

<b>Siav</b>	<b>Italy</b>	<b>Euronext Growth Milan</b>	<b>ECM&amp;BPO</b>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: € 7,25</b> (prev € 7,43)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-27,86%	N/A	N/A	N/A
to FTSE Italia Growth	-22,93%	N/A	N/A	N/A
to Euronext STAR Milan	-20,25%	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	-23,16%	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	-22,16%	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	-21,13%	N/A	N/A	N/A

Stock Data	
Price	€ 2,90
Target price	€ 7,25
Upside/(Downside) potential	150,1%
Bloomberg Code	SIAV IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 26,59
EV (€m)	€ 32,92
Free Float	18,21%
Share Outstanding	9.170.000
52-week high	€ 5,70
52-week low	€ 2,63
Average daily volumes (3m)	11.200

Key Financials (€m)	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	31,6	34,0	38,1	43,0
VoP	40,1	42,1	42,2	46,8
EBITDA	4,0	5,5	6,5	8,8
EBIT	1,3	2,6	2,8	4,8
Net Profit	0,9	2,3	2,4	4,2
EBITDA margin	9,9%	13,0%	15,3%	18,7%
EBIT margin	3,3%	6,1%	6,5%	10,3%
Net Profit margin	2,3%	5,4%	5,7%	9,0%

Main Ratios	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	8,3	6,0	5,1	3,8
EV/EBIT (x)	24,8	12,9	12,0	6,9
P/E (x)	28,9	11,8	11,1	6,3

**Mattia Petracca**

[mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

**Alessandro Colombo**

[alessandro.colombo@integraesim.it](mailto:alessandro.colombo@integraesim.it)

### Stocks performance vs FTSE Italia Growth



### 1H22A Results

Il Gruppo al 30 giugno 2022 registra un valore della produzione pari a € 19,53 mln, in crescita dell'8,8% rispetto ai € 17,95 mln dell'1H21A. L'EBITDA al termine del periodo analizzato, si attesta a € 1,40 mln, in diminuzione dello 0,7% rispetto all'1H21A in cui ammontava a € 1,41 mln. Similmente l'EBITDA margin si riduce e passa dal 7,8% del 1H21A al 7,2% del periodo corrente. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per complessivi € 1,36 mln, risulta pari a € 0,03 mln in diminuzione rispetto al valore del periodo precedente pari a € 0,06 mln. Con riferimento al Net Income, il Gruppo ha registrato una perdita di periodo pari a € -0,16 mln in peggioramento rispetto ai € -0,09 mln del primo semestre del 2021. La NFP al 30 giugno 2022 risulta pari a € 8,22 mln in peggioramento rispetto al valore del 31 dicembre 2021 pari a € 7,77 mln.

### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H22A, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 42,05 mln ed un EBITDA pari a € 5,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 52,70 mln (CAGR 21A-25E: 7,1%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 12,05 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 22,9%), in crescita rispetto a € 3,99 mln del FY21A pro-forma (corrispondente ad un EBITDA margin del 9,9%). A livello patrimoniale stimiamo una NFP per il FY25E cash positive e pari a € 10,85 mln.

### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Siav sulla base della metodologia DCF e sui multipli di un campione di società comparabili. Il valore che risulta dall'applicazione del metodo DCF (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali un rischio specifico del 2,5%) è pari a € 78,8 mln, mentre quello risultante dal metodo dei multipli, applicando uno sconto del 25%, è pari a € 54,2 mln. Ne risulta un equity value medio di € 66,5 mln. Il target price è € 7,25 (prev. € 7,43), rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY21A	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	28,87	30,65	31,61	34,00	38,10	43,00	48,85
Work in progress	4,29	6,17	6,28	6,40	2,90	2,80	2,80
Other Revenues	0,98	2,13	2,19	1,65	1,20	1,00	1,05
<b>Value of Production</b>	<b>34,14</b>	<b>38,95</b>	<b>40,07</b>	<b>42,05</b>	<b>42,20</b>	<b>46,80</b>	<b>52,70</b>
COGS	0,46	0,82	1,25	1,50	1,50	1,65	1,80
Services	12,13	13,59	13,83	11,75	10,65	11,65	13,05
Use of Asset owned by others	1,86	1,86	2,29	2,65	3,20	3,25	3,35
Employees	16,80	18,41	18,72	20,70	20,40	21,50	22,45
<b>EBITDA</b>	<b>2,90</b>	<b>4,26</b>	<b>3,99</b>	<b>5,45</b>	<b>6,45</b>	<b>8,75</b>	<b>12,05</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>8,5%</i>	<i>10,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>13,0%</i>	<i>15,3%</i>	<i>18,7%</i>	<i>22,9%</i>
D&A	1,95	2,70	2,66	2,90	3,70	3,95	4,10
<b>EBIT</b>	<b>0,96</b>	<b>1,56</b>	<b>1,33</b>	<b>2,55</b>	<b>2,75</b>	<b>4,80</b>	<b>7,95</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>2,8%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,3%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,5%</i>	<i>10,3%</i>	<i>15,1%</i>
Financial Management	(0,18)	(0,28)	(0,24)	(0,20)	(0,20)	(0,15)	(0,10)
<b>EBT</b>	<b>0,77</b>	<b>1,28</b>	<b>1,09</b>	<b>2,35</b>	<b>2,55</b>	<b>4,65</b>	<b>7,85</b>
Taxes	0,02	0,14	0,17	0,10	0,15	0,45	1,10
<b>Net Income</b>	<b>0,75</b>	<b>1,15</b>	<b>0,92</b>	<b>2,25</b>	<b>2,40</b>	<b>4,20</b>	<b>6,75</b>

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21A	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Fixed Assets</b>	<b>15,72</b>	<b>22,60</b>	<b>19,30</b>	<b>24,40</b>	<b>25,20</b>	<b>24,20</b>	<b>23,15</b>
Account receivable	13,93	10,96	10,96	11,50	12,00	13,00	14,50
Inventories	0,69	1,21	1,21	1,25	1,30	1,30	1,35
Account payable	11,66	10,31	10,31	10,30	10,00	10,75	11,85
<b>Operating Working Capital</b>	<b>2,95</b>	<b>1,86</b>	<b>1,86</b>	<b>2,45</b>	<b>3,30</b>	<b>3,55</b>	<b>4,00</b>
Other receivable	0,19	1,22	1,17	2,15	1,90	1,90	2,20
Other payable	4,93	6,19	6,42	6,45	6,65	7,05	7,55
<b>Net Working Capital</b>	<b>(1,78)</b>	<b>(3,12)</b>	<b>(3,39)</b>	<b>(1,85)</b>	<b>(1,45)</b>	<b>(1,60)</b>	<b>(1,35)</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	2,15	2,25	2,11	2,30	2,35	2,45	2,50
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>11,78</b>	<b>17,24</b>	<b>13,80</b>	<b>20,25</b>	<b>21,40</b>	<b>20,15</b>	<b>19,30</b>
Share Capital	0,25	0,25	0,25	0,30	0,30	0,30	0,30
Reserves	7,50	8,08	6,31	13,35	15,75	18,55	23,10
Net Income	0,75	1,15	0,92	2,25	2,40	4,20	6,75
<b>Equity</b>	<b>8,50</b>	<b>9,47</b>	<b>7,48</b>	<b>15,90</b>	<b>18,45</b>	<b>23,05</b>	<b>30,15</b>
Cash & Cash Equivalent	6,10	5,05	5,05	6,70	5,65	9,30	15,35
Short Term Financial Debt	2,88	4,48	3,22	1,15	1,30	1,50	1,80
M/L Term Financial Debt	6,51	8,34	8,15	9,90	7,30	4,90	2,70
<b>Net Financial Position</b>	<b>3,28</b>	<b>7,77</b>	<b>6,32</b>	<b>4,35</b>	<b>2,95</b>	<b>(2,90)</b>	<b>(10,85)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>11,78</b>	<b>17,24</b>	<b>13,80</b>	<b>20,25</b>	<b>21,40</b>	<b>20,15</b>	<b>19,30</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,56	2,55	2,75	4,80	7,95
Taxes	0,14	0,10	0,15	0,45	1,10
<b>NOPAT</b>	<b>1,42</b>	<b>2,45</b>	<b>2,60</b>	<b>4,35</b>	<b>6,85</b>
D&A	2,70	2,90	3,70	3,95	4,10
Change in receivable	2,97	(0,54)	(0,50)	(1,00)	(1,50)
Change in inventories	(0,52)	(0,04)	(0,05)	0,00	(0,05)
Change in payable	(1,35)	(0,01)	(0,30)	0,75	1,10
Change in others	0,25	(0,95)	0,45	0,40	0,20
<i>Change in NWC</i>	<i>1,34</i>	<i>(1,54)</i>	<i>(0,40)</i>	<i>0,15</i>	<i>(0,25)</i>
Change in provisions	0,10	0,19	0,05	0,10	0,05
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>5,56</b>	<b>4,00</b>	<b>5,95</b>	<b>8,55</b>	<b>10,75</b>
Capex	(9,6)	(8,0)	(4,5)	(3,0)	(3,1)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(4,04)</b>	<b>(4,00)</b>	<b>1,45</b>	<b>5,60</b>	<b>7,70</b>
Financial Management	(0,28)	(0,20)	(0,20)	(0,15)	(0,10)
Change in Debt to Bank	3,43	(0,32)	(2,45)	(2,20)	(1,90)
Change in Equity	(0,18)	6,17	0,15	0,40	0,35
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(1,05)</b>	<b>1,65</b>	<b>(1,05)</b>	<b>3,65</b>	<b>6,05</b>

