

UPDATE

SolidWorld Group

Euronext Growth Milan | 3D Technology | Italy

Produzione 04/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 05/10/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 7,00

prev. € 9,15

Risk



Medium

Upside potential

58,8%

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
VoP	60,76	65,50	73,00	84,00
EBITDA	4,02	5,20	6,55	8,40
EBIT	1,40	2,00	3,25	4,90
Net Profit	0,11	0,85	1,60	2,60
NFP	12,25	10,56	9,67	7,82
EBITDA margin	6,6%	7,9%	9,0%	10,0%
EBIT margin	2,3%	3,1%	4,5%	5,8%
Net Income margin	0,2%	1,3%	2,2%	3,1%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 4,41
Target price	€ 7,00
Upside/(Downside) potential	58,8%
Ticker	S3D IM
Market Cap (€/mln)	€ 61,90
Enterprise Value (€/mln)	€ 74,15
Free Float	30,58%
Share Outstanding	14.036.371
52-week high	€ 6,82
52-week low	€ 1,84
Average daily volumes (3 months)	65.352

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	26,72%	-6,37%	-27,16%	90,61%
to FTSE Italia Growth	35,18%	3,98%	-13,42%	100,04%
to Euronext STAR Milan	35,96%	6,55%	-11,27%	95,46%
to FTSE All-Share	31,30%	-2,52%	-27,31%	66,48%
to EUROSTOXX	30,93%	0,26%	-22,17%	72,95%
to MSCI World Index	31,79%	-1,90%	-28,66%	77,59%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	18,4x	14,3x	11,3x	8,8x
EV/EBIT	52,9x	37,1x	22,8x	15,1x
P/E	n.m	72,8x	38,7x	23,8x

1H23A Results

Nella relazione consolidata al 30 giugno 2023, il Gruppo riporta ricavi consolidati per € 33,14 mln, in aumento del 9,3% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 30,31 mln, confermando il suo percorso di crescita. L'EBITDA di periodo ammonta a € 2,76 mln, segnando un aumento dell'11,6% rispetto al dato 1H22A, pari a € 2,47 mln e riportando una marginalità sul valore della produzione pari al 7,8%, in linea con l'esercizio precedente. L'EBIT è invece pari a € 1,19 mln, con un EBIT *Margin* che passa dal 3,7% del 1H22A all'attuale 3,4%, in ragione di un lieve aumento del D&A a causa degli investimenti sostenuti nella prima parte dell'esercizio. Positivo anche il Net Income, € 0,43 mln, in crescita rispetto al dato del 1H22A di € 0,32 mln.

Estimates Update

Aggiorniamo la stima sul valore della produzione FY23E a € 65,50 mln con EBITDA pari a € 5,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 7,9%, in lieve flessione rispetto alle aspettative precedenti in ragione dei costi di integrazione delle nuove acquisizioni, soprattutto relativamente al nuovo personale. Per gli anni successivi, stimiamo valore della produzione in aumento fino a € 84,00 mln (CAGR FY22A - FY25E: 11,4%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 8,40 mln (marginale del 10,0%), in crescita rispetto a € 4,02 mln del FY22A (marginale del 6,6%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di SolidWorld Group 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 € 111,2 mln. L'*equity value* utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 85,4 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 98,3 mln. **Il target price è di € 7,00, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A*	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	55,08	57,75	62,50	70,00	81,00
Other Revenues	3,12	3,02	3,00	3,00	3,00
Value of Production	58,20	60,76	65,50	73,00	84,00
COGS	24,26	25,25	36,80	40,60	46,20
Services	18,06	18,86	8,80	9,60	10,80
Use of Asset	1,41	1,45	1,70	1,80	2,00
Employees	9,57	10,20	12,00	13,35	15,40
Other Operating Expenses	1,09	0,98	1,00	1,10	1,20
EBITDA	3,82	4,02	5,20	6,55	8,40
<i>EBITDA Margin</i>	6,6%	6,6%	7,9%	9,0%	10,0%
<i>Extraordinary Items</i>	0,27	0,08	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adj.	4,09	4,10	5,20	6,55	8,40
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	7,0%	6,7%	7,9%	9,0%	10,0%
<i>D&A</i>	2,67	2,62	3,20	3,30	3,50
EBIT	1,15	1,40	2,00	3,25	4,90
<i>EBIT Margin</i>	2,0%	2,3%	3,1%	4,5%	5,8%
Financial Management	(0,50)	(0,82)	(0,60)	(0,60)	(0,60)
EBT	0,65	0,58	1,40	2,65	4,30
Taxes	0,78	0,46	0,55	1,05	1,70
Net Income	(0,13)	0,11	0,85	1,60	2,60

