EQUITY RESEARCH

UPDATE

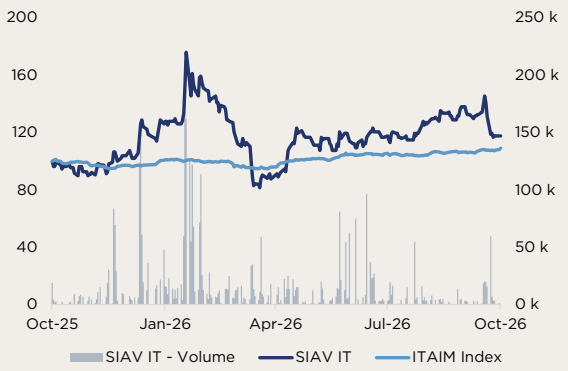
Produzione | 07.10.2026, h. 18:30
Pubblicazione | 08.10.2026, h. 07:00

Siav

Euronext Growth Milan | ECM&BPO | Italy

Rating	Target Price
BUY	€ 5,70
unchanged	unchanged

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Key Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/Sales	1,3x	1,2x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA	4,9x	4,5x	3,8x	3,4x
EV/EBIT	12,0x	10,0x	7,4x	6,1x
P/E	19,8x	11,6x	7,5x	5,8x
NFP/EBITDA	2,0x	1,5x	1,0x	0,5x

Key Financials (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Value of Production	36,41	38,50	44,80	49,25
EBITDA	9,27	10,15	11,90	13,25
EBIT	3,81	4,55	6,15	7,50
Net Income	1,38	2,35	3,65	4,70
Net Financial Position	18,24	15,58	11,78	6,78
EBITDA margin	*25,4%*	*26,4%*	*26,6%*	*26,9%*
EBIT margin	*10,5%*	*11,8%*	*13,7%*	*15,2%*
Net income margin	*3,8%*	*6,1%*	*8,1%*	*9,5%*

Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 2,54
Target price	€ 5,70
Upside/(Downside) potential	124,5%
Ticker - Bloomberg Code	SIAV IM
Market Cap (€/mln)	€ 27,36
EV (€/mln)	€ 45,60
Free Float (% on ordinary shares)	49,35%
Shares Outstanding	10.771.621
52-week high	€ 3,80
52-week low	€ 1,70
Average Daily Volumes (3 months)	6.030

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-14,8%	0,0%	34,4%	17,6%
to FTSE Italia Growth	-17,5%	-3,5%	20,6%	8,5%
to Euronext STAR Milan	-15,6%	-1,3%	21,2%	16,7%
to FTSE All-Share	-13,2%	3,3%	22,1%	0,0%
to EUROSTOXX	-12,9%	2,0%	24,2%	6,2%
to MSCI World Index	-15,4%	-2,5%	18,5%	2,1%

Source: FactSet

Main Ratios	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
ROA	7,5%	7,5%	9,9%	11,4%
ROIC	4,9%	7,4%	11,5%	15,0%
ROE	13,7%	14,4%	18,3%	19,1%
Current Ratio	0,8x	1,0x	1,1x	1,2x