\*Dati Pro-Forma

Source: SIAV and Integrae SIM estimates

## 1.1 1H22A Results

**Table 2 – 1H22A vs 1H21A**

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>1H22A</b>	<b>19,53</b>	<b>1,40</b>	<b>7,2%</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,16</b>	<b>8,22</b>
1H21A	17,95	1,41	7,8%	0,06	-0,09	7,77*
<i>Change</i>	<i>8,8%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-41,7%</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>

Source: Integrae SIM

\*NFP al 31/12/2021

Il Gruppo al 30 giugno 2022 registra un valore della produzione pari a € 19,53 mln, in crescita dell'8,8% rispetto ai € 17,95 mln dell'1H21A. In particolare, i ricavi dalle prestazioni di vendita crescono del 4,2% e si attestano ad un valore pari a € 14,99 mln, mentre a trainare la crescita del Gruppo sono i lavori in corso su commesse in corso e non ancora concluse (€ 0,84 mln nell'1H22A) che crescono del 28,4% e gli incrementi di immobilizzazioni per sviluppi interni che si attestano a € 3,69 mln rispetto ai € 2,91 mln del 1H21A (+27,1%). Questi ultimi in particolare, sono ascrivibili al completamento della nuova piattaforma ECM cloud based Silloge e allo sviluppo delle piattaforme Archiflow, Catflow e delle piattaforme di *Quality & Audit Management Checker* e *Revo*.

L'EBITDA al termine del periodo analizzato, si attesta a € 1,40 mln, in diminuzione dello 0,7% rispetto all'1H21A in cui ammontava a € 1,41 mln. Similmente l'EBITDA margin si riduce e passa dal 7,8% del 1H21A al 7,2% del periodo corrente. Responsabili di tale variazione sono principalmente i costi sostenuti per favorire lo sviluppo tecnologico del gruppo tramite le attività di R&S come i costi per servizi e i costi per il personale che crescono rispettivamente di complessivi € 0,40 mln e € 1,24 mln.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per complessivi € 1,36 mln, risulta pari a € 0,03 mln in diminuzione rispetto al valore del periodo precedente pari a € 0,06 mln. Ne risulta un EBIT margin che passa dallo 0,3% dell'1H21A allo 0,2% del periodo analizzato.

