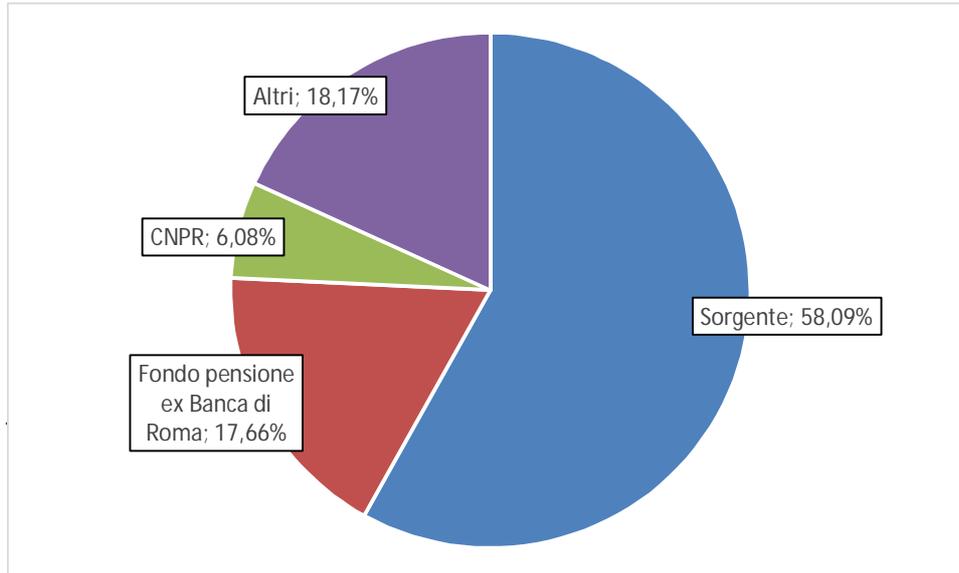
Nel corso del 2018 il portafoglio è stato oggetto di diverse operazioni:

- Via Vittor Pisani a Milano. Nel Luglio è stata perfezionata la vendita a DWS Group GmbH & Co. KGaA, dell'immobile al prezzo di € 32 mln. L'operazione ha generato una plusvalenza netta pari a €1,2 mln.
- Via V. Cortese, Roma. Nell'ottobre è stato acquisito il restante 49% del capitale sociale della società la cui attività riguarda la locazione dell'immobile affittato interamente al Comando Generale della Guardia di Finanza;
- Via Dioguardi, Bari. Nel novembre è stato perfezionato un contratto di locazione con il Ministero della Giustizia che con decorrenza 1 gennaio 2019 è divenuto la sede della Procura e Tribunale di Bari. Sono quindi stati avviati i lavori di riqualificazione e valorizzazione dell'immobile per complessivi €3,5 mln allo scopo di rendere lo stesso funzionale alle esigenze d'utilizzo della Procura e del Tribunale di Bari.
- Via Spadari e Via Cuneo, Milano. Nel dicembre è stato rinnovato ed esteso il contratto di locazione con OVS S.p.A. Il nuovo contratto, con decorrenza 28 dicembre 2018 prevede una locazione di 9+4 anni (senza break option per i primi 9 anni). Per lo stabile di Via Spadari, è stato riconosciuto ad OVS di una capex contribution di €1,1 mln per la riqualificazione del punto commerciale.
- Via Zara, Roma. Nel secondo semestre sono stati avviati i colloqui con l'Ambasciata del Canada, principale conduttore dell'immobile per il rinnovo del contratto di locazione in scadenza nel mese di luglio 2019;
- Corso S. Gottardo, Milano. Nel novembre è stata ricevuta disdetta formale del contratto di locazione in essere con OVS S.p.A. con decorrenza dalla data del 27 dicembre 2019. Sono in seguito state avviate trattative con il conduttore per la definizione di un nuovo accordo commerciale e l'eventuale sottoscrizione di un nuovo contratto di locazione.

### 3. Gli azionisti

Il 58,09% del capitale sociale al 31 dicembre 2018 era controllato dalla Sorgente SpA, attraverso 4 fondi e 2 società, il 17,66% dal Fondo Pensioni per il personale dell'ex Banca di Roma, il 6,08% dall'Associazione Nazionale di Previdenza ed Assistenza a Favore dei Ragionieri e Periti Commerciali e il 18,17% da altri azionisti.

**Table 3 - Gli azionisti**



Source: NOVA RE

Il 58,09% di proprietà della Sorgente è suddiviso tra il Fondo Tiziano Comparto San Nicola (25,57%), Fondo Donatello Comparto Tulipano (14,23%), Fondi Donatello Comparto Puglia Due (11,28%), Fondo Tintoretto Comparto Akroteiron (2,61%), la società Saites Srl (4,38%) e la società Dancalia 4 Srl (0,02%).

