

<b>SolidWorld Group</b>	<b>Italy</b>	<b>Euronext Growth Milan</b>	<b>3D Technology</b>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: € 8,65</b> (prev € 8,65)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	16,71%	24,00%	N/A	N/A
to FTSE Italia Growth	19,51%	25,27%	N/A	N/A
to Euronext STAR Milan	20,57%	30,03%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	17,65%	21,63%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	17,92%	21,38%	N/A	N/A
to MSCI World Index	19,98%	25,65%	N/A	N/A

#### Stock Data

Price	€ 2,48
Target price	€ 8,65
Upside/(Downside) potential	248,8%
Bloomberg Code	S3D IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 28,91
EV (€m)	€ 42,77
Free Float	30,36%
Share Outstanding	11.657.000
52-week high	2,93
52-week low	1,90
Average Daily Volumes (3m)	53.000

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	58,2	64,0	71,0	81,5
EBITDA Adj.	4,1	5,2	7,1	8,9
EBIT	1,2	3,1	3,4	4,7
Net Profit	(0,1)	1,9	2,0	2,8
EBITDA Adj. margin	7,0%	8,1%	10,0%	10,9%
EBIT margin	2,0%	4,8%	4,7%	5,8%
Net Profit margin	N.A.	3,0%	2,8%	3,4%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA Adj. (x)	10,5	8,2	6,0	4,8
EV/EBIT (x)	37,2	13,8	12,7	9,0
P/E (x)	N.A.	15,2	14,4	10,3

**Mattia Petracca**

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

**Giuseppe Riviello**

[giuseppe.riviello@integrasim.it](mailto:giuseppe.riviello@integrasim.it)

#### Stocks performance vs FTSE Italia Growth



#### 1H22A Results

Il Gruppo, nella relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2022, ha comunicato di aver generato ricavi pari a € 30,31 mln, in aumento del 4,8% rispetto al valore del primo semestre dell'anno precedente e confermando il piano di crescita annunciato in fase di quotazione. L'EBITDA di periodo si attesta a € 2,47 mln, con un EBITDA margin pari al 7,8%, esito della buona gestione del magazzino e delle scorte; l'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,29 mln, risulta pari a € 1,18 mln, con un EBIT margin del 3,7%. Il Net Income al termine del primo semestre dell'anno registra un valore di € 0,32 mln. L'accesso al mercato quotato e il capitale raccolto hanno consentito l'implementazione di alcuni driver strategici di crescita, tra cui l'acquisizione di realtà sinergiche al business e lo sviluppo dell'espansione internazionale, oltre alla crescita del settore biomedicale.

#### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, tenendo conto delle incertezze a livello macroeconomico, modifichiamo leggermente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore della produzione FY22A pari a € 64,00 mln ed un EBITDA Adj. pari a € 5,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 8,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 90,50 mln (CAGR FY21A-FY25E: 11,7%) nel FY25E, con EBITDA Adj. pari a € 10,70 mln (EBITDA Adj. margin del 11,8%), in crescita rispetto a € 3,82 mln del FY21A (EBITDA Adj. margin del 7,0%).

#### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di SolidWorld 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 un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 129,9 mln. L'equity value di SolidWorld utilizzando i market multiples risulta invece pari a € 71,8 mln (con uno sconto del 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 100,8 mln. Il target price è pari a € 8,65 (prev. € 8,65), confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	48,59	55,08	60,80	68,50	79,00	88,00
Other Revenues	1,41	3,12	3,20	2,50	2,50	2,50
<b>Value of Production</b>	<b>50,00</b>	<b>58,20</b>	<b>64,00</b>	<b>71,00</b>	<b>81,50</b>	<b>90,50</b>
COGS	31,93	36,63	34,50	42,40	48,60	53,40
Services	5,18	5,59	11,00	8,40	9,60	11,00
Use of Asset	1,34	1,41	1,65	1,70	1,75	1,80
Employees	8,30	9,57	10,00	10,70	11,90	12,80
Other Operating Expenses	1,09	1,19	0,65	0,70	0,75	0,80
<b>EBITDA</b>	<b>2,16</b>	<b>3,82</b>	<b>6,20</b>	<b>7,10</b>	<b>8,90</b>	<b>10,70</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>4,3%</i>	<i>6,6%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,8%</i>
Extraordinary Items	0,41	0,27	(1,00)	0,00	0,00	0,00
<b>EBITDA Adj.</b>	<b>2,57</b>	<b>4,09</b>	<b>5,20</b>	<b>7,10</b>	<b>8,90</b>	<b>10,70</b>
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>5,1%</i>	<i>7,0%</i>	<i>8,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,8%</i>
D&A	1,83	2,67	3,10	3,75	4,15	4,15
<b>EBIT</b>	<b>0,33</b>	<b>1,15</b>	<b>3,10</b>	<b>3,35</b>	<b>4,75</b>	<b>6,55</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>0,7%</i>	<i>2,0%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,2%</i>
Financial Management	(0,45)	(0,50)	(0,30)	(0,30)	(0,45)	(0,55)
<b>EBT</b>	<b>(0,12)</b>	<b>0,65</b>	<b>2,80</b>	<b>3,05</b>	<b>4,30</b>	<b>6,00</b>
Taxes	0,30	0,78	0,90	1,05	1,50	1,90
<b>Net Income</b>	<b>(0,41)</b>	<b>(0,13)</b>	<b>1,90</b>	<b>2,00</b>	<b>2,80</b>	<b>4,10</b>

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Fixed Asset</b>	<b>12,78</b>	<b>18,75</b>	<b>21,00</b>	<b>20,00</b>	<b>18,60</b>	<b>17,25</b>
Account receivable	16,12	18,25	16,00	17,90	20,40	22,65
Inventories	2,83	2,73	3,50	3,35	3,65	3,85
Account payable	11,20	12,42	12,25	14,00	16,05	18,05
<b>Operating Working Capital</b>	<b>7,75</b>	<b>8,56</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>8,00</b>	<b>8,45</b>
Other Receivable	5,00	3,04	4,00	3,60	3,90	3,90
Other Payable	7,02	9,10	7,00	7,85	8,80	9,15
<b>Net Working Capital</b>	<b>5,73</b>	<b>2,50</b>	<b>4,25</b>	<b>3,00</b>	<b>3,10</b>	<b>3,20</b>
Severance Indemnities & Provision	2,73	3,66	3,45	3,75	4,10	4,40
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>15,78</b>	<b>17,59</b>	<b>21,80</b>	<b>19,25</b>	<b>17,60</b>	<b>16,05</b>
Share Capital	0,70	0,83	1,17	1,17	1,17	1,17
Reserves and Retained Profits	0,87	2,65	8,18	10,08	12,09	14,89
Net Profit	(0,41)	(0,13)	1,90	2,00	2,80	4,10
<b>Equity</b>	<b>1,15</b>	<b>3,35</b>	<b>11,25</b>	<b>13,25</b>	<b>16,05</b>	<b>20,15</b>
<b>Minorities Equity</b>	<b>1,01</b>	<b>0,38</b>	<b>0,38</b>	<b>0,38</b>	<b>0,38</b>	<b>0,38</b>
Cash and Cash Equivalent	2,87	3,29	8,33	10,93	13,03	15,88
Short-Term Financial debt	10,72	11,51	6,40	7,55	8,50	7,90
ML Term Financial Debt	5,77	5,64	12,10	9,00	5,70	3,50
<b>Net Financial Position</b>	<b>13,62</b>	<b>13,86</b>	<b>10,17</b>	<b>5,62</b>	<b>1,17</b>	<b>(4,48)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>15,78</b>	<b>17,59</b>	<b>21,80</b>	<b>19,25</b>	<b>17,60</b>	<b>16,05</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>EBIT</b>	<b>0,33</b>	<b>1,15</b>	<b>3,10</b>	<b>3,35</b>	<b>4,75</b>	<b>6,55</b>
Taxes	0,30	0,78	0,90	1,05	1,50	1,90
<b>NOPAT</b>	<b>0,04</b>	<b>0,37</b>	<b>2,20</b>	<b>2,30</b>	<b>3,25</b>	<b>4,65</b>
D&A	1,83	2,67	3,10	3,75	4,15	4,15
Change in receivable	(1,24)	(2,14)	2,25	(1,90)	(2,50)	(2,25)
Change in Inventories	0,90	0,10	(0,77)	0,15	(0,30)	(0,20)
Change in payable	0,73	1,22	(0,17)	1,75	2,05	2,00
Other Changes	(2,43)	4,04	(3,06)	1,25	0,65	0,35
<b>Change in NWC</b>	<b>(2,05)</b>	<b>3,23</b>	<b>(1,75)</b>	<b>1,25</b>	<b>(0,10)</b>	<b>(0,10)</b>
Change in Provision	0,29	0,93	(0,21)	0,30	0,35	0,30
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>0,11</b>	<b>7,20</b>	<b>3,34</b>	<b>7,60</b>	<b>7,65</b>	<b>9,00</b>
Capex	(2,4)	(8,6)	(5,4)	(2,8)	(2,8)	(2,8)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(2,34)</b>	<b>(1,44)</b>	<b>(2,01)</b>	<b>4,85</b>	<b>4,90</b>	<b>6,20</b>
Financial Management	(0,45)	(0,50)	(0,30)	(0,30)	(0,45)	(0,55)
Change in Payable to Banks	3,56	0,66	1,35	(1,95)	(2,35)	(2,80)
Change in Equity	0,35	1,70	6,00	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>1,13</b>	<b>0,42</b>	<b>5,04</b>	<b>2,60</b>	<b>2,10</b>	<b>2,85</b>

