UPDATE

EQUITY RESEARCH

SIM INTEGRÆ

Siav

Euronext Growth Milan | ECM&BPO | Italy

Produzione 08/04/2024, h. 18:30
Pubblicazione 09/04/2024, h. 07:00

Rating
BUY
unchanged

Target Price
€ 6,80
prev. € 7,10

Risk
Medium

Upside potential
178,6%

Stock performance relative to FTSE Italia Growth

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	32,09	39,50	46,55	53,50
EBITDA	5,34	8,00	10,25	12,50
EBIT	0,91	3,20	5,35	7,50
Net Profit	(0,46)	1,65	3,45	5,30
NFP	19,64	18,46	14,16	7,46
EBITDA margin	*15,8%*	*20,0%*	*21,8%*	*23,1%*
EBIT margin	*2,7%*	*8,0%*	*11,4%*	*13,9%*
Net Profit margin	*-1,3%*	*4,1%*	*7,3%*	*9,8%*

Stock Data	
Price	€ 2,44
Target price	€ 6,80
Upside/(Downside) potential	178,6%
Ticker	SIAV IM
Market Cap (€/mln)	€ 22,38
EV (€/mln)	€ 42,02
Free Float	18,22%
Share Outstanding	9.170.625
52-week high	€ 4,60
52-week low	€ 2,20
Average daily volumes (3 months)	1.664

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-8,6%	-20,0%	-33,2%	-25,2%
to FTSE Italia Growth	-7,5%	-17,7%	-33,3%	-11,2%
to Euronext STAR Milan	-11,7%	-21,9%	-48,1%	-22,8%
to FTSE All-Share	-11,3%	-31,4%	-56,7%	-49,8%
to EUROSTOXX	-11,1%	-32,4%	-55,5%	-41,8%
to MSCI World Index	-10,8%	-29,9%	-53,4%	-48,7%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	7,9x	5,3x	4,1x	3,4x
EV/EBIT	46,3x	13,1x	7,9x	5,6x
P/E	n/a	13,6x	6,5x	4,2x

FY23A Results

I ricavi si attestano pari a € 32,09 mln, in diminuzione dell'1,4% rispetto al FY22A (€ 32,54 mln). L'EBITDA si attesta a € 5,34 mln, rimanendo sostanzialmente in linea con il livello dell'esercizio concluso nel FY22A, pari a € 5,83 mln. L'EBITDA margin del FY23A, calcolato sul valore della produzione, è pari al 15,8%, rispetto ad un dato al FY22A pari al 17,3%. L'EBIT risulta pari a € 0,91 mln, in diminuzione rispetto al valore del FY22A, pari a € 1,76 mln. Con riferimento al Net Income, il Gruppo ha registrato un valore pari a € - 0,46 mln. A livello patrimoniale, la NFP passa da € 16,51 mln del FY22A a € 19,64 mln del FY23A. A livello patrimoniale stimiamo per il FY26E una NFP di debito pari a € 7,46 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 40,00 mln ed un EBITDA pari a € 8,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,00 mln (CAGR 23A-26E: 16,8%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 12,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,1%), in crescita rispetto a € 5,34 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 15,8%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Siav 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 € 64,0 mln. L'*equity value* di Siav utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 60,7 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 62,3 mln. Il target price è di € 6,80, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	32,54	32,09	39,50	46,55	53,50
Other Revenues	1,21	1,78	0,50	0,50	0,50
Value of Production	**33,75**	**33,88**	**40,00**	**47,05**	**54,00**
COGS	0,43	0,46	0,50	0,55	0,60
Services	10,29	9,94	12,90	15,10	17,20
Use of Asset owned by others	0,36	0,38	0,40	0,40	0,40
Employees	16,66	17,55	18,00	20,50	23,00
Other Operating Costs	0,19	0,21	0,20	0,25	0,30
EBITDA	**5,83**	**5,34**	**8,00**	**10,25**	**12,50**
EBITDA Margin	*17,3%*	*15,8%*	*20,0%*	*21,8%*	*23,1%*
D&A	4,07	4,43	4,80	4,90	5,00
EBIT	**1,76**	**0,91**	**3,20**	**5,35**	**7,50**
EBIT Margin	*5,2%*	*2,7%*	*8,0%*	*11,4%*	*13,9%*
Financial Management	(0,75)	(1,26)	(1,10)	(1,10)	(1,10)
EBT	**1,01**	**(0,35)**	**2,10**	**4,25**	**6,40**
Taxes	0,15	0,10	0,45	0,80	1,10
Net Income	**0,86**	**(0,46)**	**1,65**	**3,45**	**5,30**