Source: FactSet

1H26A Results

Nel 1H26A il Gruppo Siav ha registrato un Valore della Produzione pari a € 18,41 mln, in crescita del 7,3% rispetto ai € 17,15 mln del 1H25A, mentre i ricavi sono aumentati dell'8,5% a € 18,23 mln, sostenuti dall'avanzamento dei progetti PNRR nella Pubblica Amministrazione e dalla progressiva migrazione della base clienti verso Archiflow Nova. I Professional Services si confermano la principale area di attività, con ricavi pari a € 8,25 mln, mentre il Software raggiunge € 7,78 mln, beneficiando della crescita dei canoni ricorrenti. L'EBITDA si attesta a € 4,01 mln, in aumento del 6,9%, con un EBITDA margin sostanzialmente stabile al 21,8%. L'EBIT cresce del 18,4% a € 1,27 mln, con un EBIT margin in miglioramento al 6,9%, mentre il Net Income si riduce a € 0,24 mln, penalizzato da oneri straordinari netti. A livello patrimoniale, la NFP migliora a € 15,63 mln di debito rispetto ai € 18,24 mln di fine 2025.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati registrati nella relaizone semestrale per il 1H26A, confermiamo quasi integralmente le nostre precedenti stime per l'anno in corso e per i prossimi esercizi. In particolare, stimiamo un valore della produzione FY26E pari a € 38,50 mln e un EBITDA pari a € 10,15 mln, corrispondente a una marginalità del 26,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa raggiungere € 49,25 mln nel FY28E (CAGR FY25A-FY28E: 10,6%), con EBITDA pari a € 13,25 mln e un EBITDA margin del 26,9%. A livello patrimoniale, stimiamo per il FY28E una NFP pari a € 6,78 mln di debito, rispetto a € 15,58 mln attesi per il FY26E. 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 €64,8 mln. L'equity value di Siav utilizzando i market multiples risulta essere pari € 58,0 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 61,4 mln. Il target price è di € 5,70, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Revenues	33,31	35,71	38,00	44,30	48,75
Other revenues	0,60	0,70	0,50	0,50	0,50
Value of Production	**33,92**	**36,41**	**38,50**	**44,80**	**49,25**
COGS	0,35	0,24	0,30	0,30	0,30
Services	9,86	9,33	9,55	11,00	12,00
Use of asset owned by others	0,32	0,26	0,30	0,30	0,30
Employees	16,86	17,14	18,00	21,10	23,20
Other operating costs	0,26	0,18	0,20	0,20	0,20
EBITDA	**6,27**	**9,27**	**10,15**	**11,90**	**13,25**
EBITDA Margin	*18,5%*	*25,4%*	*26,4%*	*26,6%*	*26,9%*
D&A	4,92	5,46	5,60	5,75	5,75
EBIT	**1,35**	**3,81**	**4,55**	**6,15**	**7,50**
EBIT Margin	*4,0%*	*10,5%*	*11,8%*	*13,7%*	*15,2%*
Financial management	(2,60)	(1,90)	(1,30)	(1,10)	(1,00)
EBT	**(1,25)**	**1,91**	**3,25**	**5,05**	**6,50**
Taxes	0,24	0,52	0,90	1,40	1,80
Net Income	**(1,48)**	**1,38**	**2,35**	**3,65**	**4,70**

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Fixed Assets	**33,62**	**30,33**	**33,90**	**32,55**	**31,15**
Account receivable	12,23	13,85	14,20	15,80	17,20
Inventories	1,38	1,73	1,90	2,10	2,30
Account payable	9,19	9,27	9,90	10,50	11,10
Operating Working Capital	**4,43**	**6,31**	**6,20**	**7,40**	**8,40**
Other receivable	2,99	2,67	3,60	3,70	3,90
Other payable	10,10	9,73	10,05	10,15	10,25
Net Working Capital	**(2,69)**	**(0,75)**	**(0,25)**	**0,95**	**2,05**
Severance & other provisions	1,51	1,28	1,80	1,80	1,80
NET INVESTED CAPITAL	**29,42**	**28,31**	**31,85**	**31,70**	**31,40**
Share capital	0,31	0,31	0,36	0,36	0,36
Reserves	9,72	8,38	13,56	15,91	19,56
Net Income	(1,48)	1,38	2,35	3,65	4,70
Equity	**8,54**	**10,07**	**16,27**	**19,92**	**24,62**
Cash & cash equivalents	2,69	2,05	6,72	8,22	11,22
Short term financial debt	7,13	6,86	6,50	6,50	6,50
M/L term financial debt	16,43	13,42	15,80	13,50	11,50
Net Financial Position	**20,88**	**18,24**	**15,58**	**11,78**	**6,78**
SOURCES	**29,42**	**28,31**	**31,85**	**31,70**	**31,40**

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EBIT	**3,81**	**4,55**	**6,15**	**7,50**
Taxes	0,52	0,90	1,40	1,80
NOPAT	**3,28**	**3,65**	**4,75**	**5,70**
D&A	5,46	5,60	5,75	5,75
Change in NWC	**(1,94)**	**(0,50)**	**(1,20)**	**(1,10)**
Change in receivable	*(1,62)*	*(0,35)*	*(1,60)*	*(1,40)*
Change in inventories	*(0,35)*	*(0,17)*	*(0,20)*	*(0,20)*
Change in payable	*0,08*	*0,63*	*0,60*	*0,60*
Change in others	*(0,05)*	*(0,61)*	*(0,00)*	*(0,10)*
Change in provisions	(0,24)	0,53	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	**6,57**	**9,27**	**9,30**	**10,35**
Capex	(2,18)	(9,17)	(4,40)	(4,35)
FREE CASH FLOW	**4,40**	**0,11**	**4,90**	**6,00**
Financial Management	(1,90)	(1,30)	(1,10)	(1,00)
Change in Financial debt	(3,28)	2,02	(2,30)	(2,00)
Change in equity	0,14	3,85	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	**(0,64)**	**4,67**	**1,50**	**3,00**

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.