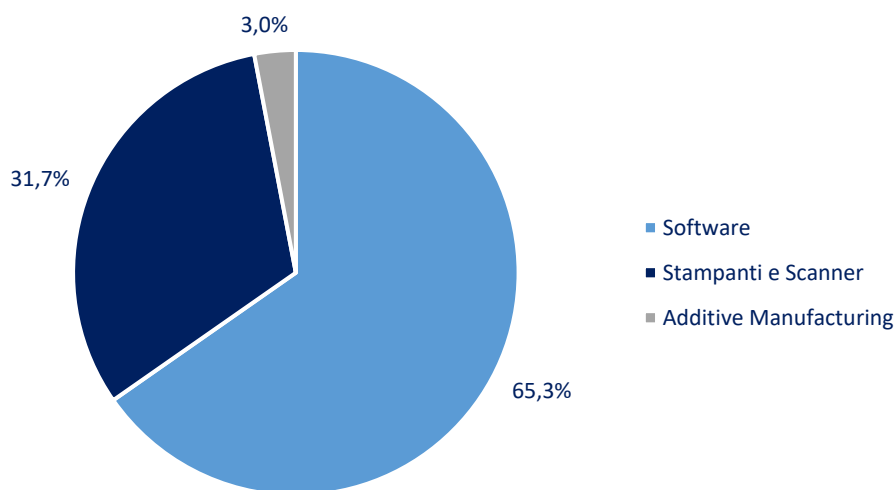
Source: SolidWorld and Integrae SIM estimates

## 1.1 1H22A Results

Tramite comunicato stampa, Roberto Rizzo, Fondatore e CEO di SolidWorld, ha dichiarato: *“Consegniamo al mercato risultati all’insegna della crescita e della redditività. La scelta di fare il nostro ingresso nel mercato quotato è stata a lungo ragionata e il processo che ha portato alla quotazione di SolidWorld ha richiesto un impegno totale, in termini di tempo e risorse, umane ed economiche. La Borsa fin da subito ci ha dato un nuovo e significativo impulso, in termini di visibilità, nazionale e internazionale, rispetto alla platea degli investitori, clienti e risorse umane, che non si riflette nei risultati di questo primo semestre. Grazie a questa ulteriore riconoscibilità e alle risorse ottenute in fase di quotazione abbiamo potuto mettere basi ancora più solide a quello che è il nostro piano di sviluppo del business. In pochi mesi dalla quotazione abbiamo già messo a terra azioni concrete legate ai nostri driver di crescita: acquisizione di realtà sinergiche che ci consentano di rafforzare la filiera di creazione del valore, anche tramite operazioni di M&A, lo sviluppo di un percorso di internazionalizzazione, la crescita in nuovi settori, come quello biomedicale, e l’acquisizione di leadership nel campo della produzione di hardware e software per l’industria 4.0. Infine, la complessa situazione geopolitica globale e i derivanti problemi legati al reperimento delle materie prime, oltre all’incremento dei costi energetici che hanno accelerato processi di inshoring e reshoring, hanno aumentato l’interesse rispetto all’adozione di soluzioni di stampa 3D e additive manufacturing, cui il nostro business e il nostro know how possono fornire una risposta efficace come nessun altro player sul territorio italiano”.*