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	**29,14**	**32,50**	**32,70**	**32,30**	**31,30**
Account receivable	11,52	11,55	13,70	16,00	18,20
Inventories	1,12	2,12	2,50	2,90	3,30
Account payable	9,85	9,59	12,30	14,40	16,40
Operating Working Capital	**2,80**	**4,08**	**3,90**	**4,50**	**5,10**
Other receivable	4,70	4,09	4,95	5,80	6,60
Other payable	7,74	9,29	9,70	11,30	12,90
Net Working Capital	**(0,24)**	**(1,11)**	**(0,85)**	**(1,00)**	**(1,20)**
Severance Indemnities & Other Provisions	1,90	1,81	1,80	2,10	2,30
NET INVESTED CAPITAL	**26,99**	**29,58**	**30,05**	**29,20**	**27,80**
Share Capital	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
Reserves	9,31	10,09	9,63	11,28	14,73
Net Income	0,86	(0,46)	1,65	3,45	5,30
Equity	**10,48**	**9,94**	**11,59**	**15,04**	**20,34**
Cash & Cash Equivalent	7,24	2,23	1,54	2,84	7,04
Short Term Financial Debt	4,70	6,98	6,50	6,00	5,50
M/L Term Financial Debt	19,06	14,89	13,50	11,00	9,00
Net Financial Position	**16,51**	**19,64**	**18,46**	**14,16**	**7,46**
SOURCES	**26,99**	**29,58**	**30,05**	**29,20**	**27,80**

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	0,91	3,20	5,35	7,50
Taxes	0,10	0,45	0,80	1,10
NOPAT	**0,80**	**2,75**	**4,55**	**6,40**
D&A	4,43	4,80	4,90	5,00
Change in NWC	**0,87**	**(0,26)**	**0,15**	**0,20**
Change in receivable	(0,02)	(2,15)	(2,30)	(2,20)
Change in inventories	(1,00)	(0,38)	(0,40)	(0,40)
Change in payable	(0,26)	2,71	2,10	2,00
Change in others	2,16	(0,44)	0,75	0,80
Change in provisions	(0,09)	(0,01)	0,30	0,20
OPERATING CASH FLOW	**6,01**	**7,28**	**9,90**	**11,80**
Capex	(7,79)	(5,00)	(4,50)	(4,00)
FREE CASH FLOW	**(1,78)**	**2,28**	**5,40**	**7,80**
Financial Management	(1,26)	(1,10)	(1,10)	(1,10)
Change in Financial debt	(1,89)	(1,87)	(3,00)	(2,50)
Change in equity	(0,08)	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	**(5,01)**	**(0,69)**	**1,30**	**4,20**

Source: Siav and Integrae SIM estimates

Company Overview

Siav è un'azienda di software costituita nel 1989 a Rubano (PD) da Alfieri Voltan, attuale Presidente del Consiglio di Amministrazione, leader nel settore dell'Enterprise Content Management (ECM) e del Business Process Outsourcing (BPO). La Società è al vertice di un gruppo internazionale presente in particolare sul mercato italiano. L'offerta del Gruppo si articola in tre segmenti: offerta di software proprietari per la gestione documentale, software proprietari e soluzioni verticali e servizi in ambito Business Process Outsourcing. Il segmento relativo ai software proprietari per la gestione documentale si concretizza principalmente nell'offerta dei software proprietari Archiflow, Silloge e Catflow, sviluppati internamente da Siav, che aiutano i clienti ad implementare progetti di *digital transformation* molto evoluti ed innovativi; il secondo segmento si basa sull'offerta di piattaforme software proprietarie e soluzioni verticali affini alla gestione documentale come Checker – piattaforma proprietaria per il Quality & Audit Management –, Revo – piattaforma in ambito HSE per la gestione della sicurezza negli ambienti di lavoro –, MyCreditService – piattaforma fintech per la gestione dei servizi finanziari digitali – , cruscotti SAP per l'integrazione del ciclo attivo e passivo di fatturazione e relativi adempimenti amministrativi - fiscali, nonché soluzioni dedicate al mondo Healthcare; infine, il terzo segmento riguarda servizi in *outsourcing* di dematerializzazione e conservazione sostitutiva dei documenti, gestiti tramite una soluzione proprietaria (Virgilio) e fatturazione elettronica B2B erogata attraverso il Portale dei servizi Siav Services Hub.