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A*	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	18,75	21,94	22,75	23,70	24,70
Account receivable	18,25	18,72	18,80	19,70	20,50
Inventories	2,73	2,62	3,00	3,35	3,90
Account payable	12,42	12,52	14,30	15,50	16,20
Operating Working Capital	8,56	8,82	7,50	7,55	8,20
Other Receivable	3,04	3,53	3,60	3,90	4,20
Other Payable	9,10	9,41	9,50	10,00	11,00
Net Working Capital	2,50	2,93	1,60	1,45	1,40
Severance Indemnities & Provision	3,66	3,98	4,10	4,20	4,40
NET INVESTED CAPITAL	17,59	20,90	20,25	20,95	21,70
Share Capital	0,83	1,17	1,17	1,17	1,17
Reserves and Retained Profits	2,65	7,17	7,29	8,14	9,74
Net Profit	(0,13)	0,11	0,85	1,60	2,60
Equity	3,35	8,46	9,31	10,91	13,51
Minorities Equity	0,38	0,19	0,38	0,38	0,38
Cash and Cash Equivalent	3,29	3,88	3,34	3,73	4,48
Short-Term Financial debt	11,85	8,22	7,50	7,40	7,30
ML Term Financial Debt	5,30	7,91	6,40	6,00	5,00
Net Financial Position	13,86	12,25	10,56	9,67	7,82
TOTAL SOURCES	17,59	20,90	20,25	20,95	21,70

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,40	2,00	3,25	4,90
Taxes	0,46	0,55	1,05	1,70
NOPAT	0,94	1,45	2,20	3,20
D&A	2,62	3,20	3,30	3,50
Change in receivable	(0,46)	(0,08)	(0,90)	(0,80)
Change in Inventories	0,11	(0,38)	(0,35)	(0,55)
Change in payable	0,10	1,78	1,20	0,70
Other Changes	(0,18)	0,02	0,20	0,70
Change in NWC	(0,44)	1,33	0,15	0,05
Change in Provision	0,31	0,12	0,10	0,20
OPERATING CASH FLOW	3,43	6,11	5,75	6,95
Investments	(5,8)	(4,0)	(4,3)	(4,5)
FREE CASH FLOW	(2,38)	2,10	1,50	2,45
Financial Management	(0,82)	(0,60)	(0,60)	(0,60)
Change in Payable to Banks	(1,02)	(2,23)	(0,50)	(1,10)
Change in Equity	4,81	0,19	(0,00)	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	0,59	(0,54)	0,40	0,75

Source: SolidWorld Group and Integrae SIM estimates

*dati 2021 pro-forma

Company Overview

SolidWorld Group è il principale 3D *Digital System Integrator* italiano attivo nell'innovazione digitale 3D. Nato nel 2004, il Gruppo, controllato dalla Capogruppo SolidWorld SpA, si compone di più di dieci Società controllate che coprono tutte le fasi della filiera digitale dedicata alla 3D *Digital Manufacturing*; tramite 14 sedi operative e 3 poli tecnologici, SolidWorld Group opera su tutto il territorio italiano offrendo servizi di stampa 3D, servizi di formazione e, supportando i reparti di progettazione e produzione delle più moderne realtà produttive italiane, servizi integrati in settori quali *automotive*, *aerospaziale*, *meccanica*, *meccatronica*, *sportssystem*, *home design* e *moda*.

Più recentemente, con la nuova divisione BIO3DMODEL, il Gruppo opera anche nel settore biomedicale in cliniche e centri ospedalieri attraverso la fornitura di servizi di consulenza, software di segmentazione, stampanti e visori; da agosto è anche attivo nel settore fotovoltaico, con l'acquisizione del ramo d'azienda Formula E.