1H26A Results

CHART 1 – 1H25A VS 1H26A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY25A	18,23	4,01	21,8%	1,27	0,24	15,63
FY25E	16,22	3,75	21,9%	1,07	0,40	18,24*
Change	*12,4%*	*6,9%*	*-0,1%*	*18,3%*	*-39,7%*	*n/a*

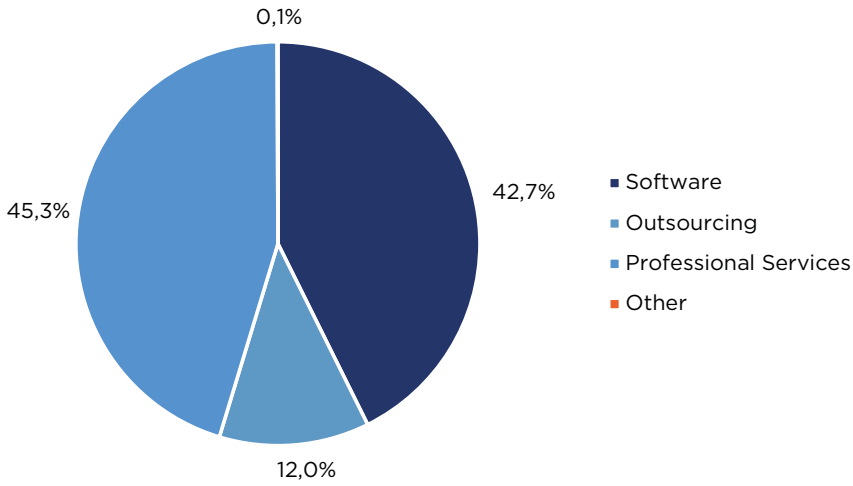
Source: Integrae SIM
*NFP al 31/12/2025

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati semestrali dichiara: *"Chiudiamo il semestre con ricavi in crescita dell'8,5% e un EBIT in aumento del 18,4%: la marginalità operativa netta cresce più del fatturato, ed è la prova che il percorso di efficientamento e riorganizzazione avviato negli esercizi precedenti sta continuando a produrre e consolidare risultati concreti. Abbiamo inoltre rafforzato in modo significativo la struttura finanziaria, con un indebitamento finanziario netto in calo di 2,6 milioni di Euro e una posizione di cassa che sale a 7,3 milioni di Euro, mentre l'aumento di capitale di maggio ha portato nel capitale investitori professionali italiani ed esteri. Su queste basi affrontiamo il secondo semestre con tre priorità: l'integrazione di IT Consult, il cui closing si è perfezionato a fine luglio, la crescita nei verticali a maggiore complessità, dove le nostre piattaforme cloud e AI esprimono il massimo valore e le attività di upselling relative ad Atacod, piattaforma AI che ha potenzialità di crescita molto rilevanti"*.

Nel 1H26A il Valore della Produzione del Gruppo si attesta a € 18,41 mln, in crescita del 7,3% rispetto ai € 17,15 mln del 1H25A, mentre i ricavi raggiungono € 18,23 mln, in aumento del 8,5% rispetto ai € 16,80 mln del periodo di confronto. La crescita è stata sostenuta dall'avanzamento dei progetti legati al PNRR nell'ambito della Pubblica Amministrazione e dalla progressiva migrazione della base clienti verso Archiflow Nova.