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

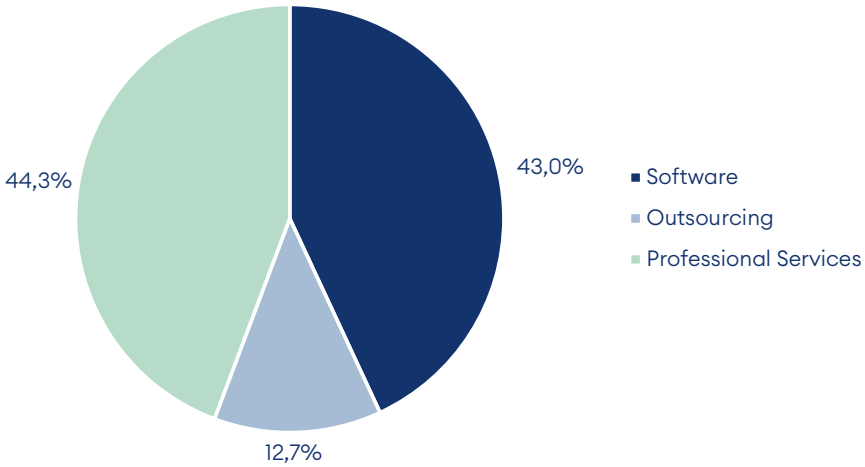
€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	32,09	5,34	15,8%	0,91	(0,46)	19,64
FY23E	35,50	5,65	15,4%	1,45	0,65	18,02
Change	-9,6%	-5,6%	0,4%	-37,4%	n.m.	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il CEO di Siav Nicola Voltan, commentando i risultati annuali, dichiara: *"Il 2023 è stato un anno di transizione che si inserisce nel percorso di trasformazione previsto. I cambiamenti sono stati concentrati nel garantire una struttura organizzativa che sappia rispondere efficacemente alle sfide future e produrre margini adeguati, soprattutto in un contesto di mercato mutevole ed incerto come l'anno appena trascorso. Completamento degli investimenti nella nuova piattaforma software, rafforzamento della struttura di partner e alleanze, concentrazione sull'offerta sono stati gli elementi su cui ci siamo concentrati, in linea con il nuovo modello di business. La focalizzazione su ciò che porta valore, unitamente ad una recente operazione di efficientamento dei costi, ci porrà nelle condizioni di affrontare serenamente e con successo le nuove sfide nel nostro mercato di riferimento".*

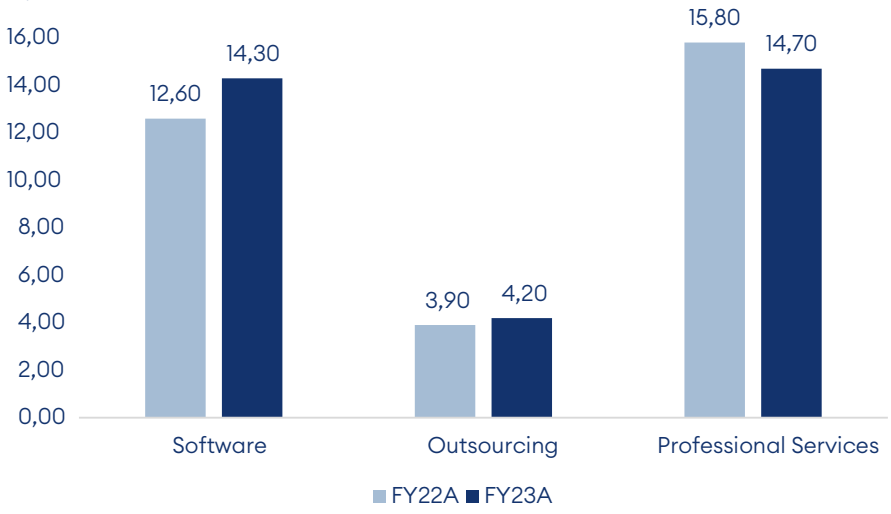
Durante l'esercizio appena concluso, i ricavi si attestano pari a € 32,09 mln, in diminuzione dell'1,4% rispetto al FY22A (€ 32,54 mln). L'inflessione registrata è imputabile allo slittamento nei primi mesi dell'anno di alcuni progetti PNRR riguardanti il segmento sanitario, riconducibili alla linea di business PAL (Pubblica Amministrazione Locale). Nel corso del FY23A, il Gruppo ha, però, attuato un piano strategico maggiormente focalizzata allo sviluppo delle linee di business con maggiore marginalità.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY BUSINESS LINE FY23A