In generale, la *mission* di SolidWorld Group è assistere i clienti nei loro processi di innovazione verso l'utilizzo delle tecniche più avanzate in ambito 3D *Digital Process*, quindi dalla progettazione alla strutturazione del processo produttivo di realizzazione di prototipi o prodotti finiti attraverso la stampa 3D.

1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	35,24	2,76	7,8%	1,19	0,43	12,79
1H22A	31,71	2,47	7,8%	1,18	0,32	12,25*
Change	11,1%	11,6%	0,0%	0,7%	35,5%	N.A

Source: Integrae SIM

*NFP as of 31/12/2022

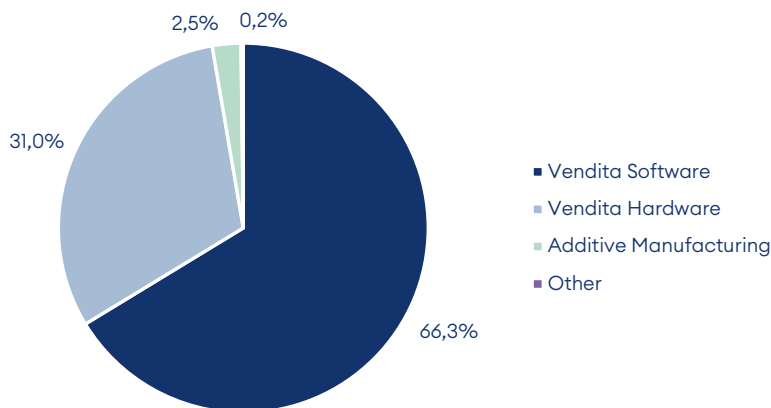
Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Il 2023 è stato un anno di forte espansione e di importanti investimenti per il nostro gruppo. Siamo partiti a gennaio inaugurando una nuova sede a Dubai per aprirci verso i mercati mediorientali. Abbiamo acquisito SolidFactory, nostra controllata che si occupa di implementare sistemi produttivi digitali 4.0. Abbiamo avviato la produzione in serie di Electrospider, biostampante in grado di replicare tessuti e organi umani, creando uno stabilimento produttivo ad hoc con personale qualificato, con focus sulla medicina rigenerativa. Abbiamo effettuato alcune operazioni di acquisizione che ci hanno consentito di incrementare il nostro pacchetto clienti e di entrare in un nuovo settore, quello delle energie rinnovabili. Questi investimenti sono stati possibili grazie anche al processo di quotazione sull’Euronext Growth Milan che ci ha permesso di raccogliere il capitale necessario da investire nella crescita del gruppo e nell’apertura di nuove aree di attività, cogliendo le opportunità che lo scenario estremamente dinamico (ma nello stesso tempo incerto) ci ha presentato. Questa trasformazione ha reso SolidWorld un gruppo tecnologico presente in diversi settori e linee di business, accomunati, grazie alla tecnologia 3D, dalla spinta all’innovazione, alla digitalizzazione e all’automazione.”*

Nella relazione consolidata al 30 giugno 2023, il Gruppo riporta ricavi consolidati per € 33,14 mln, in aumento del 9,3% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 30,31 mln, confermando il suo percorso di crescita.

In particolare, il contributo principale al fatturato, pari al 66,3% del totale (65,3% nell’1H22A), proviene dalla linea di business Vendita Software (+11,0% yoy), che comprende le attività di Subscription Initial e Subscription Renewal e la vendita di soluzioni software per l’analisi e la gestione di dati relativi alla produzione delle realtà industriali clienti del Gruppo. Sono in linea con le aspettative anche i ricavi derivanti dalla BU Vendita Hardware, relativa alla rivendita di stampanti 3D, che incide sul totale per il 31,0%, e i ricavi dell’Additive Manufacturing, con un’incidenza del 2,5%.