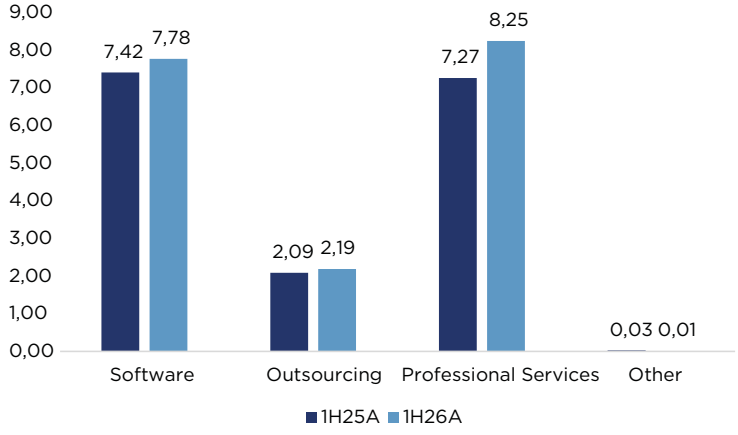
A livello di business line, il semestre evidenzia un cambiamento nel mix dei ricavi, con i Professional Services che superano il Software e diventano la principale area di attività del Gruppo, raggiungendo € 8,25 mln rispetto ai € 7,27 mln del 1H25A e portando la propria incidenza sul totale al 45,3% dal 43,3%. La crescita è stata sostenuta soprattutto dai progetti di migrazione verso Archiflow Nova e dalle installazioni presso nuovi clienti healthcare, accompagnandosi a un miglioramento dell'efficienza operativa grazie a una più efficace pianificazione delle commesse. Il Software registra ricavi pari a € 7,78 mln (+4,9%; 42,7% del totale), con la crescita dei canoni che ha più che compensato la progressiva riduzione delle licenze perpetue, coerentemente con l'estensione del modello subscription. L'Outsourcing registra infine ricavi pari a € 2,19 mln (+4,8% YoY; 12,0% del totale), sostenuto principalmente dai servizi di fatturazione elettronica e conservazione sostitutiva, la cui domanda beneficia della crescente digitalizzazione dei processi amministrativi e dell'evoluzione normativa.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BUSINESS LINE 1H26A



Source: Integrae SIM

CHART 3 – REVENUES BREAKDOWN BY BUSINESS LINE 1H25A VS 1H26A



Source: Integrae SIM

L'EBITDA raggiunge € 4,01 mln, in crescita del 6,9% rispetto ai € 3,75 mln del 1H25A, con un EBITDA margin sostanzialmente stabile al 21,8% rispetto al 21,9% del periodo di confronto. La marginalità si mantiene sui livelli del precedente esercizio nonostante l'incremento del 22,7% dei costi per servizi, saliti a € 5,29 mln principalmente per il maggiore ricorso a risorse tecniche specializzate esterne.

L'EBIT cresce del 18,4% a € 1,27 mln, con un EBIT margin in miglioramento al 6,9% dal 6,3%, mentre il Net Income si riduce a € 0,24 mln da € 0,40 mln, risentendo principalmente di oneri straordinari netti per € 0,25 mln, riconducibili prevalentemente

a buonuscite e costi di competenza dell'esercizio precedente e parzialmente compensati dalla plusvalenza relativa all'uscita di Siav East Europe dal perimetro di consolidamento.

Sul fronte patrimoniale, la NFP si attesta a € 15,63 mln di debito, in miglioramento rispetto ai € 18,24 mln di fine 2025. Nel semestre, il Gruppo ha rafforzato le risorse a sostegno del proprio sviluppo attraverso l'aumento di capitale da € 2,50 mln, completato a fine maggio tramite Accelerated Bookbuilding, e l'accensione di nuovi finanziamenti, destinati principalmente a supportare la crescita per linee esterne. Parallelamente, sono proseguiti gli investimenti nelle piattaforme software proprietarie.

Sul fronte dello sviluppo strategico, nel mese di marzo il Gruppo ha ceduto la partecipazione del 20,54% detenuta in Consis, acquisendo contestualmente il ramo d'azienda "Document Management" dedicato alla sanità pubblica. Nel mese di maggio è stata inoltre acquisita una partecipazione del 9,1% in Atacod, rafforzando le competenze del Gruppo nell'ambito dell'intelligenza artificiale, mentre, successivamente alla chiusura del semestre, è stato perfezionato il closing per l'acquisizione del 100,0% di IT Consult.