Con riferimento al Net Income, il Gruppo ha registrato una perdita di periodo pari a € -0,16 mln in peggioramento rispetto ai € -0,09 mln del primo semestre del 2021.

Infine, la NFP al 30 giugno 2022 risulta pari a € 8,22 mln in peggioramento rispetto al valore del 31 dicembre 2021 pari a € 7,77 mln. Tale variazione è dovuta principalmente ai continui investimenti effettuati in ricerca e sviluppo necessari per sviluppare i software proprietari attraverso cui il Gruppo eroga i propri servizi ai clienti. Si specifica che il dato all'1H22A non tiene in considerazione i proventi derivanti dalla quotazione su Euronext Growth Milan avvenuta in data 04 agosto 2022.

## 1.2 FY22A – FY25E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY22A-25E**

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>VoP</b>				
New	<b>42,1</b>	<b>42,2</b>	<b>46,8</b>	<b>52,7</b>
Old	43,1	42,2	46,8	52,7
Change	-2,3%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>				
New	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>8,8</b>	<b>12,1</b>
Old	5,5	6,5	8,8	12,1
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA %</b>				
New	<b>13,0%</b>	<b>15,3%</b>	<b>18,7%</b>	<b>22,9%</b>
Old	12,7%	15,3%	18,7%	22,9%
Change	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>				
New	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>4,8</b>	<b>7,9</b>
Old	2,3	2,8	4,8	7,9
Change	13,3%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Net Income</b>				
New	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>6,7</b>
Old	2,0	2,4	4,2	6,7
Change	15,4%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>NFP</b>				
New	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(10,9)</b>
Old	5,3	2,6	(3,3)	(11,3)
Change	N.A	N.A	N.A	N.A

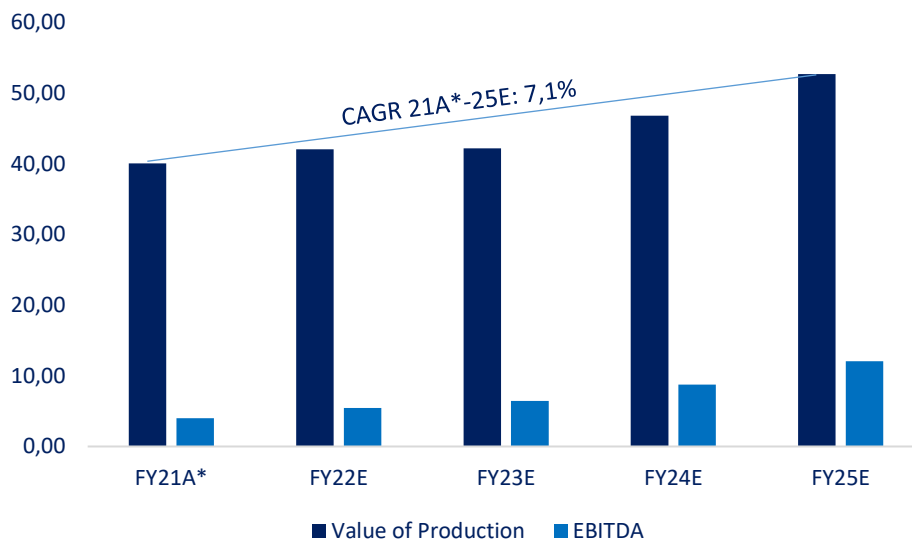
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H22A, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 42,05 mln ed un EBITDA pari a € 5,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 52,70 mln (CAGR 21A\*-25E: 7,1%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 12,05 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 22,9%), in crescita rispetto a € 3,99 mln del FY21A pro-forma (corrispondente ad un EBITDA margin del 9,9%).