Source: Integrae SIM

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BUSINESS LINE FY22A VS FY23A



Source: Integrae SIM

Come evidenziato dai grafici, la componente Software, che rappresenta il 43,0% del totale dei ricavi, è in crescita rispetto all'esercizio precedente, raggiungendo un valore pari a € 14,30 mln rispetto ai € 12,60 del FY22A. Importante anche l'apporto della componente Professional Services, che totalizza € 14,70 mln, pesando per il 44,3% sui ricavi complessivi. Si evidenzia che la flessione dell'8,0% della componente rispetto all'esercizio precedente, deriva esclusivamente dalla decisione del Gruppo di non rinnovare i contratti con bassa marginalità, focalizzandosi sui segmenti con maggior valore aggiunto. Inoltre, la componente Outsourcing passa da € 3,90 mln nel FY22A a € 4,20 mln nel FY23A (+8,0%), rappresentando il 12,7% del totale.

Il valore della produzione generato nel corso del FY23A risulta pari a € 33,88 mln e risulta in linea con l'anno precedente (€ 33,75 mln). Si segnala che il valore della produzione comprende € 0,60 mln di contributi in conto esercizio per attività di R&D, rispetto a € 1,30 mln del 2022. La significativa riduzione del credito di imposta ricerca e sviluppo è stata causata congiuntamente da minori investimenti in R&D e dal dimezzamento delle aliquote riconosciute dalla normativa vigente.

L'EBITDA si attesta a € 5,34 mln, rimanendo sostanzialmente in linea con il livello dell'esercizio concluso nel FY22A, pari a € 5,83 mln. L'EBITDA *margin* del FY23A, calcolato sul valore della produzione, è pari al 15,8%, rispetto ad un dato al FY22A pari al 17,3%. La riduzione è riconducibile al cambiamento della normativa nel corso del 2023 per il calcolo dei contributi in conto di esercizio per la sezione R&D. Come precedentemente riportato, il dimezzamento delle aliquote applicabili, da unirsi alla riduzione degli investimenti in sviluppo software, hanno concorso ad un minore valore dell'EBITDA. Al netto di ciò, infatti, il risultato del FY23A sarebbe stato pari a € 6,40 mln, totalizzando un valore maggiore rispetto all'EBITDA registrato nel FY22A (€ 5,83 mln).

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per complessivi € 4,43 mln, risulta pari a € 0,91 mln, in diminuzione rispetto al valore del FY22A, pari a € 1,76 mln. Ne risulta un EBIT *margin* che passa dal 5,2% del FY22A al 2,7% del periodo analizzato. Con riferimento al Net Income, il Gruppo ha registrato un valore pari a € - 0,46 mln, in peggioramento rispetto al valore dell'esercizio precedente, pari a € 0,86 mln. Il risultato negativo è riconducibile alle società controllate, che non avendo ancora terminato il processo di start-up stanno riscontrando difficoltà a generare un'adeguata redditività.

A livello patrimoniale, la NFP passa da € 16,51 mln del FY22A a € 19,64 mln del FY23A. La NFP è stata impattata negativamente da minori disponibilità liquide da imputarsi sia all'attività di investimento, sia alla nuova organizzazione interna che ha trasferito la gestione dei contratti di AM OnPrem all'ufficio Inside Sales di nuova costituzione. La nuova organizzazione, divenuta operativa nel mese di settembre 2023, ha posticipato il rinnovo e la fatturazione di tutti i contratti di AM OnPrem all'inizio del 2024.

