

UPDATE

EQUITY RESEARCH

Siav

ISIM INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | ECM&BPO | Italy

Produzione 03/04/2023, h. 18:30

Pubblicazione 04/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 7,80

prev. €7,25

Risk



Medium

Upside potential

143,8%

Stock performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 3,20
Target price	€ 7,80
Upside/(Downside) potential	143,8%
Ticker	SIAV IM
Market Cap (€/mln)	€ 29,34
EV (€/mln)	€ 45,86
Free Float	18,21%
Share Outstanding	9.170.000
52-week high	€ 5,70
52-week low	€ 2,63
Average daily volumes (3 months)	4.300

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	32,5	37,1	41,6	46,6
VoP	33,8	38,4	43,0	48,1
EBITDA	5,8	7,4	9,1	12,5
EBIT	1,8	3,2	4,6	7,8
Net Profit	0,9	2,4	3,6	6,3
EBITDA margin	17,3%	19,1%	21,1%	25,9%
EBIT margin	5,2%	8,2%	10,6%	16,1%
Net Profit margin	2,6%	6,3%	8,4%	13,1%

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,74%	3,23%	10,34%	N/A
to FTSE Italia Growth	-2,28%	2,95%	4,30%	N/A
to Euronext STAR Milan	0,05%	-1,49%	-7,25%	N/A
to FTSE All-Share	-0,40%	-7,71%	-18,51%	N/A
to EUROSTOXX	-3,11%	-7,82%	-18,64%	N/A
to MSCI World Index	-3,95%	-4,10%	-4,53%	N/A

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	7,9 x	6,2 x	5,1 x	3,7 x
EV/EBIT	26,1 x	14,6 x	10,1 x	5,9 x
P/E	34,1 x	12,2 x	8,2 x	4,7 x

FY22A Results

Il Gruppo al 31 dicembre 2022 registra un valore della produzione pari a € 33,75 mln, in crescita del 3,6% rispetto ai € 32,58 mln del FY21A. L'EBITDA si attesta a € 5,83 mln, in lieve diminuzione rispetto al FY21A in cui ammontava a € 5,87 mln. Similmente l'EBITDA margin si riduce e passa dal 18,0% del FY21A al 17,3% del FY22A. L'EBIT risulta pari a € 1,76 mln, in diminuzione rispetto al valore del periodo precedente (€ 2,24 mln) del 21,6%. Con riferimento al Net Income, il Gruppo ha registrato un valore pari a € 0,86 mln, in peggioramento rispetto ai € 1,63 mln del FY21A pari al 47,1%.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A e all'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 38,60 mln ed un EBITDA pari a € 7,55 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 48,15 mln (CAGR 22A-25E: 12,5%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 12,65 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,3%), in crescita rispetto a € 5,83 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 17,3%).

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 € 75,9 mln. L'equity value di Siav utilizzando i market multiples risulta essere pari € 67,2 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 71,5 mln. Il target price è di € 7,80, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	30,74	32,54	37,10	41,55	46,55
Other Revenues	1,84	1,21	1,30	1,40	1,50
Value of Production	32,58	33,75	38,40	42,95	48,05
COGS	0,83	0,43	0,45	0,50	0,50
Services	9,92	10,29	11,20	12,00	13,00
Use of Asset owned by others	0,28	0,36	0,40	0,40	0,40
Employees	15,54	16,66	19,00	21,00	21,70
Other Operating Costs	0,15	0,19	0,00	0,00	0,00
EBITDA	5,87	5,83	7,35	9,05	12,45
<i>EBITDA Margin</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,3%</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,1%</i>	<i>25,9%</i>
D&A	3,62	4,07	4,20	4,50	4,70
EBIT	2,24	1,76	3,15	4,55	7,75
<i>EBIT Margin</i>	<i>6,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>8,2%</i>	<i>10,6%</i>	<i>16,1%</i>
Financial Management	(0,33)	(0,75)	(0,30)	(0,30)	(0,30)
EBT	1,92	1,01	2,85	4,25	7,45
Taxes	0,29	0,15	0,45	0,65	1,15
Net Income	1,63	0,86	2,40	3,60	6,30