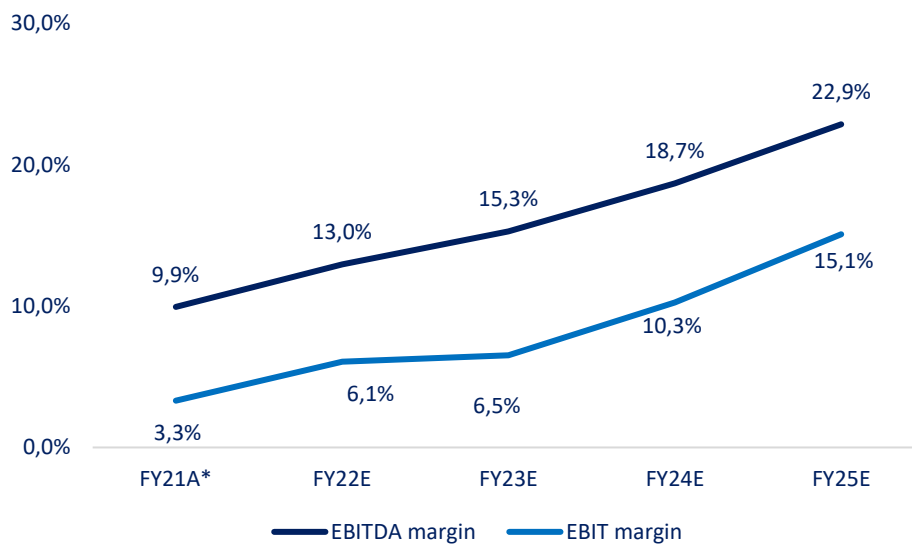
A livello patrimoniale stimiamo una NFP per il FY25E *cash positive* e pari a € 10,85 mln.

