

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 02.10.2025, h. 18:30
 Pubblicazione | 03.10.2025, h. 07:00

Siav

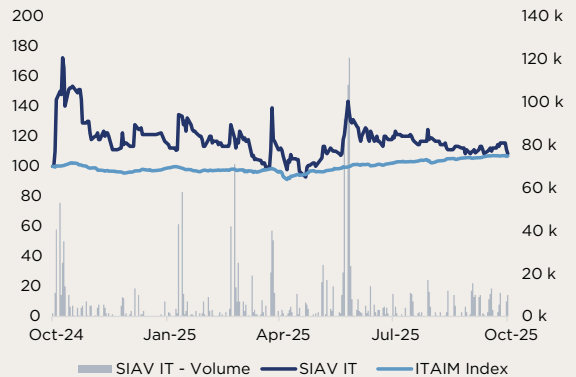
Euronext Growth Milan | ECM&BPO | Italy

<p>Rating</p> <p>BUY</p> <p>unchanged</p>	<p>Target Price</p> <p>€ 5,35</p> <p>prev. € 6,30</p>
--	--

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA	6,3x	5,1x	4,3x	3,4x
EV/EBIT	29,1x	17,4x	10,6x	6,6x
P/E	n/a	21,6x	8,5x	4,7x
NFP/EBITDA	3,3x	2,5x	1,8x	1,0x

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	33,91	35,50	39,90	44,80
EBITDA	6,27	7,75	9,20	11,45
EBIT	1,35	2,25	3,70	5,95
Net Income	(1,49)	0,85	2,15	3,90
Net Financial Position	20,88	19,56	16,45	11,70
EBITDA margin	18,5%	21,8%	23,1%	25,6%
EBIT margin	4,0%	6,3%	9,3%	13,3%
Net income margin	n.m.	2,4%	5,4%	8,7%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 2,00
Target price	€ 5,35
Upside/(Downside) potential	167,7%
Ticker - Bloomberg Code	SIAV IM
Market Cap (€/mln)	€ 18,36
EV (€/mln)	€ 39,23
Free Float (% on ordinary shares)	18,29%
Shares Outstanding	9.179.637
52-week high	€ 3,24
52-week low	€ 1,67
Average Daily Volumes (3 months)	4.144

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,0%	-9,7%	-2,5%	8,3%
to FTSE Italia Growth	-1,0%	-14,4%	-13,1%	1,4%
to Euronext STAR Milan	-0,7%	-12,6%	-13,7%	3,1%
to FTSE All-Share	-1,5%	-18,4%	-14,5%	-18,8%
to EUROSTOXX	-4,0%	-15,4%	-7,4%	-4,3%
to MSCI World Index	-3,5%	-17,5%	-19,2%	-8,0%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROA	2,6%	4,2%	6,7%	10,0%
ROIC	-5,0%	2,9%	7,7%	14,4%
ROE	-17,4%	9,0%	18,6%	25,2%
Current Ratio	0,7x	0,8x	0,9x	1,1x