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	26,30	29,14	31,40	31,85	31,60
Account receivable	10,71	11,52	12,00	13,00	14,50
Inventories	1,22	1,12	1,30	1,30	1,35
Account payable	9,92	9,85	10,00	10,75	11,85
Operating Working Capital	2,00	2,80	3,30	3,55	4,00
Other receivable	4,24	4,70	4,80	4,90	5,00
Other payable	7,37	7,74	8,00	8,40	9,00
Net Working Capital	(1,13)	(0,24)	0,10	0,05	0,00
Severance Indemnities & Other Provisions	2,35	1,90	2,35	2,45	2,50
NET INVESTED CAPITAL	22,82	26,99	29,15	29,45	29,10
Share Capital	0,25	0,31	0,31	0,31	0,31
Reserves	4,47	9,31	10,17	12,57	16,17
Net Income	1,63	0,86	2,40	3,60	6,30
Equity	6,35	10,48	12,88	16,48	22,78
Cash & Cash Equivalent	5,09	7,24	6,13	5,73	10,08
Short Term Financial Debt	3,11	4,70	4,90	5,20	5,40
M/L Term Financial Debt	18,44	19,06	17,50	13,50	11,00
Net Financial Position	16,47	16,51	16,27	12,97	6,32
SOURCES	22,82	26,99	29,15	29,45	29,10

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,76	3,15	4,55	7,75
Taxes	0,15	0,45	0,65	1,15
NOPAT	1,61	2,70	3,90	6,60
D&A	4,07	4,20	4,50	4,70
Change in receivable	(0,82)	(0,48)	(1,00)	(1,50)
Change in inventories	0,10	(0,18)	0,00	(0,05)
Change in payable	(0,07)	0,15	0,75	1,10
Change in others	(0,10)	0,16	0,30	0,50
Change in NWC	(0,89)	(0,34)	0,05	0,05
Change in provisions	(0,44)	0,45	0,10	0,05
OPERATING CASH FLOW	4,35	7,01	8,55	11,40
Capex	(6,9)	(6,5)	(5,0)	(4,5)
FREE CASH FLOW	(2,57)	0,54	3,60	6,95
Financial Management	(0,75)	(0,30)	(0,30)	(0,30)
Change in Debt to Bank	2,20	(1,36)	(3,70)	(2,30)
Change in Equity	3,27	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	2,15	(1,11)	(0,40)	4,35

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.

FY22A Results

Il bilancio consolidato al 31 dicembre 2022 è il primo redatto dal Gruppo in conformità ai principi contabili internazionali IAS/IFRS emanati dall'International Accounting Standards Board (IASB) e alle interpretazioni dell'International Financial Reporting Standard Interpretations Committee e del precedente Standing Interpretations Committee (SIC) omologati dall'Unione Europea a seguito dell'entrata in vigore del Regolamento (CE) n. 1606/2002 emanato dal Parlamento Europeo e dal Consiglio Europeo nel luglio 2002. A tali fini, la data di prima applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, in base a quanto previsto dall'IFRS 1, è stata stabilita al 1° gennaio 2021. Si evidenzia, inoltre, che il bilancio consolidato al 31 dicembre 2022 tiene conto della scissione parziale, non proporzionale asimmetrica riguardante il ramo immobiliare conferito in Servizi Documentali Srl, con efficacia a partire dal 1° agosto 2022.

Il Gruppo al 31 dicembre 2022 registra un valore della produzione pari a € 33,75 mln, in crescita del 3,6% rispetto ai € 32,58 mln del FY21A. In particolare, i ricavi dalle prestazioni di vendita crescono del 5,9% e si attestano ad un valore pari a € 32,54 mln rispetto al dato 2021 che si attestava su € 30,74 mln. L'aumento dei ricavi è causato in larga parte della strategia aziendale volta alla valorizzazione degli *asset* proprietari attraverso cui viene erogata l'offerta ai clienti del Gruppo, e degli investimenti in ambito R&D effettuati nel corso dell'esercizio al fine di migliorare le piattaforme digitali.