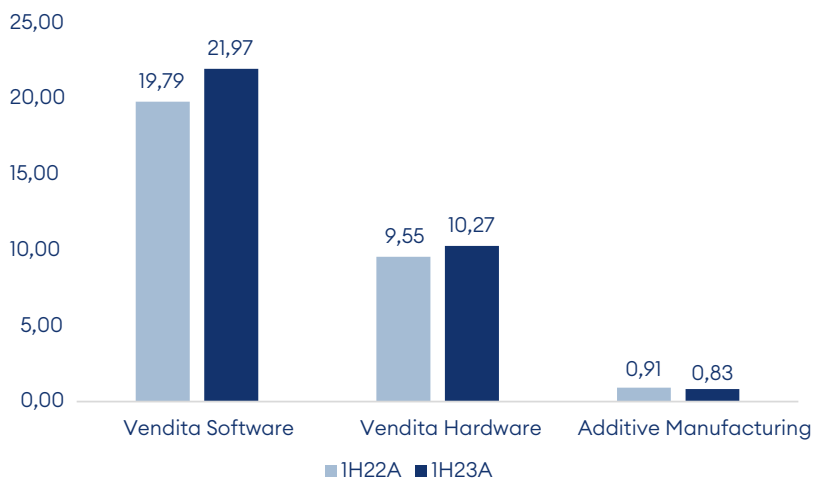
Il valore della produzione, considerando altri ricavi per € 2,10 mln, ammonta a € 35,24 mln, in crescita dell’11,1% rispetto allo stesso dato del primo semestre 2022, pari a € 31,71 mln.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: SolidWorld Group

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT 1H22A VS 1H23A



Source: SolidWorld Group

L'EBITDA di periodo ammonta a € 2,76 mln, segnando un aumento dell'11,6% rispetto al dato 1H22A, pari a € 2,47 mln e riportando una marginalità sul valore della produzione pari al 7,8%, in linea con l'esercizio precedente e in crescita rispetto al dato di fine anno 2022, pari al 6,6%. L'EBITDA *Adjusted*, che considera anche proventi e oneri straordinari negativi per € 0,05 mln, è risultato pari a € 2,71 mln, con un'incidenza del 7,7% sul valore della produzione, in leggera riduzione rispetto all'8,0% del 1H22A. Questo cambiamento è dovuto principalmente alla riorganizzazione aziendale resa necessaria dalle acquisizioni.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,57 mln, è invece pari a € 1,19 mln, con un EBIT *Margin* che passa dal 3,7% del 1H22A all'attuale 3,4%, in ragione di un lieve aumento del

D&A a causa degli investimenti sostenuti nella prima parte dell'esercizio. Positivo quindi anche il Net Income, pari a € 0,43 mln, in crescita rispetto al dato del 1H22A pari a € 0,32 mln.

La NFP passa dai € 12,25 mln della fine dell'esercizio precedente, ai € 12,79 mln del 1H23A.

SolidWorld Group vede la propria evoluzione e crescita proseguire in modo spedito, soprattutto per quanto riguarda l'internazionalizzazione e l'integrazione di business coerenti con la vocazione della Società. La nuova sede a Dubai (attraverso la società SolidWorld Middle East DMCC, controllata al 60,0%), tra le tante iniziative, vede volumi di affari in rapida crescita: l'espansione sta consentendo una maggiore diffusione dei prodotti negli Emirati, territorio fertile e con forte domanda per l'eccellenza tecnologica italiana e in particolare per i sistemi di progettazione e stampa 3D, di cui il Gruppo si fa portavoce.

La politica di internazionalizzazione sta coinvolgendo anche ulteriori espansioni in Qatar, in cui si stanno siglando accordi con agenzie commerciali per la vendita di biostampanti all'estesa rete di strutture sanitarie del territorio, fortemente interessate all'innovazione introdotta da questi prodotti. Non solo a livello geografico, l'espansione prosegue anche a livello di business: nata come azienda di software e stampa 3D, SolidWorld Group è ad oggi attiva su tre segmenti: la stampa 3D industriale, che rappresenta il *core business*, il segmento biomedicale, grazie all'acquisizione del brevetto e successiva produzione e vendita della biostampante Electrospider, e il segmento delle fonti rinnovabili, tra i settori più trainanti dell'economia globale.

Nel mese di agosto, infatti, si è conclusa l'operazione di conferimento di un ramo di azienda tecnologico da parte di Formula E Srl, società del gruppo Vismunda, *leader* mondiale di automazione per *equipment* dedicato al settore delle energie rinnovabili: l'operazione, effettuata tramite la controllata SolidFactory, consentirà di realizzare intere linee di produzione per la realizzazione di pannelli fotovoltaici, in qualità di *contractor* industriale. Infine, sempre nel mese di agosto, si è ultimata l'acquisizione del 100% del capitale sociale di Valore BF 3d Srl, società in cui è stato conferito il ramo d'azienda tecnologico del venditore B.F. Forniture Ufficio Srl attivo nella commercializzazione del software CAD 3D SolidWorks, sviluppato da Dassault Systèmes SE e del quale SolidWorld è già rivenditore autorizzato in Italia.