Source: FactSet

1H25A Results

Nel 1H25A il Gruppo ha registrato un Valore della Produzione di € 17,15 mln (+3,0% vs € 16,69 mln), sostenuto dall'avvio dei progetti PNRR nella PA. L'EBITDA è pari a € 3,75 mln (+22,5% vs € 3,06 mln), con un EBITDA margin al 21,9% (vs 18,3%). L'EBIT si attesta a € 1,07 mln (vs € 0,73 mln), con un EBIT margin del 6,3%. Il Net Income torna positivo a € 0,40 mln (vs € -0,48 mln), beneficiando del miglioramento operativo e di componenti non ricorrenti, tra cui la plusvalenza su Mitric S.r.l. La NFP migliora a € 17,58 mln di debito (da € 20,88 mln a fine FY24A), con riduzione dei debiti di breve e medio-lungo termine.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore della produzione FY25E pari a € 35,50 mln ed un EBITDA pari a € 7,75 mln, corrispondente a una marginalità del 21,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 44,80 mln (CAGR 24A-27E: 9,7%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 11,45 mln (corrispondente a una marginalità del 25,6%), in crescita rispetto a € 6,27 mln del FY24A (pari al 18,5% di EBITDA *margin*). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP di debito pari a € 11,70 mln. 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 € 49,9 mln. L'equity value di Siav utilizzando i market multiples risulta essere pari € 48,4 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 49,2 mln. Il target price è di € 5,35, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	32,09	33,65	35,00	39,40	44,30
Other revenues	1,78	0,27	0,50	0,50	0,50
Value of Production	33,88	33,91	35,50	39,90	44,80
COGS	0,46	0,35	0,20	0,25	0,30
Services	9,94	9,86	9,00	10,00	10,90
Use of asset owned by others	0,38	0,32	0,35	0,35	0,35
Employees	17,55	16,86	18,00	19,80	21,50
Other operating costs	0,21	0,26	0,20	0,30	0,30
EBITDA	5,34	6,27	7,75	9,20	11,45
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,8%</i>	<i>18,5%</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,1%</i>	<i>25,6%</i>
D&A	4,43	4,92	5,50	5,50	5,50
EBIT	0,91	1,35	2,25	3,70	5,95
<i>EBIT Margin</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>9,3%</i>	<i>13,3%</i>
Financial management	(1,26)	(2,60)	(1,10)	(0,90)	(0,80)
EBT	(0,35)	(1,25)	1,15	2,80	5,15
Taxes	0,10	0,24	0,30	0,65	1,25
Net Income	(0,46)	(1,49)	0,85	2,15	3,90
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)					
	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	32,50	33,62	32,10	30,60	29,10
Account receivable	11,55	10,81	11,30	12,70	14,20
Inventories	2,12	1,88	2,50	2,70	2,90
Account payable	9,59	9,85	9,65	10,70	11,65
Operating Working Capital	4,08	2,85	4,15	4,70	5,45
Other receivable	4,09	2,99	3,50	3,80	4,00
Other payable	9,29	8,52	9,20	9,40	9,60
Net Working Capital	(1,11)	(2,69)	(1,55)	(0,90)	(0,15)
Severance & other provisions	1,81	1,51	1,60	1,70	1,80
NET INVESTED CAPITAL	29,58	29,42	28,95	28,00	27,15
Share capital	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
Reserves	10,09	9,72	8,24	9,09	11,24
Net Income	(0,46)	(1,49)	0,85	2,15	3,90
Equity	9,94	8,54	9,39	11,55	15,45
Cash & cash equivalents	2,23	2,69	3,94	5,05	9,30
Short term financial debt	6,98	7,13	7,00	6,50	7,00
M/L term financial debt	14,89	16,43	16,50	15,00	14,00
Net Financial Position	19,64	20,88	19,56	16,45	11,70
SOURCES	29,58	29,42	28,95	28,00	27,15

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	1,35	2,25	3,70	5,95
Taxes	0,24	0,30	0,65	1,25
NOPAT	1,11	1,95	3,05	4,70
D&A	4,92	5,50	5,50	5,50
Change in NWC	1,58	(1,14)	(0,65)	(0,75)
<i>Change in receivable</i>	<i>0,74</i>	<i>(0,49)</i>	<i>(1,40)</i>	<i>(1,50)</i>
<i>Change in inventories</i>	<i>0,24</i>	<i>(0,62)</i>	<i>(0,20)</i>	<i>(0,20)</i>
<i>Change in payable</i>	<i>0,26</i>	<i>(0,20)</i>	<i>1,05</i>	<i>0,95</i>
<i>Change in others</i>	<i>0,34</i>	<i>0,17</i>	<i>(0,10)</i>	<i>(0,00)</i>
Change in provisions	(0,30)	0,09	0,10	0,10
OPERATING CASH FLOW	7,31	6,40	8,00	9,55
Capex	(6,03)	(3,98)	(4,00)	(4,00)
FREE CASH FLOW	1,28	2,42	4,00	5,55
Financial Management	(2,60)	(1,10)	(0,90)	(0,80)
Change in Financial debt	1,69	(0,06)	(2,00)	(0,50)
Change in equity	0,09	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,45	1,26	1,10	4,25

Source: Siav Historical Data 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.