#### 3.1 La breve storia

La storia della società nella configurazione attuale, è molto breve. Il 14 dicembre 2015 Sorgente SGR SpA (Con il comparto Akroterion del Fondo Italiano Immobiliare di tipo chiuso multicomparto denominato Tintoretto) e Aedes SIIQ S.p.A. hanno stipulato un contratto preliminare vincolante per l'acquisto da parte dell'Offerente di tutte le azioni di NOVA RE detenute da Aedes SIIQ S.p.A. Le parti hanno dato esecuzione al preliminare di vendita in data 29 dicembre 2015 ai sensi del quale Sorgente SGR ha acquistato da Aedes n. 10.839.151 Azioni rappresentative dell'80,29% del capitale sociale di NOVA RE. Il corrispettivo pagato è stato pari ad € 2,80 mln, per una valorizzazione complessiva della società pari a €3,48 mln.

Nel corso del 2016 viene completata la squadra di manager che nel maggio 2017 delibera un aumento di capitale per complessivi €87,5 mln (di cui €21,7 mln per cassa).

Nel febbraio 2018 il CdA approva il piano industriale 2018 – 2024 che prevede investimenti prevalenti nel settore della Hospitality (hotel, case di cura, residenze per anziani etc) ed i cui effetti saranno visibili nei prossimi anni. Il piano prevede inoltre la valorizzazione del portafoglio attuale che sarà gradualmente dismesso (la vendita dell'immobile di Via Vittor Pisani a Milano e l'acquisizione di tre immobili a destinazione alberghiera siti a Bologna, Verona e Vicenza vanno in questo senso).



#### 4. Le norme e le regole delle SIIQ

Riportiamo di seguito le norme che regolano l'ammissione al regime speciale delle SIIQ prevede alcuni requisiti. Tra questi quelli:

- **soggettivi:**
  - Società costituita in forma di S.p.A.
  - Residenza nel territorio dello Stato italiano ovvero in uno Stato UE (relativamente e limitatamente in tale caso alle stabili organizzazioni italiane che svolgono in via prevalente l'attività di locazione immobiliare);
  - Status di società quotata nei mercati regolamentati italiani o degli Stati UE o SEE inclusi nella "white list";
- **statutari:**
  - Regole in materia di investimenti;
  - Limiti alla concentrazione dei rischi su investimenti e controparti;
  - Limite massimo di leva finanziaria, a livello individuale e di gruppo;
- **di struttura partecipativa;**
  - Requisito del controllo: nessun socio deve possedere, direttamente o indirettamente, più del 60% dei diritti di voto nell'Assemblea Ordinaria e più del 60% dei diritti di partecipazione agli utili;
  - Requisito del flottante: almeno il 25% delle azioni deve essere detenuto da Soci che non possiedono al momento dell'esercizio dell'opzione, direttamente o indirettamente, più del 2% dei diritti di voto nell'Assemblea Ordinaria e più del 2% dei diritti di partecipazione agli utili (requisito non richiesto per le società già quotate);
- **oggettivi**
  - Esercizio in via prevalente dell'attività di locazione immobiliare, condizione verificata da due indici: (i) Asset test: immobili destinati all'attività di locazione, partecipazioni in altre SIIQ o SIINQ, partecipazioni in fondi immobiliari e in SICAF immobiliari qualificati almeno pari all'80% dell'attivo patrimoniale; (ii) Profit test: ricavi provenienti dall'attività di locazione, proventi da SIIQ o SIINQ, proventi da fondi immobiliari e SICAF immobiliari qualificati, plusvalenze realizzate su immobili destinati alla locazione, almeno pari all'80% delle componenti positive del conto economico;
  - obbligo in ciascun esercizio di distribuire ai soci (i) almeno il 70% dell'utile netto derivante dall'attività di locazione immobiliare, dal possesso di partecipazioni in SIIQ/SIINQ ed in SICAF e fondi immobiliari qualificati (quale risultante dal Conto Economico del relativo bilancio di esercizio) se l'utile complessivo disponibile per la distribuzione è pari o superiore all'utile della gestione esente, ovvero (ii) almeno il 70% dell'utile complessivo di esercizio disponibile per la distribuzione, se questo è inferiore all'utile derivante dall'attività di locazione e dal possesso delle partecipazioni in SIIQ, SIINQ e fondi o SICAF immobiliari qualificati (cd "gestione esente");
  - obbligo di distribuire, nei due esercizi successivi a quello di realizzo, il 50% dei proventi rinvenienti dalle plusvalenze nette realizzate su immobili destinati alla locazione e su partecipazioni in SIIQ, SIINQ e fondi o SICAF immobiliari qualificati.