Nei prossimi mesi si procederà pertanto a finalizzare il processo di integrazione tra le varie società del Gruppo, al fine di efficientare i processi e semplificare l'organizzazione delle attività, portando così una sostenuta crescita del fatturato e della marginalità nel prossimo futuro.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Value of production			
New	65,5	73,0	84,0
Old	63,7	70,0	80,0
Change	2,8%	4,3%	5,0%
EBITDA			
New	5,2	6,6	8,4
Old	6,0	7,4	9,2
Change	-13,3%	-10,9%	-8,7%
EBITDA margin			
New	7,9%	9,0%	10,0%
Old	9,4%	10,5%	11,5%
Change	-1,5%	-1,5%	-1,5%
EBIT			
New	2,0	3,3	4,9
Old	3,2	4,4	6,0
Change	-37,5%	-25,3%	-18,3%
Net Income			
New	0,9	1,6	2,6
Old	2,0	2,8	3,9
Change	-57,5%	-41,8%	-33,3%
Net financial position			
New	10,6	9,7	7,8
Old	10,1	6,0	(0,0)
Change	N.A	N.A	N.A

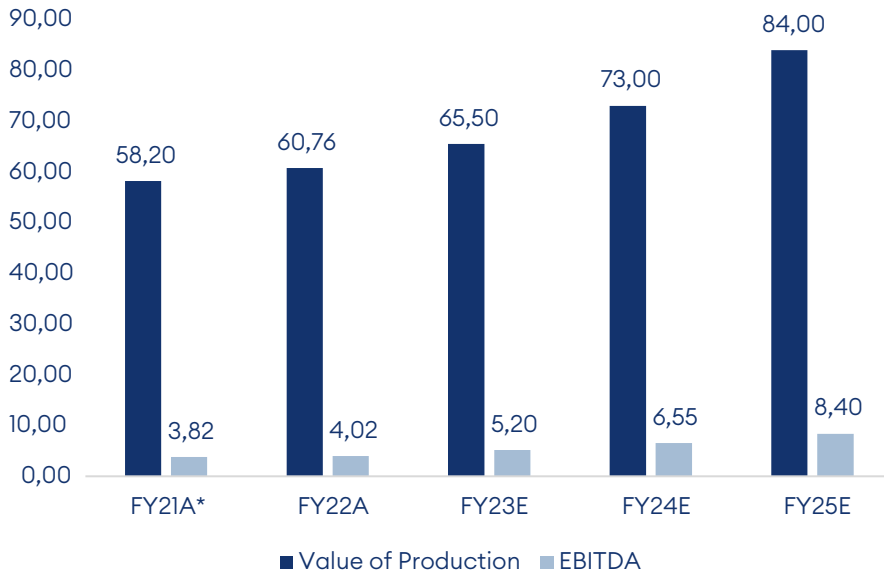
Source: Integrae SIM

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

In particolare, stimiamo un valore della produzione FY23E pari a € 65,50 mln ed un EBITDA pari a € 5,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 7,9%, in lieve flessione rispetto alle aspettative precedenti in ragione dell'integrazione delle nuove acquisizioni, che ha comportato costi aggiuntivi soprattutto relativamente al nuovo personale. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 84,00 mln (CAGR FY22A - FY25E: 11,4%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 8,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 10,0%), in crescita rispetto a € 4,02 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 6,6%).

Le nuove acquisizioni impattano ovviamente anche in termini di Capex, che stimiamo pari a circa € 12,80 mln per il prossimo triennio.