1H25A Results

TABLE 2 - 1H24A VS 1H25A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H25A	16,22	3,75	21,9%	1,07	0,40	17,58
1H24A	16,12	3,06	18,3%	0,73	(0,48)	20,88*
Change	0,7%	22,5%	3,5%	46,0%	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

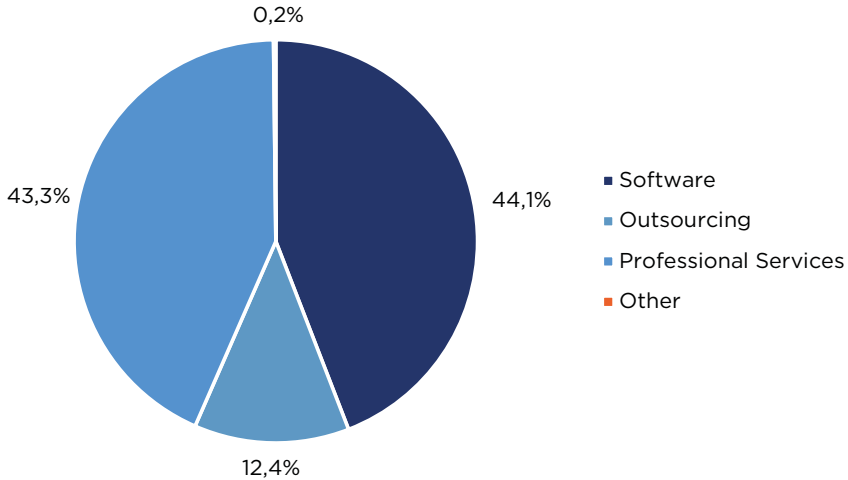
*NFP al 31/12/2024

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Il primo semestre 2025 ha visto i primi frutti rispetto alle strategie delineate di riorganizzazione aziendale, focalizzazione sul modello di business ed efficientamento gestionale, ancora in fase di consolidamento. Ci tengo a ricordare alcuni importanti avvenimenti intercorsi in questi primi mesi del 2025, come: la costituzione della nuova società Siav Connect FZE con sede a Dubai e funzionale alla gestione delle operations che riguardano i mercati MEA (Middle - East and Africa); l’approvazione del primo Bilancio di Sostenibilità di Siav relativo al 2024, che rappresenta una testimonianza del nostro impegno a generare valore condiviso per persone, comunità e ambiente; la più recente delibera di emissione di un prestito obbligazionario, finalizzata a concludere operazioni di finanza straordinaria strategiche per lo sviluppo del business in linea con le opportunità di mercato e le linee di crescita programmate. Possiamo guardare al futuro con ottimismo, fiduciosi di dare soddisfazione a tutti gli stakeholders, confidando di poter diventare un player di primo piano anche nel contesto delle soluzioni cloud native sia in ambito pubblico sia privato.”.*

Alla fine del primo semestre 2025, il Valore della Produzione del Gruppo ammonta a € 17,15 mln, in crescita del 3,0% rispetto ai € 16,69 mln registrati nello stesso periodo del 2024. L’incremento, seppur contenuto, riflette principalmente l’avvio di importanti progetti legati al PNRR nell’ambito della Pubblica Amministrazione, che hanno sostenuto la dinamica dei ricavi da servizi. Nel dettaglio, i ricavi delle vendite e prestazioni si attestano a € 16,80 mln, in aumento del 2,0% rispetto ai € 16,40 mln del 1H24A, mentre i contributi R&S risultano in flessione a € 0,15 mln (da € 0,24 mln), a fronte di un incremento degli altri ricavi (€ 0,20 mln contro € 0,05 mln nel 1H24A)