Si segnala che nel corso dell'esercizio la nuova piattaforma Connect (nella sua configurazione per la PA denominata Silloge) è andata LIVE presso il più importante Istituto di Promozione Italiano. Si stima che entro il secondo semestre del 2024, la piattaforma verrà rilasciata presso una delle più importanti istituzioni finanziarie italiane. Inoltre, SIAV si è aggiudicata quattro lotti della Gara CONSIP per l'affidamento di servizi applicativi e di supporto in ambito di sanità digitale per le PA del SSN. La commessa sarà da completarsi entro la fine del 2024, per un valore tra gli € 8,00 mln e i € 10,00 mln.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
VoP			
New	40,00	47,05	54,00
Old	42,95	48,05	n/a
Change	*-6,9%*	*-2,1%*	*n/a*
EBITDA			
New	8,00	10,25	12,50
Old	8,90	12,25	n/a
Change	*-10,1%*	*-16,3%*	*n/a*
***EBITDA* %**			
New	20,0%	21,8%	23,1%
Old	20,7%	25,5%	n/a
Change	*-0,7%*	*-3,7%*	*n/a*
EBIT			
New	3,20	5,35	7,50
Old	4,40	7,55	n/a
Change	*-27,3%*	*-29,1%*	*n/a*
Net Income			
New	1,65	3,45	5,30
Old	3,15	5,85	n/a
Change	*-47,6%*	*-41,0%*	*n/a*
NFP			
New	18,46	14,16	7,46
Old	15,17	8,97	n/a
Change	*n/a*	*n/a*	*n/a*

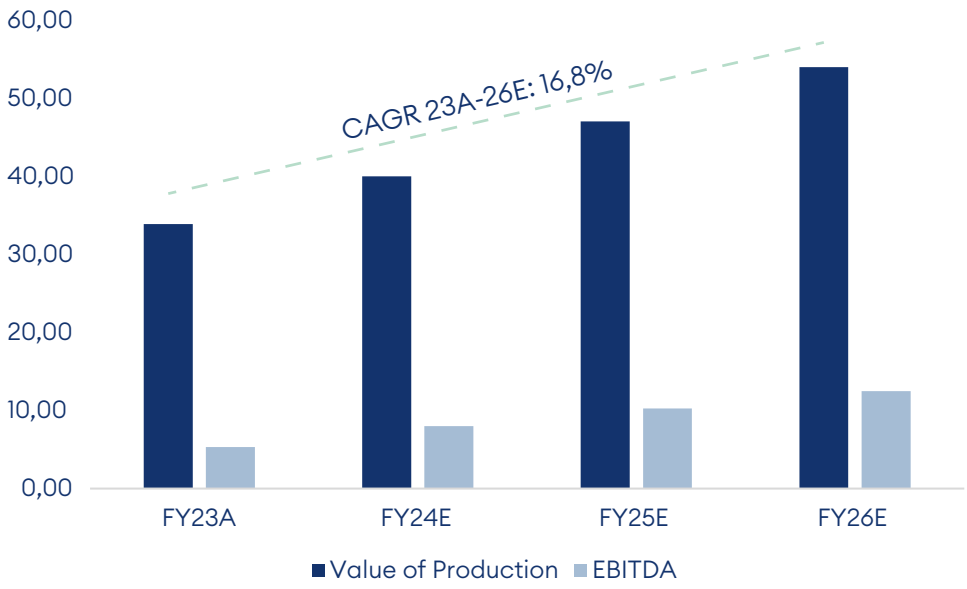
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 40,00 mln ed un EBITDA pari a € 8,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,00 mln (CAGR 23A-26E: 16,8%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 12,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 23,1%), in crescita rispetto a € 5,34 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 15,8%).