Il Gruppo, da pochi mesi quotato su Euronext Growth Milan, nella relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2022, ha comunicato di aver generato ricavi delle vendite e delle prestazioni pari a € 30,31 mln, registrando una variazione in aumento del 4,8% rispetto al valore del primo semestre dell’anno precedente e confermando il piano di crescita annunciato in fase di quotazione. Specifichiamo che, essendo per SolidWorld il primo anno di quotazione, è stato redatto per la prima volta il bilancio consolidato intermedio, pertanto non è possibile un confronto diretto con i dati economici al 30 giugno 2021 (ad eccezione dei ricavi di vendita), non essendo questi sottoposti a revisione contabile.

**Chart 1 – Revenues Breakdown by BU**



Source: SolidWorld

I risultati economici positivi sono derivanti dall'attività di tutte le tre principali Business Unit del Gruppo: la divisione *software* contribuisce in maniera maggiore al fatturato, con un incidenza del 65,3%, mentre la BU *hardware* si attesta al 31,7%. Marginale l'*Additive Manufacturing*, che contribuisce per il 3,0%. Si nota quindi una buona performance sia per quanto riguarda le vendite di *hardware* e *software* (rispettivamente, +7,1% e +7,8%), che relativamente alle attività di *additive manufacturing*, che registrano un incremento del 29,3%. La suddivisione per Business Unit comprende il totale dei ricavi di ogni singola società appartenente alla linea di business di riferimento, mentre relativamente alle linee di ricavo, le vendite relative al servizio di manutenzione software sono quelle che contribuiscono in maniera maggiore (40,9%) al fatturato generato nel periodo di riferimento e rappresentano ricavi ricorrenti.

L'EBITDA di periodo si attesta a € 2,47 mln, con un EBITDA *margin* pari al 7,8%, esito della buona gestione del magazzino e delle scorte; a tale dato è stato applicato un *adjustment*, in ragione della presenza poste straordinarie e non ricorrenti, per un totale di € 0,07 mln e un EBITDA *adjusted* pari a € 2,54 mln (marginalità dell'8,0%). L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,29 mln, risulta pari a € 1,18 mln, con un EBIT *margin* del 3,7%.

Il Net Income al termine del primo semestre dell'anno registra un valore di € 0,32 mln.

A livello patrimoniale, non si denotano eccessive variazioni nella NFP, che passa dal valore del FY21A pari a € 13,86 mln al dato del 1H22A, pari a € 14,35 mln, non essendo ancora visibili gli effetti delle nuove risorse raccolte con il processo di quotazione: l'ammissione alle negoziazioni è avvenuta il 4 luglio 2022, immediatamente dopo la fine del primo semestre, con inizio delle negoziazioni in data 6 luglio e il collocamento di 3.571.000 azioni, per un controvalore complessivo di € 6,50 mln, i cui effetti saranno visibili nei risultati di bilancio di fine anno 2022. L'accesso al mercato quotato e il capitale raccolto hanno consentito l'implementazione di alcuni driver strategici di crescita, tra cui l'acquisizione di realtà sinergiche al business e lo sviluppo dell'espansione internazionale, oltre alla crescita del settore biomedicale.