**Chart 1 – VoP and EBITDA FY21A\*-25E**



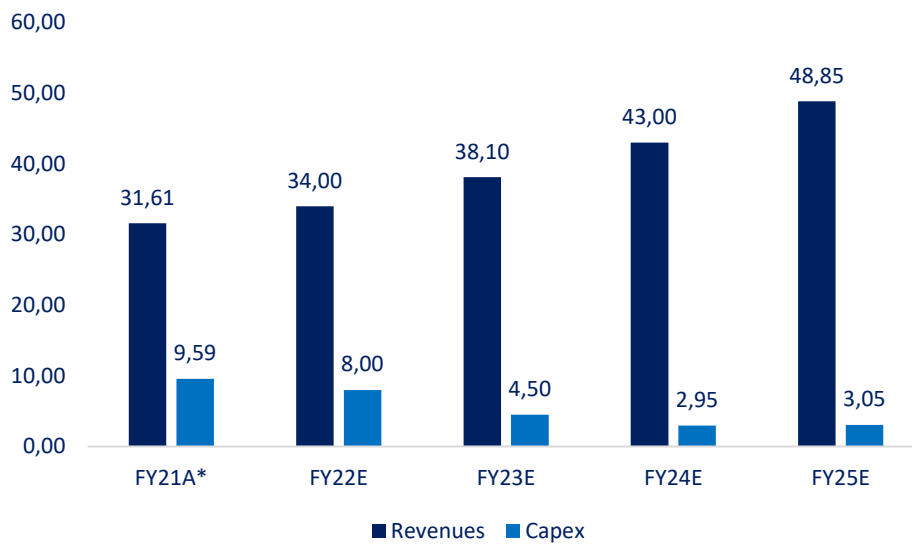
Source: Integrae SIM

**Chart 2 – Margin FY21A\*-25E**



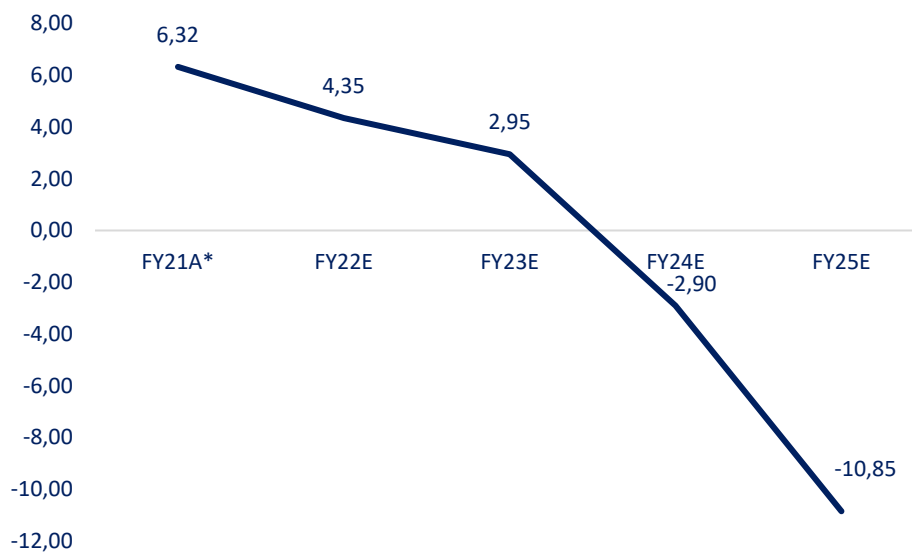
Source: Integrae SIM

**Chart 3 – Capex FY21A\*-25E**



Source: Integrae SIM

**Chart 4 – NFP FY21A\*-25E**



Source: Integrae SIM

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

<b>WACC</b>		<b>7,56%</b>
Risk Free Rate	2,18% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	0,8
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,2
Ke	11,88% Kd	1,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari al 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,56%.

**Table 5 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>78,8</b>
FCFO actualized	5,5	6%
TV actualized DCF	79,7	94%
<b>Enterprise Value</b>	<b>85,2</b>	100%
NFP (FY21A*)	6,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un ***equity value* di € 78,8 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)	2,5%	153,1	132,0	115,6	102,5	91,7	82,7	75,1
	2,0%	134,1	117,5	104,1	93,2	84,0	76,3	69,7
	1,5%	119,4	105,8	94,7	85,4	77,5	70,8	65,0
	1,0%	107,5	96,2	86,8	78,8	72,0	66,1	60,9
	0,5%	97,8	88,2	80,1	73,2	67,2	61,9	57,2
	0,0%	89,7	81,5	74,4	68,3	62,9	58,2	54,0
	-0,5%	82,8	75,6	69,4	64,0	59,2	54,9	51,1

Source: Integrae SIM

## 2.2 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 (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E
Doxee SpA	13,7	8,1	6,1
Fabasoft AG	8,2	6,9	6,0
Box Inc.	11,3	10,2	9,3
Esker SA	19,5	18,5	15,3
Objective Corp. Ltd.	31,0	24,7	20,9
<b>Peer median</b>	<b>13,7</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>

Source: Infionals

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	74,7	65,5	81,0
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	70,3	62,6	83,9
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	52,7	46,9	62,9
<b>Average</b>	<b>52,7</b>	<b>46,9</b>	<b>62,9</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di SIAV, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA risulta essere **pari a € 72,3 mln**. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. **Pertanto, ne risulta un equity value di € 54,2 mln**.



## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>66,5</b>
Equity Value DCF (€/mln)	78,8
Equity Value multiples (€/mln)	54,2
<b>Target Price (€)</b>	<b>7,25</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 66,5 mln. Il **target price** è quindi di € 7,25 (prev. € 7,43). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

**Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	18,3x	13,4x	11,3x	8,3x
EV/EBIT	54,9x	28,6x	26,5x	15,2x

Source: Integrae SIM

**Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	8,3x	6,0x	5,1x	3,8x
EV/EBIT	24,8x	12,9x	12,0x	6,9x

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 and Edoardo Luigi Pezzella are the current financial analysts.

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

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

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

<b>Date</b>	<b>Price</b>	<b>Recommendation</b>	<b>Target Price</b>	<b>Risk</b>	<b>Comment</b>
08/08/2022	3,90	Buy	7,45	Medium	Initiation of Coverage
06/09/2022	4,00	Buy	7,43	Medium	Update

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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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 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) 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 SIAV S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by SIAV SpA;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.