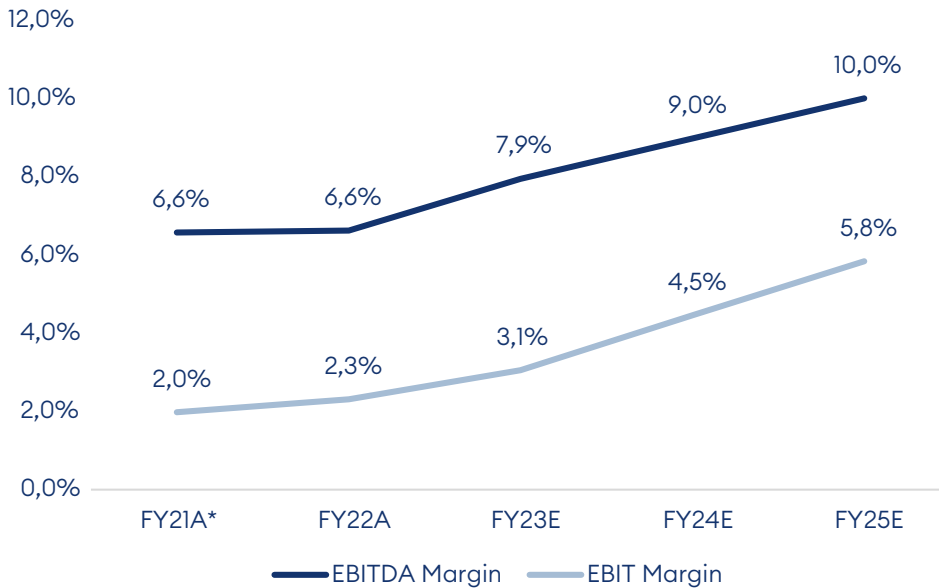
CHART 3 - VOP AND EBITDA FY21A - 25E



*dati 2021 pro-forma

Source: Integrae SIM estimates

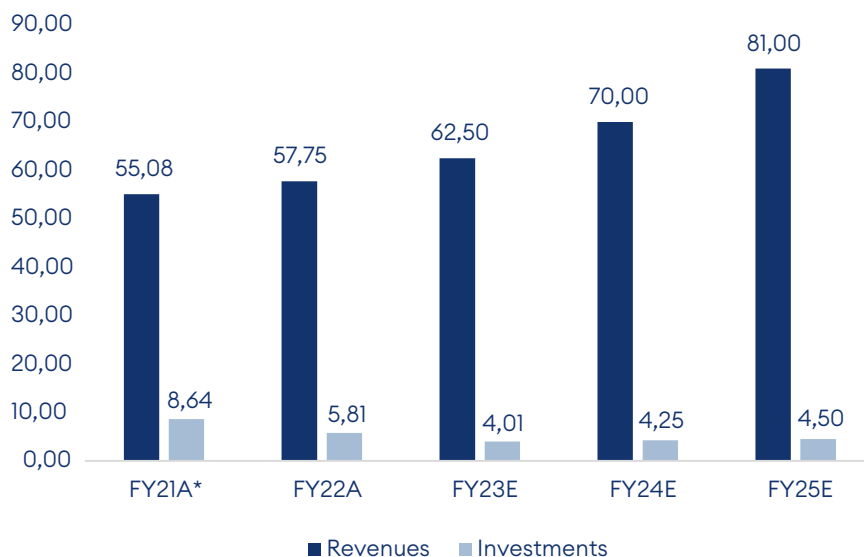
CHART 4 - MARGIN FY21A - 25E



*dati 2021 pro-forma

Source: Integrae SIM estimates

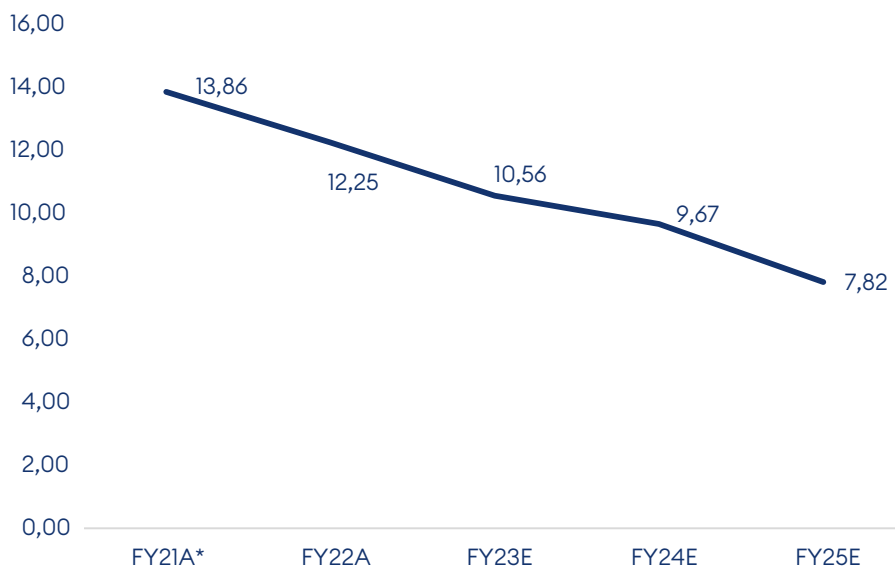
CHART 5 – CAPEX FY21A - 25E



*dati 2021 pro-forma

Source: Integrae SIM estimates

CHART 6 – NFP FY21A - 25E



*dati 2021 pro-forma

Source: Integrae SIM estimates

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				6,11%
D/E 233,3%	Risk Free Rate 3,6%	β Adjusted 0,9	α (specific risk) 2,5%	
K_d 4,0%	Market Premium 8,3%	β Relevered 2,4	K_e 13,6%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,11%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	11,8	9,6%
TV actualized DCF	111,6	90,4%
Enterprise Value	123,4	100%
NFP (FY22A)	12,3	
Equity Value	111,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 111,2 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%
	2,5%	282,1	224,6	185,7	157,6	136,3	119,7	106,4
	2,0%	227,9	188,4	159,9	138,3	121,5	108,0	96,9
	1,5%	191,2	162,2	140,4	123,3	109,6	98,3	88,9
	1,0%	164,6	142,4	125,1	111,2	99,7	90,2	82,2
	0,5%	144,6	126,9	112,8	101,2	91,5	83,4	76,4
	0,0%	128,8	114,5	102,7	92,9	84,6	77,5	71,3
	-0,5%	116,2	104,2	94,3	85,8	78,6	72,3	66,9

Source: Integrae SIM

Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di SolidWorld Group, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method. Il *panel* è composto da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA		
	FY23E	FY24E	FY25E
Stratasys Ltd.	17,2x	13,0x	8,5x
3D Systems Corp.	n/a	37,2x	5,8x
Autodesk Inc.	22,6x	19,9x	18,2x
ANSYS Inc.	26,0x	22,9x	20,6x
Proto Labs Inc.	n/a	n/a	n/a
Peer median	22,6x	21,4x	13,4x

Source: Infincials

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

EV/EBITDA - €/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)	117,5	140,2	112,1