## 1.2 FY22E – FY25E Estimates

**Table 2 – Estimates Updates FY22E - FY25E**

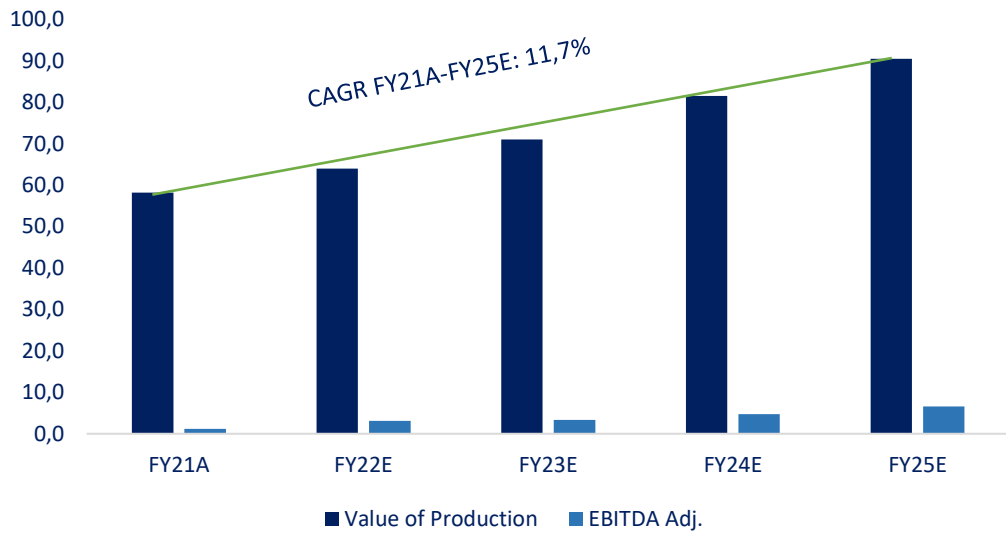
€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>VoP</b>				
New	<b>64,0</b>	<b>71,0</b>	<b>81,5</b>	<b>90,5</b>
Old	68,2	75,4	85,3	94,4
Change	-6,2%	-5,8%	-4,5%	-4,2%
<b>EBITDA Adj.</b>				
New	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>	<b>8,9</b>	<b>10,7</b>
Old	5,6	7,5	9,3	11,1
Change	-7,1%	-5,3%	-4,3%	-4,0%
<b>EBITDA Adj. %</b>				
New	<b>8,1%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,8%</b>
Old	8,2%	10,0%	10,9%	11,8%
Change	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>				
New	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,7</b>	<b>6,6</b>
Old	3,5	3,8	5,2	7,0
Change	-11,4%	-10,7%	-7,8%	-6,4%
<b>Net Income</b>				
New	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>
Old	2,0	2,0	2,8	4,1
Change	-5,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>NFP</b>				
New	<b>10,2</b>	<b>5,6</b>	<b>1,2</b>	<b>(4,5)</b>
Old	10,5	7,1	2,5	(3,2)
Change	N.A	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, tenendo conto delle incertezze a livello macroeconomico, modifichiamo leggermente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

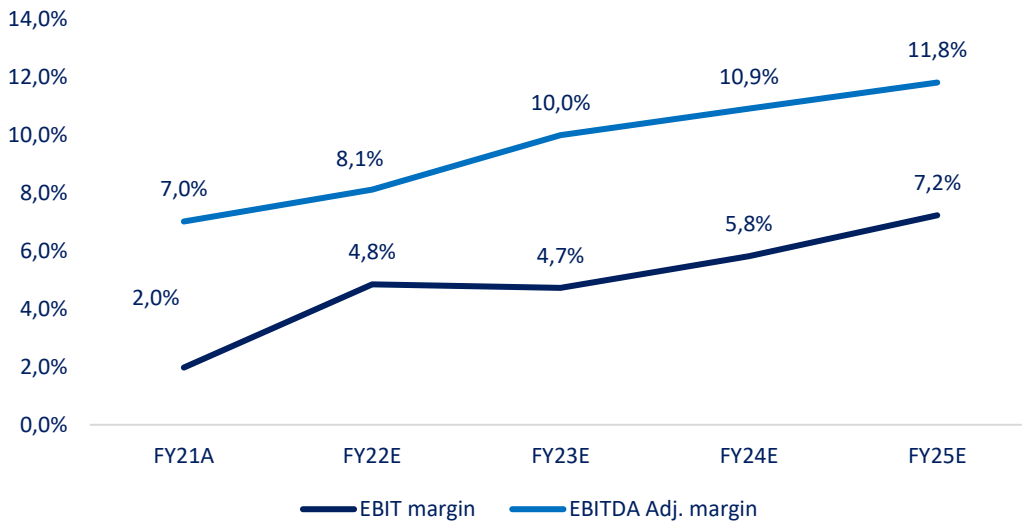
In particolare, stimiamo un valore della produzione FY22A pari a € 64,00 mln ed un EBITDA Adj. pari a € 5,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 8,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 90,50 mln (CAGR FY21A-FY25E: 11,7%) nel FY25E, con EBITDA Adj. pari a € 10,70 mln (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 11,8%), in crescita rispetto a € 3,82 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 7,0%).