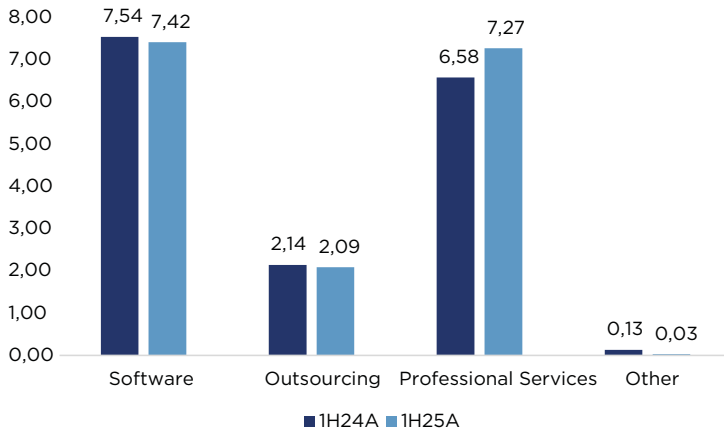
Nel 1H25A la linea Software si conferma la principale area di business del Gruppo, con ricavi pari a € 7,42 mln (44,1% del totale), in lieve calo del 2,0% rispetto al 1H24A. L’andamento sostanzialmente stabile riflette da un lato i risultati positivi della migrazione dei clienti verso la piattaforma Archiflow Nova, superiori alle attese, e dall’altro il forte interesse riscontrato per la nuova piattaforma Connect, la cui concreta traduzione in ordini richiede tempi più lunghi trattandosi di progetti destinati a grandi clienti. La linea Outsourcing, pari a € 2,09 mln (12,4% del totale), registra una flessione del 3,0% su base annua, legata al temporaneo ritardo nella gestione degli ordini a seguito del trasferimento delle attività presso un nuovo ufficio interno, ritardo che si prevede verrà recuperato nella seconda parte dell’anno. Al contrario, la linea Servizi evidenzia una crescita significativa, salendo a € 7,27 mln (+10,0%) e raggiungendo il 43,3% del totale, grazie soprattutto all’avvio di progetti PNRR in ambito Pubblica Amministrazione.

CHART 1 - REVENUES BREAKDOWN BY BUSINESS LINE 1H25A



Source: Integrae SIM

CHART 2 - REVENUES BREAKDOWN BY BUSINESS LINE 1H24A VS 1H25A



Source: Integrae SIM

Nel corso del primo semestre del 2025 l'EBITDA si attesta a € 3,75 mln, con un miglioramento del 22,5% rispetto ai € 3,06 mln del 1H24A. L'EBITDA margin si attesta al 21,9%, in crescita rispetto al 18,3% dello stesso periodo dell'esercizio precedente. Questo risultato riflette non solo l'aumento del fatturato, ma anche l'efficacia del percorso di riorganizzazione aziendale e delle iniziative di contenimento dei costi, attivate per rafforzare efficienza e redditività operativa nel medio termine.

L'EBIT al 30 giugno 2025 si attesta a € 1,07 mln (€ 0,73 mln nel 1H24A), dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 2,68 mln, registrando un EBIT margin del

6,3% (4,4% nel primo semestre 2024). L'aumento degli ammortamenti riflette gli investimenti e le attività di sviluppo sulle piattaforme software del Gruppo. Il Net Income torna positivo a € 0,40 mln (da € -0,48 mln), beneficiando del miglioramento operativo e di componenti non ricorrenti, tra cui la plusvalenza sulla cessione di Mitric S.r.l. e la riduzione di costi straordinari rispetto al semestre precedente.

A livello patrimoniale, la NFP migliora, passando da € 20,88 mln di debito al FY24A a € 17,58 mln nel 1H25A. La dinamica riflette la riduzione del debito finanziario corrente e di quello a medio-lungo termine: i debiti bancari a breve scendono a € 5,30 mln (da € 7,13 mln) e quelli a medio-lungo a € 6,33 mln (da € 8,23 mln).