## 5. I risultati del 2018

I risultati del 2018 non sono direttamente confrontabili con quelli dell'anno precedente, considerato che la società ha iniziato ad operare nel mese di agosto del 2017. I dati del FY18 tengono inoltre conto della vendita dell'immobile di Via Vittor Pisani sito in Milano ad un prezzo di €32 mln con una plusvalenza di €1,2 mln. Di seguito riportiamo il commento ai dati.

I ricavi da locazione hanno raggiunto nel 2018 €6,78 mln (erano €2,63 mln nel FY17), mentre il net operating margin (ovvero il margine dei ricavi da attività di locazione al netto dei costi operativi immobiliari) ha raggiunto €5,30 mln (€2,17 mln nel FY17).

L'Ebitda e l'Ebit (misurato prima delle rivalutazioni nette degli immobili) hanno raggiunto €2,79 mln e €5,25 mln rispettivamente (erano €1,1 mln e €3,6 mln nel FY17), mentre l'Ebitda margin si è attestato al 41,2% e 78,1% rispettivamente (42,1% e 137,6% nel FY17) rispettivamente.

**Table 5 – Il Conto economico del 2018 e del 2017 (\*)**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>
Rent	2,63	6,78
Costs	0,46	1,48
<b>Net Operating Income</b>	<b>2,17</b>	<b>5,30</b>
COGS	0,54	2,23
Employees	0,19	0,95
Provisions	0,08	0,32
Other Costs/Revenues	0,25	0,99
<b>EBITDA</b>	<b>1,11</b>	<b>2,79</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>42,1%</i>	<i>41,2%</i>
Net revaluation of properties	2,52	2,51
D&A	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>3,62</b>	<b>5,30</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>137,6%</i>	<i>78,1%</i>
Net financial charges	2,52	3,41
<b>EBT</b>	<b>1,10</b>	<b>1,89</b>
Taxes	0,03	-0,04
<b>NET Income before third parties</b>	<b>1,08</b>	<b>1,93</b>
Third parties	0,02	0,00
<b>NET Income</b>	<b>1,05</b>	<b>1,93</b>
<i>Net Income Margin</i>	<i>40,0%</i>	<i>28,4%</i>

Source: NOVA RE. \*) la società è operativa da Agosto 2017

Gli effetti della vendita dell'immobile di Via Vittor Pisani a Milano sono ancora più evidenti sugli aggregati patrimoniali. Il capitale investito è sceso a €122,20 mln (da €146,17 del FY17), così come il patrimonio netto e i debiti finanziari netti, che raggiungono €67,10 mln (da €70,17 mln) e €55,10 mln (da €76,00 mln).

**Table 6 – Lo stato patrimoniale del 2018 e del 2017 (\*)**

<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>
Fixed Asset	<b>137,60</b>	<b>111,41</b>
Account receivable	8,00	9,30
Inventories	0,00	0,00
Account payable	0,00	0,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>8,00</b>	<b>9,30</b>
Other Receivable	1,40	0,90
Other Payable	0,00	0,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>9,40</b>	<b>10,20</b>
Other non current assets/liabilities	0,83	(0,59)
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>146,17</b>	<b>122,20</b>
Cash and Cash Equivalent	7,50	8,00
Short-Term Financial debt	2,60	2,90
ML Term Financial Debt	80,90	60,20
<b>Net Financial Position</b>	<b>76,00</b>	<b>55,10</b>
Share Capital	35,13	35,53
Reserves and Retained Profits	32,36	29,64
Net Profit	1,08	1,93
Third parties	1,60	0,00
<b>Equity</b>	<b>70,17</b>	<b>67,10</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>146,17</b>	<b>122,20</b>

Source: NOVA RE. \*) la società è operativa da Agosto 2017

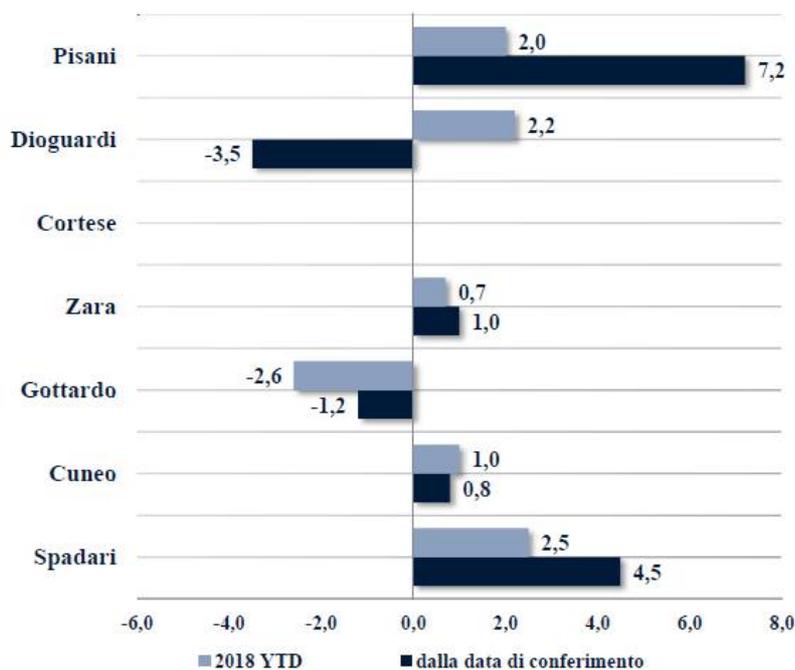
Nel 2018 il management ha lavorato intensamente per la valorizzazione del portafoglio. L'attività ha portato ad un aumento del valore degli immobili di €5,8 mln, pari al 4,2%, rispetto al 2017 (incluso gli effetti da rivalutazioni e svalutazioni da fair value, incrementi da capex e capital gain realizzati).