**Chart 2 – VoP and EBITDA Adj. FY21A-25E**



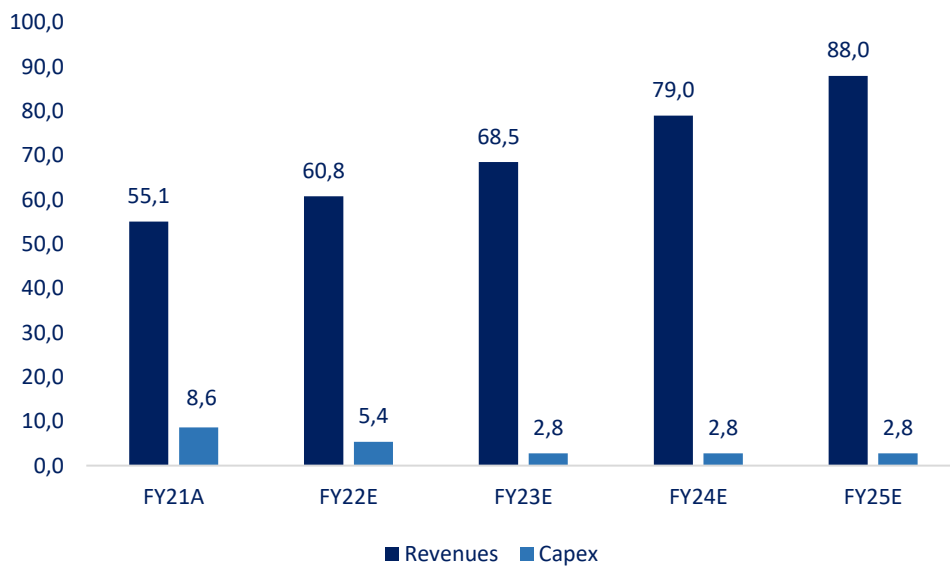
Source: Integrae SIM

**Chart 3 – Margin FY21A-25E**



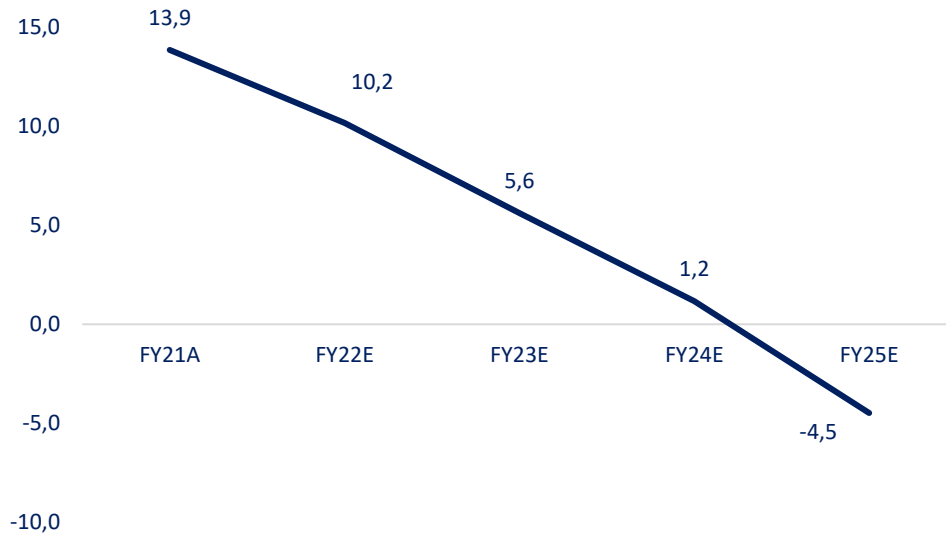
Source: Integrae SIM

**Chart 4 – Capex FY21A-25E**



Source: Integrae SIM

**Chart 5 – NFP FY21A - FY25E**



Source: Integrae SIM

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 3 – WACC**

WACC		5,89%
Risk Free Rate	2,18% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	0,9
D/E (average)	185,7% Beta Relevered	2,1
Ke	12,81% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,89%.

**Table 4 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		129,9
FCFO actualized	18,5	13%
TV actualized DCF	125,2	87%
<b>Enterprise Value</b>	<b>143,7</b>	<b>100%</b>
NFP (FY21A)	13,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 129,9 mln.

**Table 5 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

		WACC						
		4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%
Growth rate (g)	2,5%	349,5x	271,8x	221,1x	185,3x	158,8x	138,3x	122,0x
	2,0%	277,5x	225,7x	189,2x	162,1x	141,2x	124,5x	111,0x
	1,5%	230,4x	193,1x	165,5x	144,1x	127,2x	113,4x	101,9x
	1,0%	197,2x	169,0x	147,2x	129,9x	115,8x	104,1x	94,2x
	0,5%	172,6x	150,3x	132,6x	118,3x	106,3x	96,3x	87,7x
	0,0%	153,5x	135,5x	120,8x	108,6x	98,3x	89,6x	82,0x
	-0,5%	138,4x	123,4x	111,0x	100,5x	91,5x	83,8x	77,1x

Source: Integrae SIM



## 2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di SolidWorld. 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 (x)			EV / EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Stratasys Ltd.</b>	18,8	12,3	7,9	49,9	21,1	10,1
<b>3D Systems Corp.</b>	N/M	29,3	15,1	N/M	N/M	26,9
<b>Autodesk Inc.</b>	23,1	19,5	16,5	23,7	20,3	16,9
<b>ANSYS Inc.</b>	24,6	21,9	20,2	25,7	23,3	21,0
<b>Proto Labs Inc.</b>	10,0	9,0	6,8	16,2	13,7	10,2
<b>Median</b>	<b>20,9</b>	<b>19,5</b>	<b>15,1</b>	<b>24,7</b>	<b>20,7</b>	<b>16,9</b>

Source: Infinancials