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
VoP			
New	35,50	39,90	44,80
Old	38,30	43,00	47,25
<i>Change</i>	-7,3%	-7,2%	-5,2%
EBITDA			
New	7,75	9,20	11,45
Old	8,35	9,90	12,10
<i>Change</i>	-7,2%	-7,1%	-5,4%
EBITDA %			
New	21,8%	23,1%	25,6%
Old	21,8%	23,0%	25,6%
<i>Change</i>	0,0%	0,0%	-0,1%
EBIT			
New	2,25	3,70	5,95
Old	3,45	4,90	6,90
<i>Change</i>	-34,8%	-24,5%	-13,8%
Net Income			
New	0,85	2,15	3,90
Old	1,85	3,00	4,50
<i>Change</i>	-54,1%	-28,3%	-13,3%
NFP			
New	19,56	16,45	11,70
Old	21,46	18,50	13,35
<i>Change</i>	n/a	n/a	n/a

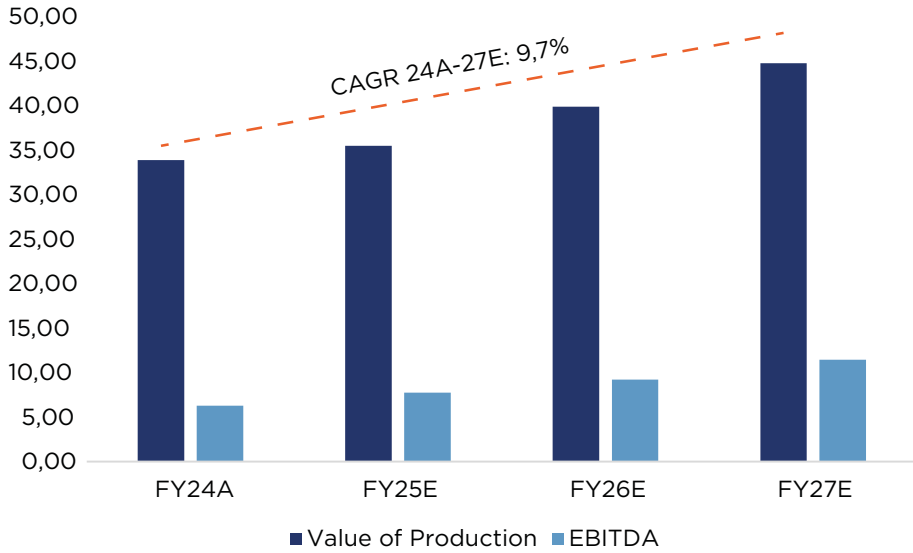
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un valore della produzione FY25E pari a € 35,50 mln ed un EBITDA pari a € 7,75 mln, corrispondente a una marginalità del 21,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 44,80 mln (CAGR 24A-27E: 9,7%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 11,45 mln (corrispondente a una marginalità del 25,6%), in crescita rispetto a € 6,27 mln del FY24A (pari al 18,5% di EBITDA *margin*).

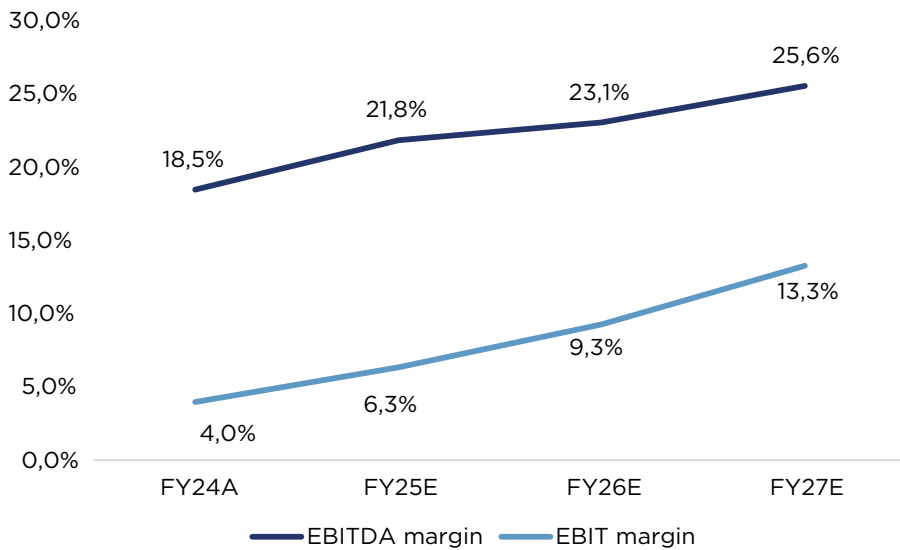
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP di debito pari a € 11,70 mln.