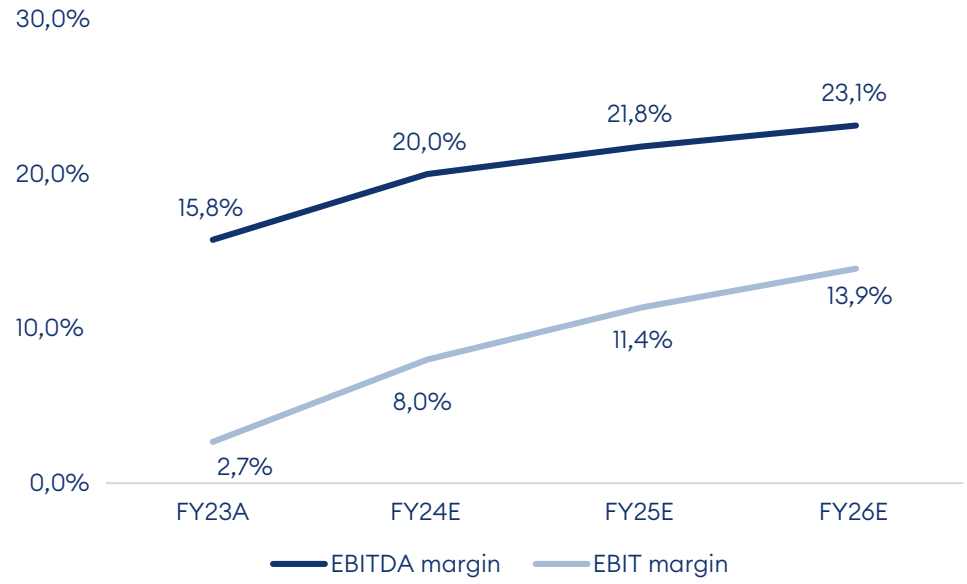
A livello patrimoniale stimiamo per il FY26E una NFP di debito pari a € 7,46 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY23A-26E



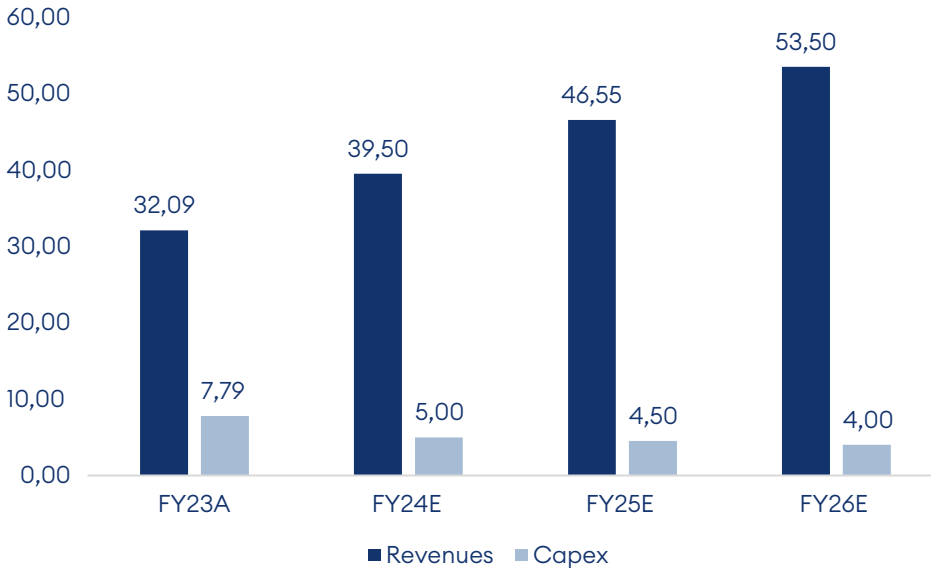
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY23A-26E



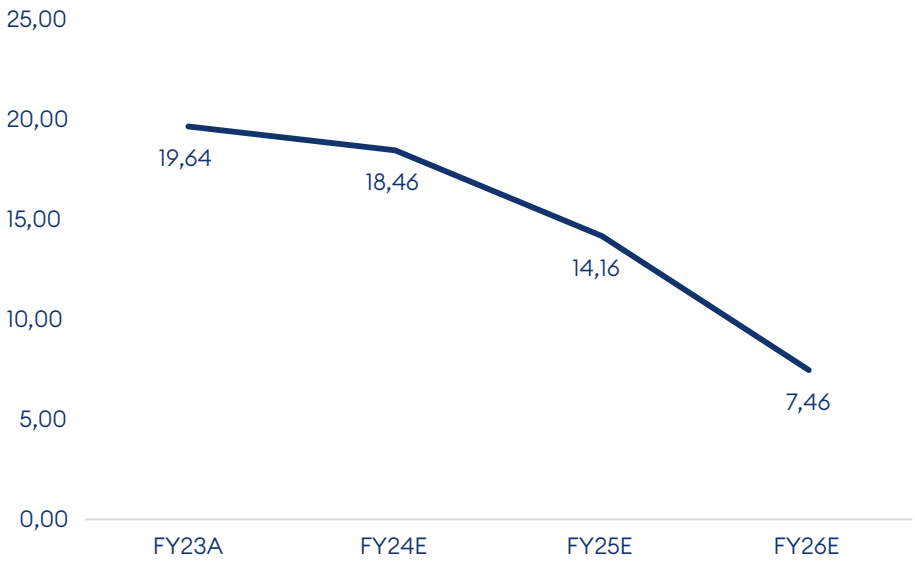
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY23A-26E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			8,00%
D/E **150,00%**	Risk Free Rate **3,14%**	β Adjusted **1,42**	α (specific risk) **2,50%**
K_d **3,00%**	Market Premium **7,81%**	β Relevered **1,63**	K_e **16,74%**