Dalla data di conferimento del portafoglio (agosto 2017) al dicembre 2018, la rivalutazione del portafoglio è stata di €8,8 mln.

Le operazioni del 2018 hanno portato le seguenti variazioni:

- per l'immobile di Milano Via Spadari si è registrato un incremento di valore, rispetto al 31 dicembre 2017, €2,5 mln alla luce del nuovo contratto di locazione sottoscritto nel mese di dicembre 2018. Contestualmente alla stipula del suddetto contratto, Nova Re e il conduttore OVS S.p.A. (di seguito anche "OVS") hanno concordato un incremento del canone di locazione e il riconoscimento a OVS di un capex contribution del valore di €1,1 mln a fronte dei lavori sostenuti a proprie spese per la riqualificazione del punto commerciale;
- per l'immobile di Milano Via Cuneo si è registrato un incremento di valore pari a €1 mln alla luce del nuovo contratto sottoscritto a dicembre 2018 e delle prospettive di riqualificazione dell'immobile;
- per l'immobile di Milano, Corso San Gottardo si è registrato un decremento del valore di mercato per €2,6 mln quale conseguenza della disdetta del contratto di locazione notificata dal conduttore nel dicembre 2018 e delle prospettive di nuova messa a reddito dell'immobile alla luce delle attuali condizioni di mercato della zona in oggetto;
- per l'immobile di Roma, Via Zara si è registrato un leggero incremento del valore di €0,7 mln legato alle negoziazioni in corso con il conduttore più rilevante (Ambasciata del Canada) e al prospettato intervento di riqualificazione dell'immobile – da eseguirsi nel 2019 - da parte di Nova Re;

- per l'immobile di Bari, Viale Saverio Dioguardi, si è registrato un incremento del valore di mercato di €2,2 mln dovuto principalmente all'aggiudicazione dell'indagine di mercato, indetta dal Ministero della Giustizia, per la ricerca di un immobile in locazione da destinare a sede del Tribunale di Bari e della Procura della Repubblica presso lo stesso, alla conseguente rilocazione dell'immobile e all'intervento di riqualificazione e valorizzazione dell'immobile dal costo di circa €3,5 mln di cui circa €1,2 mln effettuati da Nova Re nel 2018;
- per l'immobile di Roma, Via Cortese il valore di mercato è rimasto invariato.

**Table 7 – Le rivalutazioni del portafoglio**


Source: NOVA RE

### 5.1 Le fonti di finanziamento

La capogruppo nel dicembre 2017 ha perfezionato con Unicredit S.p.a. un finanziamento ipotecario di complessivi €74,5 mln, di durata quinquennale (scadenza 29/12/2022), su una porzione consistente del portafoglio immobiliare (88% a fine 2018).

Il tasso di interesse su base annua applicato da Unicredit al finanziamento è pari all'Euribor 6 mesi + uno spread pari al 2,50%. Il finanziamento è accompagnato da clausole standard – anche di garanzia – per operazioni di analoga natura e importo, con impegni finanziari da verificarsi semestralmente, tra i quali:

- LTV, sia riferito all'intero portafoglio immobiliare sia riferito ai singoli immobili, pari o minore al 70% fino a dicembre 2019 e al 65% da gennaio 2020 fino alla data di scadenza;
- ISCR (rapporto tra EBITDA e gli interessi netti) superiore a 1.35x.

Le risorse acquisite hanno consentito il riscatto anticipato degli immobili in precedenza oggetto di contratti di locazione finanziaria, riconducendo la proprietà diretta degli assets nell'ambito del patrimonio aziendale.

La nuova struttura finanziaria consente la generazione di un flusso annuo di cassa positivo garantendo la liquidità necessaria per assicurare un payout ratio soddisfacente per gli azionisti.