FY26E – FY28E Estimates

TABLE 2 – ESTIMATES UPDATES FY26E-28E

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
VoP			
New	38,50	44,80	49,25
Old	39,10	44,80	49,25
Change	*-1,5%*	*0,0%*	*0,0%*
EBITDA			
New	10,15	11,90	13,25
Old	10,30	11,90	13,25
Change	*-1,5%*	*0,0%*	*0,0%*
EBITDA %			
New	26,4%	26,6%	26,9%
Old	26,3%	26,6%	26,9%
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EBIT			
New	4,55	6,15	7,50
Old	4,80	6,40	7,75
Change	*-5,2%*	*-3,9%*	*-3,2%*
Net Income			
New	2,35	3,65	4,70
Old	2,50	3,90	4,90
Change	*-6,0%*	*-6,4%*	*-4,1%*
NFP			
New	15,58	11,78	6,78
Old	15,03	11,33	6,53
Change	*n/a*	*n/a*	*n/a*

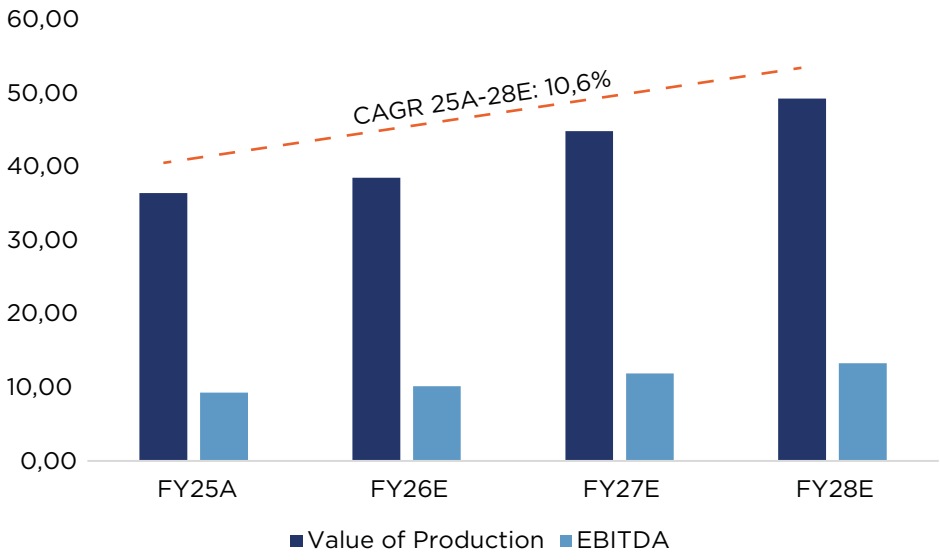
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati registrati nella relaizone semestrale per il 1H26A, confermiamo quasi integralmente le nostre precedenti stime per l'anno in corso e per i prossimi esercizi.

In particolare, stimiamo un valore della produzione FY26E pari a € 38,50 mln e un EBITDA pari a € 10,15 mln, corrispondente a una marginalità del 26,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa raggiungere € 49,25 mln nel FY28E (CAGR FY25A-FY28E: 10,6%), con EBITDA pari a € 13,25 mln e un EBITDA margin del 26,9%. La crescita attesa sarà sostenuta dal progressivo contributo di IT Consult, consolidata a partire dal secondo semestre 2026, e dall'evoluzione del modello di licensing verso formule Subscription, che contribuiranno ad ampliare la base di ricavi ricorrenti del Gruppo, oltre che dalla crescente adozione delle piattaforme proprietarie.

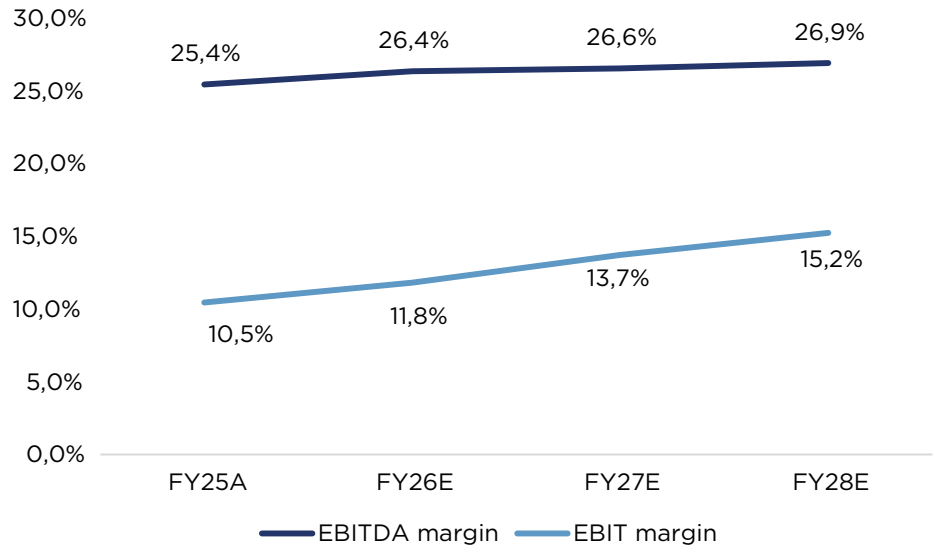
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY28E una NFP pari a € 6,78 mln di debito, rispetto a € 15,58 mln attesi per il FY26E.