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,00%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	11,4	14%
TV actualized DCF	72,2	86%
Enterprise Value	**83,6**	**100%**
NFP (FY23A)	19,6	
Equity Value	**64,0**	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 64,0 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC						
	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
Growth Rate (g)							
3,0%	131,4	112,3	97,5	85,7	76,0	67,9	61,1
2,5%	113,9	98,9	86,9	77,1	68,9	62,0	56,1
2,0%	100,4	88,2	78,3	70,0	63,0	57,0	51,8
1,5%	89,6	79,5	71,1	64,0	57,9	52,6	48,0
1,0%	80,7	72,2	65,0	58,8	53,5	48,8	44,7
0,5%	73,3	66,0	59,8	54,4	49,6	45,4	41,7
0,0%	67,1	60,7	55,2	50,4	46,2	42,4	39,1

Source: Integrae SIM

Market multiples

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

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Box Inc.	8,9 x	8,0 x	6,6 x	10,2 x	8,9 x	7,3 x	11,4 x	10,0 x	8,1 x
NTT Data Corp.	8,0 x	7,4 x	6,2 x	15,2 x	14,2 x	11,8 x	17,4 x	15,4 x	13,7 x
Esker SA	18,9 x	14,9 x	12,7 x	28,2 x	21,2 x	16,8 x	35,1 x	26,6 x	22,1 x
Objective Corp. Ltd.	15,2 x	13,7 x	9,8 x	19,7 x	17,2 x	13,8 x	21,0 x	19,4 x	17,1 x
Workday Inc.	18,5 x	15,6 x	13,1 x	20,9 x	17,4 x	14,5 x	26,0 x	22,1 x	18,6 x
Peer median	**15,2 x**	**13,7 x**	**9,8 x**	**19,7 x**	**17,2 x**	**13,8 x**	**21,0 x**	**19,4 x**	**17,1 x**

Source: Infinancials

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	121,60	140,43	122,50
EV/EBIT	63,04	92,02	103,50
P/E	34,65	66,93	90,63
Equity Value			
EV/EBITDA	91,20	105,32	91,88
EV/EBIT	47,28	69,02	77,63
P/E	25,99	50,20	67,97
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	72,74	91,16	84,42
EV/EBIT	28,82	54,86	70,17
P/E	25,99	50,20	67,97
Average	**42,52**	**65,40**	**74,19**

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Siav è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un ***equity value* di € 60,7 mln**.

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	**62,3**
Equity Value DCF (€/mln)	64,0
Equity Value multiples (€/mln)	60,7
Target Price (€)	**6,80**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 62,3 mln. **Il *target price* è quindi di € 6,80 (prev. € 7,10). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	15,4 x	10,2 x	8, x	6,6 x
EV/EBIT	90,3 x	25,6 x	15,3 x	10,9 x
P/E	n/a	37,8 x	18,1 x	11,8 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	7,9x	5,3x	4,1x	3,4x
EV/EBIT	46,3x	13,1x	7,9x	5,6x
P/E	n/a	13,6x	6,5x	4,2x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
06/10/2023	3,65	Buy	7,10	Medium	Update
01/12/2023	3,03	Buy	7,10	Medium	Breaking News

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee

any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%

U.R.	Rating e/o target price Under Review
N.R.	Stock Not Rated

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or directly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- *It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Siav SpA;*
- *It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Siav SpA;*
- *In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.*