Nel corso del 2018 è stata rimborsata anticipatamente la quota di debito relativa all'immobile di Milano in via V. Pisani, per un ammontare di euro 20 mln.

**Table 8 – Net Financial Position (Dati in € mln)**

<b>Net Financial Position (€m data)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>
Cash and equivalents	-7,50	-8,00
Short term debt	2,60	2,30
Other current financial liabilities	0,00	0,60
<b>Current net financial position</b>	<b>-4,90</b>	<b>-5,10</b>
Long term debt	80,90	59,20
Other non current financial liabilities	0,00	1,00
<b>Non current financial position</b>	<b>80,90</b>	<b>60,20</b>
<b>Net Financial Position (Debt)</b>	<b>76,00</b>	<b>55,10</b>

Source: NOVA RE

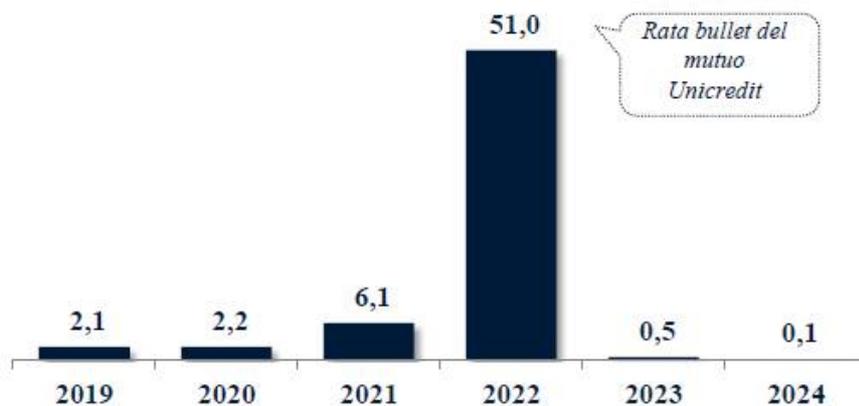
Il debito residuo del mutuo ipotecario al 31 dicembre 2018 è pari €55 mln al netto degli effetti del costo ammortizzato, di cui €1,29 mln entro l'esercizio e €53,87 mln oltre l'esercizio.

La variazione significativa rispetto al 31 dicembre 2017 riguarda:

- il rimborso di €1 mln del mutuo Unicredit come da piano di ammortamento contrattuale avvenuto nel corso dell'esercizio;
- il rimborso anticipato in data 31 luglio 2018 del mutuo Unicredit per €20 mln, in accordo con le clausole contrattuali, contestualmente alla vendita dell'immobile sito in Milano, Via Pisani 19;
- il rimborso dei mutui di Cortese Immobiliare per €0,44 mln.

La durata residua del debito è pari a 3,9 anni, il loan to value è il 55,6%, il costo del debito inclusi i costi di hedging ammonta a 2,97 bps e la copertura hedging è pari all'86%.

Di seguito riportiamo il profilo per scadenza:

**Table 9 – La scadenza del debito**


Source: NOVA RE

## 5.2 Il Piano Industriale 2018 - 2024

Il 14 febbraio 2018 il Consiglio di Amministrazione di NOVA RE ha approvato il nuovo Piano Industriale 2018-2024 finalizzato a riposizionare la Società nel segmento dell'hospitality, attraverso operazioni di rafforzamento patrimoniale volte a cogliere le chance di sviluppo delle condizioni favorevoli di mercato connesse anche alla estensione dei PIR alle società immobiliari.

Il Piano presenta una focus su immobili a destinazione prevalentemente ricettiva: hotel, residenze sanitarie assistenziali (Rsa), residenze studentesche, senior housing, al fine di realizzare investimenti connotati da redditività in linea con le aspettative degli investitori anche in termini di profilo rischio/rendimento.

La Società continua, inoltre, a considerare opportunità d'investimento in altre asset class, facendo leva sulle competenze presenti in-house al fine di sfruttare le opportunità di creazione di valore che dovessero venire dal mercato.

Le prospettive di rendimento riteniamo saranno legate a un parametro di cap rate medio lordo complessivo del portafoglio immobiliare che a regime sarà del 5,5 - 6% in funzione della rischiosità, con asset di bassa stagionalità perché in prevalenza localizzati nelle principali città italiane (Roma, Milano, Venezia, Firenze, Bari, Torino), già a reddito e affidati a operatori di primario standing.

Riteniamo che il ricorso alla leva finanziaria sarà contenuta, con un "loan to value" obiettivo intorno al 40% (nell'intorno di quello attuale). Il piano prevede anche l'eventuale opportunità di conversione di immobili a destinazione d'uso diversa, con operazioni di re-development che potrebbero offrire maggiori prospettive di crescita dei rendimenti.