L'EBITDA si attesta a € 5,83 mln, in lieve diminuzione rispetto al FY21A in cui ammontava a € 5,87 mln. Similmente l'EBITDA *margin* si riduce e passa dal 18,0% del FY21A al 17,3% del FY22A. Responsabili di tale variazione sono principalmente i costi sostenuti nel corso dell'esercizio relativamente alla fase di *start-up* della nuova piattaforma Silloge, in fase di installazione presso due importanti istituzioni pubbliche italiane. Si tratta delle prime commesse con rilascio della nuova piattaforma, dunque i maggiori costi sostenuti per lo svolgimento delle commesse stesse risultano temporanei e non ricorrenti.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per complessivi € 4,07 mln, risulta pari a € 1,76 mln, in diminuzione rispetto al valore del periodo precedente (€ 2,24 mln) del 21,6%. Ne risulta un EBIT *margin* che passa dal 6,9% del FY21A al 5,2% del periodo analizzato. Si osserva che la voce ammortamenti e svalutazioni si incrementa rispetto al 2021 del 12,5%, coerentemente con la dinamica di aumento delle immobilizzazioni. Si evidenzia, infatti, un sostanziale incremento delle immobilizzazioni immateriali, le quali ammontano nel FY22A a €17,97 mln (rispetto a € 12,87 mln del 2021). Gli ammortamenti immateriali sono relativi alle attività di investimento e sviluppo delle piattaforme software e ai diritti d'uso.

Con riferimento al Net Income, il Gruppo ha registrato un valore pari a € 0,86 mln, in peggioramento rispetto ai € 1,63 mln del FY21A pari al 47,1%.

Infine, la NFP al 31 dicembre 2022 risulta pari a € 16,51 mln, in lieve peggioramento rispetto al valore del 31 dicembre 2021, in cui era pari a € 16,47 mln.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 2 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
VoP			
New	38,60	43,15	48,15
Old	42,20	46,80	52,70
Change	-8,5%	-7,8%	-8,6%
EBITDA			
New	7,55	9,75	12,65
Old	6,45	8,75	12,05
Change	17,1%	11,4%	5,0%
EBITDA %			
New	19,6%	22,6%	26,3%
Old	15,3%	18,7%	22,9%
Change	4,3%	3,9%	3,4%
EBIT			
New	3,35	5,25	7,95
Old	2,75	4,80	7,95
Change	21,8%	9,4%	0,0%
Net Income			
New	2,60	4,20	6,50
Old	2,40	4,20	6,75
Change	8,3%	0,0%	-3,7%
NFP			
New	15,57	10,67	2,32
Old	2,95	(2,90)	(10,85)
Change	N/A	N/A	N/A

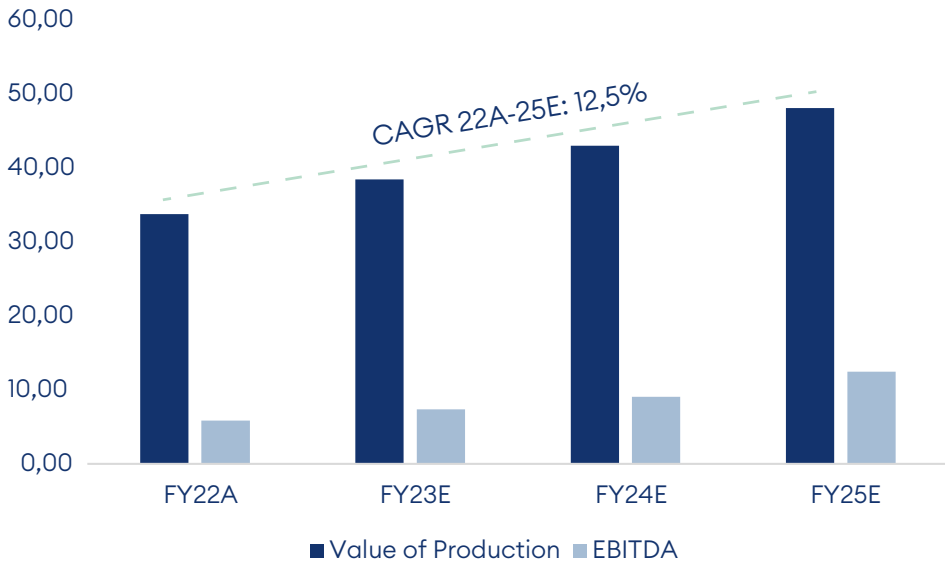
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A e all'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 38,60 mln ed un EBITDA pari a € 7,55 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 48,15 mln (CAGR 22A-25E: 12,5%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 12,65 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,3%), in crescita rispetto a € 5,83 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,3%).