CHART 3 - VOP AND EBITDA FY24A - FY27E



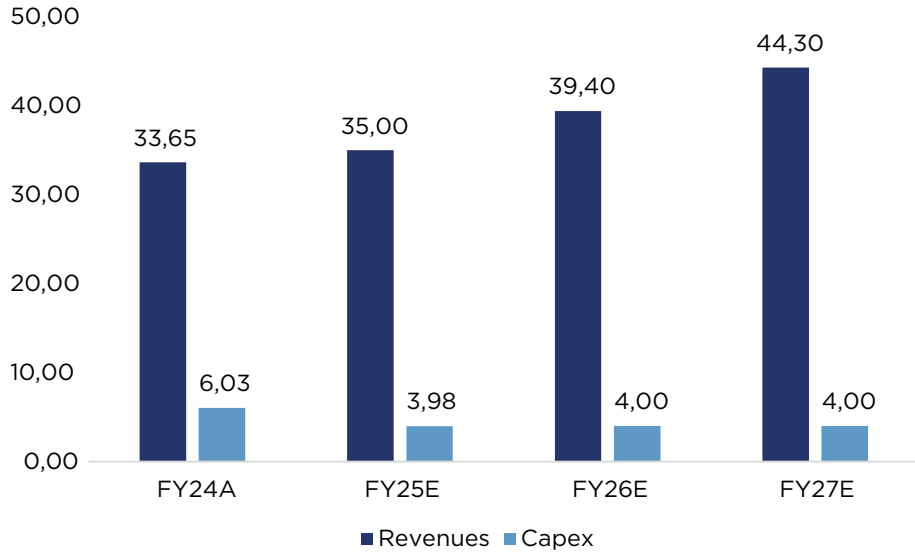
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN % FY24A- FY27E