## 5.3 L'operazione Hotel alla Salute Srl

Dando corpo all'esecuzione del Piano Industriale 2018 – 2024, il 27 dicembre 2018, il CdA di NOVA RE ha deliberato un aumento di capitale in natura in via scindibile e progressiva in tre tranches con esclusione del diritto d'opzione per un massimo di €10,8 mln comprensivo di sovrapprezzo mediante l'emissione di 1,970.804 azioni ordinarie al prezzo di €5,48 che sarà liberato da parte di Hotel alla Salute S.r.l. e Alberghi Internazionali S.r.l. mediante separati conferimenti di una quota di proprietà pari al 46,352% circa dei tre complessi immobiliari a destinazione alberghiera siti in Verona, Bologna (località Zola Predosa) e Vicenza (gli "Immobili"),

periziati dall'esperto indipendente Duff & Phelps REAG S.p.A. Nella stessa data, NOVA RE ha sottoscritto con Hotel alla Salute S.r.l. gli atti notarili di conferimento e compravendita della piena proprietà dell'Immobile di Verona al prezzo complessivo di €7,5 la cui efficacia è sospensivamente condizionata:

- al mancato esercizio del diritto delle minoranze nel termine previsto dall'art. 2443, comma 4 del codice civile;
- all'ottenimento dei finanziamenti bancari da parte della Società per un importo almeno pari al corrispettivo in danaro complessivo da pagare ai venditori per i tre Immobili.

Al verificarsi delle condizioni sospensive:

- NOVA RE emetterà in favore di Hotel alla Salute S.r.l. n. 634.379 nuove azioni ordinarie al prezzo di €5,48 per azione, per complessivi €3.47 mln a fronte del conferimento della quota di comproprietà del 46,352% circa dell'Immobile di Verona;
- l'atto di compravendita prevede, inter alia, l'acquisto da parte della Società della restante quota di comproprietà del 53,648% circa dell'Immobile di Verona, a fronte del riconoscimento di un prezzo in favore di Hotel alla Salute S.r.l. complessivamente pari ad €4.02 mln, di cui €1 mln anticipato da NOVA RE il 27 dicembre stesso, e la restante parte da corrispondere al verificarsi delle condizioni sospensive. NOVA RE ha la facoltà, in assenza dell'ottenimento dei menzionati finanziamenti bancari entro il 10 maggio 2019 e ove Hotel alla Salute S.r.l. non restituisca l'anticipo di €1 mln entro il 20 maggio 2019, di derogare alla relativa condizione sospensiva perfezionando comunque l'acquisizione dell'Immobile di Verona (in tal caso il saldo prezzo sarà corrisposto in parte mediante accollo del debito gravante sull'Immobile di Verona e per la restante parte in danaro). Si rammenta che l'atto di compravendita dell'Immobile di Verona prevede il riconoscimento a favore del venditore Hotel alla Salute S.r.l. di un earn out massimo di €1,35 mln al verificarsi di alcune condizioni, riguardanti e l'adeguamento del canone minimo garantito della locazione del medesimo Immobile.

In pari data NOVA RE, in qualità di locatore, e SHG Verona S.r.l., in qualità di conduttore, hanno stipulato un contratto di locazione dell'Immobile di Verona, la cui efficacia è a sua volta sospensivamente condizionata all'efficacia degli atti traslativi della proprietà dell'Immobile di Verona in capo a Nova Re, della durata di 18 anni con rinnovo automatico di 9 anni in 9 anni (con rinuncia del conduttore alla disdetta alla prima scadenza), e con canone annuo pari al 18% del fatturato annuo lordo dell'azienda alberghiera che sarà condotta nell'Immobile di Verona, con un canone annuo minimo garantito pari:

- per i primi tre anni ad €0,45 mln;
- a decorrere dal quarto anno, pari alla media aritmetica dei canoni annui effettivamente percepiti nel triennio precedente, fermo restando che in ogni caso non potrà essere inferiore a quello del triennio precedente.

La stipula degli atti di conferimento e di compravendita degli Immobili di Bologna e di Vicenza e dei relativi contratti di locazione dovrà avvenire entro il 30 maggio 2019 (corrispondente al termine per la liberazione dell'aumento in natura). In data 10 maggio 2019 sono stati perfezionati gli atti di conferimento e compravendita del complesso immobiliare a destinazione alberghiera di Verona (vedi comunicato stampa del 10 maggio 2019).

## 6. La valutazione

Nella metodologia estimativa italiana la destinazione ordinaria rappresenta la destinazione più frequente in un dato segmento di mercato. In presenza di due o più destinazioni per l'immobile oggetto della stima, la valutazione non può prescindere dal considerare eventuali destinazioni alternative, e in particolare la destinazione che assicura all'immobile il suo highest and best use (HBU), cioè la destinazione maggiormente redditizia in termini di valore o di reddito di trasformazione.