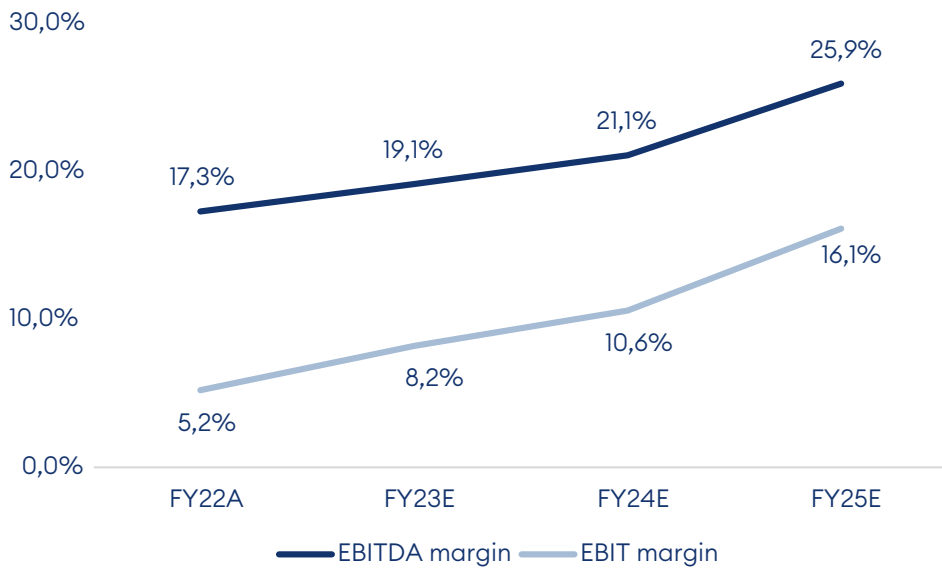
A livello patrimoniale stimiamo per il FY25E una NFP di debito pari a € 2,32 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY22A-25E



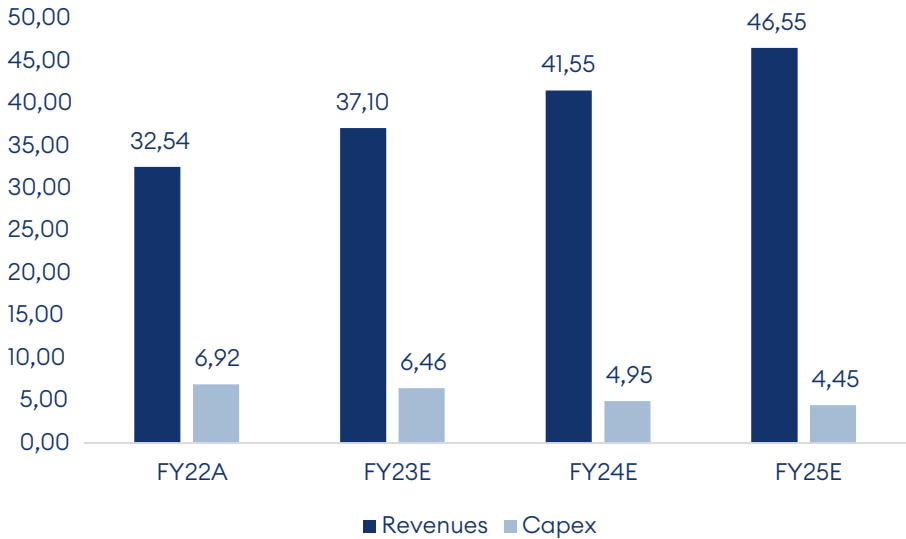
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY22A-25E