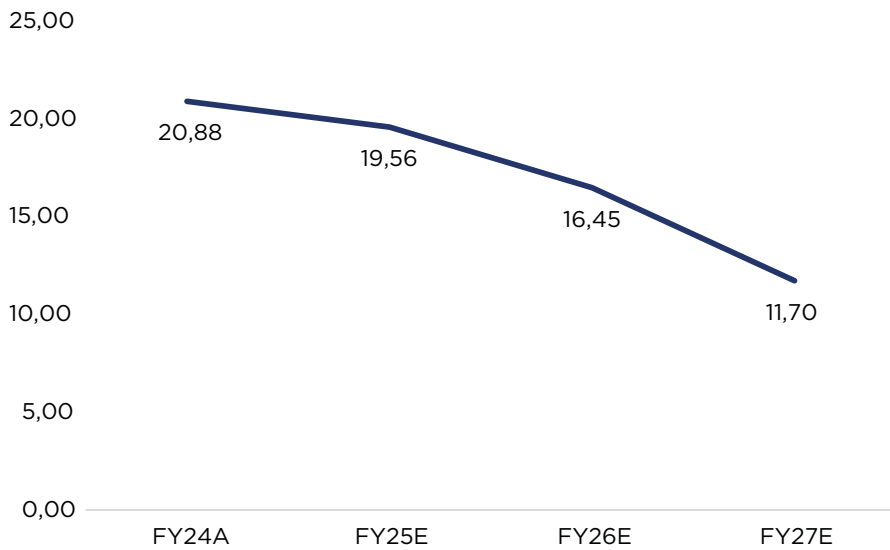
Source: Integrae SIM

CHART 5 - CAPEX FY24A - FY27E



Source: Integrae SIM

CHART 6 - NFP FY24A - FY27E



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			7,62%
D/E 233,33%	Risk Free Rate 2,55%	β Adjusted 2,05	α (specific risk) 2,50%
Kd 3,00%	Market premium 7,46%	β Relevered 2,57	Ke 20,34%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,62%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFE actualized	9,8	14%
TV actualized DCF	61,1	86%
Enterprise Value	70,8	100%
NFP (FY24A)	20,9	
Equity Value	49,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 49,9 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	
Growth Rate (g)	3,0%	112,6	94,4	80,6	69,8	61,1	53,9	48,0
	2,5%	95,5	81,6	70,7	61,9	54,7	48,6	43,5
	2,0%	82,6	71,6	62,7	55,4	49,3	44,1	39,6
	1,5%	72,5	63,5	56,1	49,9	44,7	40,2	36,3
	1,0%	64,3	56,9	50,6	45,3	40,8	36,8	33,4
	0,5%	57,6	51,3	46,0	41,4	37,4	33,9	30,8
	0,0%	52,0	46,6	42,0	37,9	34,4	31,3	28,5

Source: Integrae SIM

Market Multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Siav, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. 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		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Doxee S.p.A.	8,4 x	5,9 x	4,8 x	57,2 x	14,7 x	9,2 x	n/a	n/a	n/a
Box, Inc. Class A	14,9 x	13,3 x	11,7 x	16,0 x	14,4 x	12,7 x	25,1 x	22,2 x	19,0 x
Objective Corporation Limited	38,3 x	34,7 x	29,8 x	45,6 x	42,6 x	36,9 x	54,6 x	49,8 x	44,0 x
SPS Commerce, Inc.	15,8 x	13,9 x	11,5 x	18,4 x	14,5 x	12,5 x	25,8 x	22,7 x	19,3 x
Workday, Inc. Class A	19,8 x	16,6 x	13,7 x	21,0 x	18,1 x	14,7 x	27,1 x	22,8 x	18,7 x
Median	15,8 x	13,9 x	11,7 x	21,0 x	14,7 x	12,7 x	26,4 x	22,7 x	19,2 x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value			
EV/EBITDA	122,45	127,88	133,92
EV/EBIT	47,25	54,45	75,47
P/E	22,45	48,85	74,83
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	91,84	95,91	100,44
EV/EBIT	35,44	40,84	56,60
P/E	16,84	36,64	56,13
Equity Value			
EV/EBITDA	72,28	79,46	88,74
EV/EBIT	15,88	24,39	44,89
P/E	16,84	36,64	56,13
Average	35,00	46,83	63,25

Source: Integrae SIM

L'equity value di Siav è stato calcolato utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 48,4 mln.**

Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	49,2
Equity Value DCF (€/mln)	49,9
Equity Value Multiples (€/mln)	48,4
Target Price (€)	5,35

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 49,2 mln.

Il target price è quindi di € 5,35 (prev. € 6,30). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	11,2x	9,0x	7,6x	6,1x
EV/EBIT	51,9x	31,1x	18,9x	11,8x
P/E	n/a	21,6x	8,5x	4,7x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	6,3x	5,1x	4,3x	3,4x
EV/EBIT	29,1x	17,4x	10,6x	6,6x
P/E	n/a	21,6x	8,5x	4,7x

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, Alessia Di Florio and Giada Croci are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
09/10/2024	2,66	Buy	6,50	Medium	Update
23/04/2025	1,67	Buy	6,30	Medium	Update
07/05/2025	2,04	Buy	6,30	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 SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any

guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that he investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside \geq 7.5%	Upside \geq 10%	Upside \geq 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside \leq -5%	Upside \leq -5%	Upside \leq 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	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, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of 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.