CHART 4 – VOP AND EBITDA FY25A – FY28E



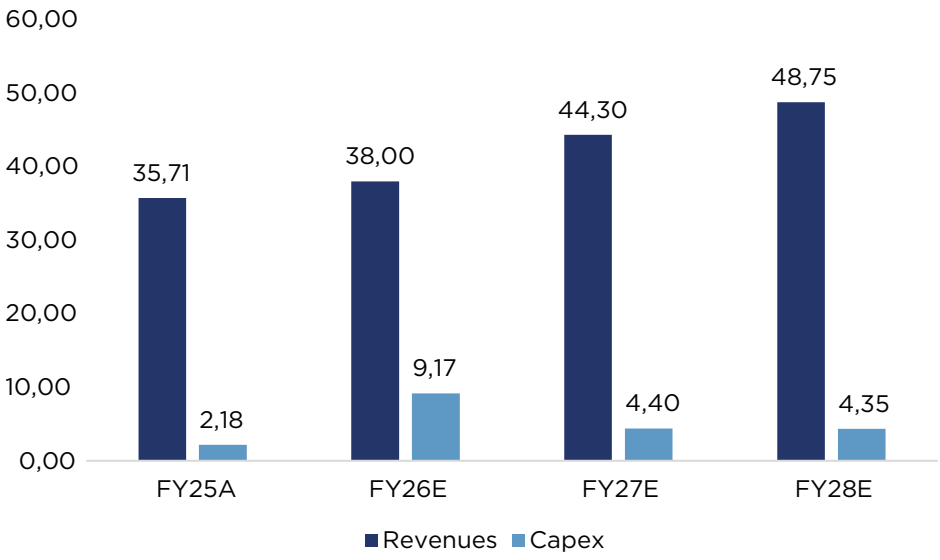
Source: Integrae SIM

CHART 5 – MARGIN % FY25A – FY28E



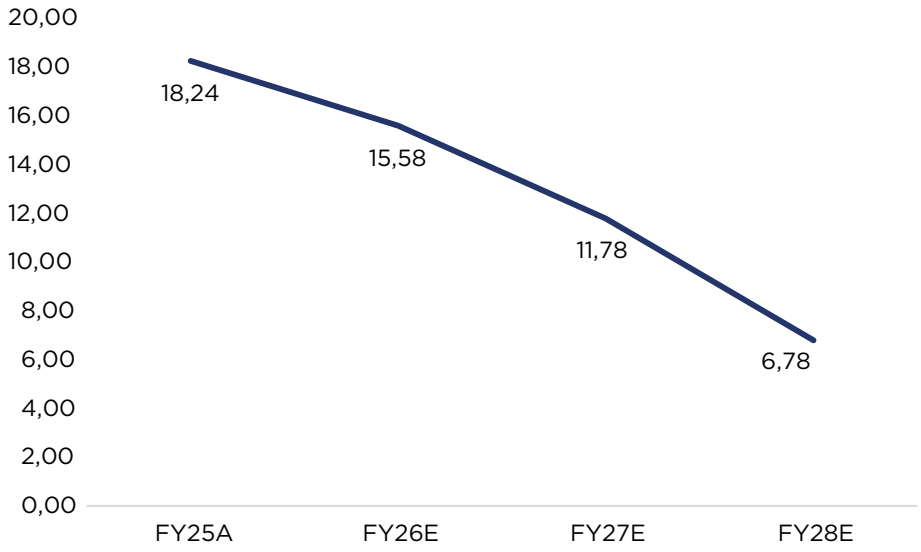
Source: Integrae SIM

CHART 6 – CAPEX FY25A – FY28E



Source: Integrae SIM

CHART 7 – NFP FY25A – FY28E



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 3 – WACC

WACC			8,28%
D/E **122,22%**	Risk Free Rate **3,69%**	β Adjusted **1,46**	α (specific risk) **2,50%**
Kd **3,00%**	Market premium **6,56%**	β Relevered **1,69**	Ke **15,77%**

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,28%.