Equity Value	107,0	130,5	104,3
Equity Value post 25,0% discount	80,2	97,9	78,2

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di SolidWorld Group, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA, risulta essere pari a circa € 113,9 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 85,4 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	98,3
Equity Value DCF (€/mln)	111,2
Equity Value multiples (€/mln)	85,4
Target Price (€)	7,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 98,3 mln. **Il target price passa quindi da € 9,15 a € 7,00**, principalmente in ragione dell'incremento del numero di azioni dopo l'esercizio dei warrant. **Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	27,5x	21,3x	16,9x	13,2x
EV/EBIT	78,9x	55,3x	34,0x	22,6x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	18,4x	14,3x	11,3x	8,8x
EV/EBIT	52,9x	37,1x	22,8x	15,1x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella 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
07/10/2022	2,48	Buy	8,65	Medium	Update
06/02/2022	2,45	Buy	8,65	Medium	Breaking News
23/02/2023	3,52	Buy	8,65	Medium	Breaking News
03/04/2023	6,98	Buy	9,15	Medium	Update
28/04/2023	6,00	Buy	9,15	Medium	Breaking News
17/05/2023	5,18	Buy	9,15	Medium	Breaking News
29/05/2023	5,30	Buy	9,15	Medium	Breaking News
12/06/2023	5,14	Buy	9,15	Medium	Breaking News
24/07/2023	4,31	Buy	9,15	Medium	Breaking News
01/08/2023	3,70	Buy	9,15	Medium	Breaking News
03/08/2023	3,61	Buy	9,15	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 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 SolidWorld SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by SolidWorld SpA;
- It carries out media marketing activities on behalf of SolidWorld SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of SolidWorld SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.