**Table 7 – Market Multiples Valuation**

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	108,9	138,3	134,7
EV/EBIT	76,6	69,6	80,3
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	98,7	132,6	133,5
EV/EBIT	66,4	63,9	79,2
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	74,0	99,5	100,1
EV/EBIT	49,8	48,0	59,4
<b>Average</b>	<b>61,9</b>	<b>73,7</b>	<b>79,7</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di SolidWorld, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA ed EV/EBIT risulta essere pari a € 95,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%: **ne risulta un equity value pari a € 71,8 mln.**

## 2.3 Equity Value

**Table 8 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>100,8</b>
Equity Value DCF (€/mln)	129,9
Equity Value multiples (€/mln)	71,8
<b>Target Price (€)</b>	<b>8,65</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 100,8 mln. Il **target price** è quindi di € 8,65 (unch.).  
**Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

**Table 9 – Target Price Implied Valuation Multiples**

<b>Implied multiples</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
EV/EBITDA	22,0x	16,1x	12,9x
EV/EBIT	37,0x	34,2x	24,1x

Source: Integrae SIM

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

<b>Implied multiples</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
EV/EBITDA	8,2x	6,0x	4,8x
EV/EBIT	13,8x	12,7x	9,0x

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 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
11-07-22	2.26	Buy	8.65	Medium	Initiation of Coverage
08-08-22	1.97	Buy	8.65	Medium	Flash Note
13-09-22	1.97	Buy	8.65	Medium	Flash Note

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](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. 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 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 the SolidWorld Group S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by SolidWorld Group S.p.A.;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.