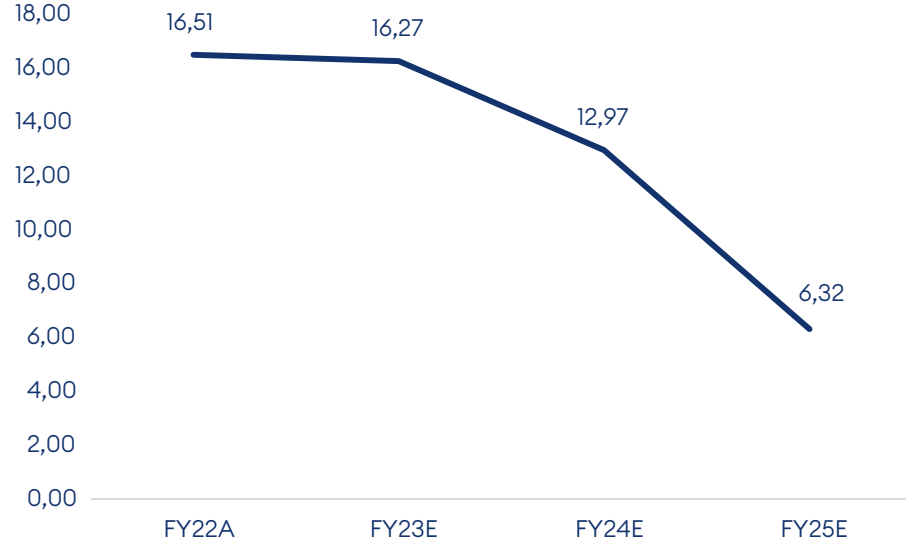
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP FY22A-25E



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				5,57%
D/E 185,71%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 0,81	α (specific risk) 2,50%	
K_d 1,50%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,90	K_e 13,91%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,57%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	8,0	9%
TV actualized DCF	84,4	91%
Enterprise Value	92,4	100%
NFP (FY22A)	16,5	
Equity Value	75,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 75,9 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%
	2,5%	246,9	182,7	143,5	117,1	98,1	83,7	72,5
	2,0%	185,3	145,6	118,8	99,5	85,0	73,6	64,5
	1,5%	147,6	120,5	101,0	86,2	74,7	65,5	57,9
	1,0%	122,3	102,5	87,5	75,9	66,5	58,8	52,4
	0,5%	104,0	88,9	77,0	67,6	59,8	53,3	47,8
	0,0%	90,2	78,2	68,6	60,7	54,1	48,6	43,8
	-0,5%	79,4	69,7	61,7	55,0	49,4	44,5	40,3

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		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Doxee SpA	7,4 x	5,6 x	4,5 x	14,2 x	9,1 x	6,6 x	19,9 x	12,8 x	9,3 x
Fabasoft AG	9,7 x	8,2 x	N/A	16,0 x	13,1 x	11,1 x	30,4 x	24,3 x	N/A
Box Inc.	12,2 x	10,4 x	9,0 x	15,2 x	12,3 x	10,6 x	19,7 x	16,4 x	43,0 x
Esker SA	22,6 x	19,2 x	15,2 x	35,3 x	29,8 x	22,3 x	43,8 x	37,1 x	26,0 x
Objective Corp. Ltd.	39,0 x	31,1 x	25,2 x	45,5 x	34,4 x	27,2 x	55,1 x	44,5 x	33,7 x
Peer median	12,2 x	10,4 x	12,1 x	16,0 x	13,1 x	11,1 x	30,4 x	24,3 x	29,8 x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	89,6	93,7	150,2
EV/EBIT	50,4	59,5	86,0
P/E	73,0	87,4	188,0
Equity Value			
EV/EBITDA	73,3	80,7	143,9
EV/EBIT	34,2	46,5	79,6
P/E	73,0	87,4	188,0
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	55,0	60,5	107,9
EV/EBIT	25,6	34,9	59,7
P/E	54,7	65,6	141,0
Average	45,1	53,7	102,9

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Siav, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a circa € 89,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 67,2 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	71,5
Equity Value DCF (€/mln)	75,9
Equity Value multiples (€/mln)	67,2
Target Price (€)	7,80

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 71,5 mln. **Il target price è quindi di € 7,80 (prev. €7,25). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	15,1 x	12,0 x	9,7 x	7,1 x
EV/EBIT	50,1 x	28,0 x	19,4 x	11,4 x
P/E	83,1 x	29,8 x	19,9 x	11,4 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	7,9 x	6,2 x	5,1 x	3,7 x
EV/EBIT	26,1 x	14,6 x	10,1 x	5,9 x
P/E	34,1 x	12,2 x	8,2 x	4,7 x

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 Rivello, 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
08/08/2022	3,90	Buy	7,45	Medium	Initiation of Coverage
06/09/2022	4,00	Buy	7,43	Medium	Breaking News
04/10/2022	2,90	Buy	7,25	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. 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 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.