L'idea alla base di questo concetto è che il valore di un immobile dipende dal suo uso più produttivo e che questo può non coincidere con l'uso al quale l'immobile è attualmente destinato. L'highest and best use è un uso potenziale dell'immobile, ma deve essere legalmente ammesso, fisicamente possibile, finanziariamente conveniente e massimamente produttivo, capace cioè di generare il più elevato beneficio.

Per trovare l'highest and best use è necessaria un'accurata indagine dei vincoli giuridici, urbanistici e finanziari che gravano sul bene, nonché lo studio attento della domanda ed offerta concorrenziale.

I procedimenti di stima sono generalmente schemi concettuali, modelli logici, modelli matematici o modelli statistici volti alla previsione e attraverso i quali si giunge alla formulazione quantitativa della valutazione. Lo scopo del procedimento di stima è quello di conferire il massimo grado di obiettività e di verificabilità sia ai dati elementari sia alle relazioni logico matematiche.

I tre approcci classici alla stima immobiliare sono:

- **Il metodo del confronto di mercato** (o Market Comparison Approach). Il metodo di mercato è quello più noto e diffuso e quello applicato dagli International Valuation Standards per la stima del valore di mercato degli immobili;
- **Il metodo del costo** (o Cost Approach). Il metodo del costo viene spesso impiegato per stabilire il valore di immobili senza mercato o con mercato ridotto e per motivazioni legate alle stime di inventario, contabili, assicurative, dei danni, per divisioni ereditarie, ecc;
- **Il metodo finanziario o di capitalizzazione del reddito** (o Income Capitalisation Approach). Il metodo finanziario può essere impiegato se l'immobile da valutare genera dei flussi monetari e dipende dalla stima del costo opportunità del capitale (per stimare il quale è possibile impiegare il Build-up Approach, il modello RER e il modello di ponderazione dei rischi).

Abbiamo condotto la valutazione di NOVA RE sulla base del metodo finanziario, ponderando opportunamente il rischio allo scopo di calcolare il tasso di sconto.

I rischi considerati sono stati:

- **il rischio inflattivo**, ovvero la possibilità di disdetta del contratto all'aumentare dei costi di locazione dovuti all'inflazione;
- **il rischio contesto**. Dipende dal rango della città (ossia dal suo posizionamento all'interno di una graduatoria), dalla posizione del bene all'interno del contesto urbano e dalle caratteristiche intrinseche del mercato immobiliare della zona, l'efficienza delle infrastrutture e dei servizi ecc;

- **il rischio property.** Dipende da aspetti tipologici e qualitativi del bene, dalla sua fungibilità (ossia dagli usi alternativi) e da fattori esterni condizionanti, quali ipoteche, azioni legali pendenti e diritti reali gravanti sul bene;
- **Rischio locatario.** Il rischio connesso ad un rendimento locativo dipende dall'affidabilità finanziaria del locatario e, se l'immobile può essere locato a più conduttori, dal numero dei conduttori.
- **Rischio assicurabile** è legato alla possibilità che eventi esogeni di particolare gravità (come le calamità naturali) possano determinare danni alla struttura. Questo rischio viene definito assicurabile in quanto vi è la possibilità, da parte dell'investitore, di coprirsi da esso attraverso la stipula di contratti assicurativi;
- **Rischio finanziario.** Si divide tra rischio generale, legato all'andamento e alle condizioni dei mercati finanziari e specifico, ossia determinato dalla struttura finanziaria propria del progetto di investimento;
- **Rischio di sistema.** Si manifesta a livello di mercato locale nel quale è inserito l'immobile ed è composto dal rischio ambientale, relativo cioè all'evoluzione demografica ed economica dell'area-mercato, e dal rischio normativo, che fa invece riferimento ai cambiamenti all'interno del quadro normativo (anche fiscale) che possono condizionare le vendite e le locazioni;
- **Rischio di gestione.** Il bene immobile può essere venduto o gestito direttamente dal proprietario dello stesso. In entrambi i casi comunque, affinché l'opera generi dei flussi di cassa operativi positivi che rispettino le attese, è necessaria una buona gestione della stessa;
- **Il rischio politico, rischio paese e di cambio.** Queste tre categorie di rischio vanno considerate solo in casi particolari. Il rischio politico deve essere considerato nel caso in cui l'immobile sia sito in un Paese che offre scarsa stabilità dei governi.

Per ciascuno degli immobili in portafoglio, abbiamo calcolato diverse classi di rischio con la medesima ponderazione. Per ciascuno immobili è stato quindi utilizzato un tasso di sconto diverso.