TABLE 4 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFE actualized	19,9	24%
TV actualized DCF	63,1	76%
Enterprise Value	**83,0**	**100%**
NFP (FY25A)	18,2	
Equity Value	**64,8**	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 64,8 mln.**

TABLE 5 – EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
		6,8%	**7,3%**	**7,8%**	**8,3%**	**8,8%**	**9,3%**	**9,8%**
Growth Rate (g)	**3,0%**	122,4	106,1	93,2	82,7	74,1	66,8	60,6
	2,5%	108,4	95,2	84,5	75,7	68,3	61,9	56,5
	2,0%	97,3	86,4	77,4	69,8	63,3	57,8	52,9
	1,5%	88,3	79,1	71,4	64,8	59,1	54,1	49,8
	1,0%	80,9	73,0	66,3	60,5	55,4	50,9	47,0
	0,5%	74,6	67,8	61,8	56,7	52,1	48,1	44,5
	0,0%	69,3	63,3	58,0	53,4	49,2	45,6	42,3

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 6 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
Doxee S.p.A.	8,4 x	6,3 x	4,4 x	29,5 x	13,3 x	7,0 x	43,7 x	17,1 x	8,4 x
Box, Inc. Class A	13,7 x	12,3 x	10,9 x	15,2 x	13,7 x	11,9 x	22,9 x	20,3 x	17,1 x
Objective Corporation Limited	17,9 x	11,6 x	10,0 x	21,6 x	15,5 x	13,4 x	15,1 x	20,8 x	18,4 x
SPS Commerce, Inc.	10,5 x	9,5 x	8,5 x	11,6 x	10,5 x	9,4 x	16,5 x	15,2 x	13,4 x
Workday, Inc. Class A	12,9 x	11,1 x	9,9 x	14,0 x	11,9 x	10,4 x	16,8 x	14,1 x	12,0 x
Median	**12,9 x**	**11,1 x**	**9,9 x**	**15,2 x**	**13,3 x**	**10,4 x**	**16,8 x**	**17,1 x**	**13,4 x**

Source: Integrae SIM

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
Enterprise Value			
EV/EBITDA	130,86	131,76	130,61
EV/EBIT	69,31	82,02	77,84
P/E	39,55	62,35	63,14
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	98,14	98,82	97,96
EV/EBIT	51,98	61,52	58,38
P/E	29,66	46,77	47,35
Equity Value			
EV/EBITDA	82,56	87,03	91,18
EV/EBIT	36,40	49,73	51,60
P/E	29,66	46,77	47,35
Average	**49,54**	**61,18**	**63,38**

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 € 58,0 mln.**

Equity Value

TABLE 8 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	61,4
Equity Value DCF (€/mln)	64,8
Equity Value Multipes (€/mln)	58,0
Target Price (€)	**5,70**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 61,4 mln.

Il target price è quindi di € 5,70 (prev. € 5,70). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 9 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	8,6x	7,8x	6,7x	6,0x
EV/EBIT	20,9x	17,5x	13,0x	10,6x
P/E	44,4x	26,1x	16,8x	13,1x

Source: Integrae SIM

TABLE 10 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	4,9x	4,5x	3,8x	3,4x
EV/EBIT	12,0x	10,0x	7,4x	6,1x
P/E	19,8x	11,6x	7,5x	5,8x

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 expresed 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. Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessia Di Florio and Costanza Luisa Del Ponte 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
09/10/2025	2,08	Buy	5,35	Medium	Breaking News
05/02/2026	3,44	Buy	5,35	Medium	Breaking News
19/02/2026	3,04	Buy	5,35	Medium	Breaking News
30/03/2026	1,94	Buy	5,70	Medium	Update
15/05/2026	2,48	Buy	5,70	Medium	Breaking News
03/08/2026	2,58	Buy	5,35	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 >= 7.5%	Upside >= 10%	Upside >= 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside <= -5%	Upside <= -5%	Upside <= 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 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.*