**Table 10 – Il calcolo del grado di rischio complessivo e del tasso di sconto**

Grado di rischio delle singole classi	Milano Via Spadari	Milano Via Cuneo	Milano C.so San Gottardo	Roma Via Zara	Roma Via Cortese	Bari Via Dioguardi	Ponderazione
Rischio inflattivo	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	15%
Rischio contesto	2,00	4,00	5,00	6,00	10,00	20,00	20%
Rischio property	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	15%
Rischio locatario	1,00	3,00	3,00	3,00	1,00	1,00	0%
Rischio assicurabile	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0%
Rischio finanziario	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	10%
Rischio sistema	1,00	4,00	4,00	4,00	4,00	7,00	10%
Rischio gestione	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00	5,00	10%
Rischio cambio, politico, paese	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	20%
<b>Grado di rischio complessivo</b>	<b>1,75%</b>	<b>2,45%</b>	<b>2,65%</b>	<b>2,95%</b>	<b>3,75%</b>	<b>6,35%</b>	<b>1,000</b>
Risk free	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	
<b>Tasso di sconto</b>	<b>3,76%</b>	<b>4,46%</b>	<b>4,66%</b>	<b>4,96%</b>	<b>5,76%</b>	<b>8,36%</b>	

Source: elaborazione Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un valore netto del portafoglio immobiliare di €66,43 mln.

**Table 11 – Il NAV del portafoglio – Income Capitalisation Approach**

Immobili	Canone (€ mln)	Valore (€ mln)
Milano, Via Spadari, 2	1,45	38,69
Milano, Via Cuneo	1,13	25,23
Milano C.so San Gottardo	1,01	21,60
Roma, Via Zara	0,64	12,89
Roma, Via Cortese	0,59	10,17
Bari, Viale S. Dioguardi	1,08	12,95
<b>Totale</b>		<b>121,53</b>
Debiti finanziari netti (31/12/2018)		-55,10
<b>NAV del portafoglio</b>		<b>66,43</b>

Source: elaborazione Integrae SIM

### 6.1 I multipli di mercato

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di NOVA RE, ma con una capitalizzazione maggiore. Abbiamo quindi effettuato la valutazione prendendo come riferimento i multipli medi di alcuni comparables Italiani ed esteri.

**Table 12 – I comparables**

Company	EV/EBITDA				EV/EBIT				P/E			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
COIMA RES S.p.A.	20,5	21,1	20,7	20,5	9,8	14,7	17,2	19,7	9,0	17,8	16,2	14,3
Immobiliare Grande Distribuzione SIIQ S.p.A.	16,5	15,4	15,3	14,3	19,3	16,7	16,1	15,5	9,4	8,4	8,0	7,9
Aedifica	26,2	20,5	18,0		26,1	19,9	17,5		20,6	18,1	16,5	
Cofinimmo SA	24,9	23,1	22,1	20,5	24,9	23,0	22,0	20,5	17,6	17,0	16,4	15,7
Covivio SA	50,3	43,7	42,8	40,2	37,2	28,4	28,3	31,7	19,1	18,4	17,8	16,9
Icade SA	22,0	21,8	21,0	19,7	28,2	22,1	21,5	33,0	16,8	14,8	14,3	13,3
TLG Immobilien AG	25,4	23,6	22,2	20,7	25,6	23,3	21,9	20,5	20,4	16,5	15,8	14,0
<b>Average</b>	<b>26,5</b>	<b>24,2</b>	<b>23,2</b>	<b>22,7</b>	<b>24,5</b>	<b>21,2</b>	<b>20,6</b>	<b>23,5</b>	<b>16,1</b>	<b>15,8</b>	<b>15,0</b>	<b>13,7</b>

Source: elaborazione Integrae SIM

Della tabella sopra riportata, abbiamo preso in esame solamente il multiplo EV/Ebit. Crediamo infatti che l'Ebit sia maggiormente rappresentativo della reale redditività delle società immobiliari la cui forma giuridica sia quella di SIIQ (o similari estere).

Il valore di NOVA RE calcolato attraverso la metodologia dei multipli risulta pari a €70,78 mln.

### 6.2 La valutazione media

L'equity value medio di NOVA RE risulta quindi pari a €68,6 mln, vale a dire €6,61 per azione. **Iniziamo pertanto la copertura di NOVA RE con un target price di €6,61, una raccomandazione Buy, e un rischio medio.**

Il nostro target price implica un potenziale upside del 60,1% rispetto al prezzo del 10 maggio.

**Table 13 – Equity Value**

<b>Calcolo Equity Value (€ mln data)</b>	
Income Capitalisation Approach	66,4
Multipli	70,8
<b>Equity Value medio</b>	<b>68,6</b>
<b>Equity Value medio per azione</b>	<b>6,61</b>

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, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists 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 list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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

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.