

Data produzione: 29 Aprile 2020 - h 18.30

Data pubblicazione: 30 Aprile 2020 - h 7.00

MATICA FINTEC	Italy	FTSE AIM Italia	Technology Machinery
Rating: BUY	Target Price: € 2,75 (prev. 3,53)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	25,60%	-15,59%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	22,38%	-0,65%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	10,08%	0,56%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	21,05%	9,42%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	17,25%	4,21%	N/A	N/A
to MSCI World Index	12,50%	-2,66%	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 1,57
Target price	€ 2,75
Upside/(Downside) potential	75,1%
Bloomberg Code	MFTIM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 16,50
EV (€m)	€ 17,82
Free Float	38,39%
Share Outstanding	10.508.200
52-week high	€ 2,38
52-week low	€ 0,99
Average daily volumes (3m)	37.000

Key Financials (€m)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
VoP	15,0	12,3	19,0	21,7
EBITDA	3,2	1,6	4,0	5,0
EBIT	0,7	(0,5)	2,5	3,7
Net Profit	0,3	(0,6)	1,7	2,5
EPS (€)	0,03	-0,06	0,16	0,24
EBITDA margin	21,2%	13,0%	21,1%	23,1%
EBIT margin	4,3%	-4,1%	13,2%	17,1%

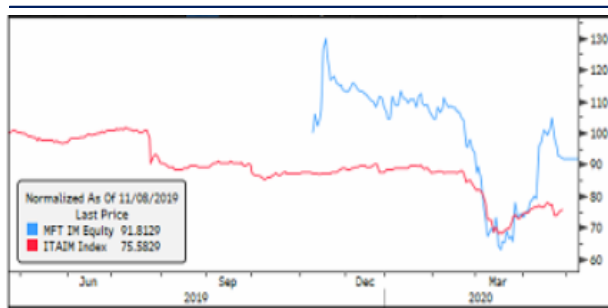
Main Ratios	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	5,6	11,1	4,5	3,6
EV/EBIT (x)	27,4	N/A	7,1	4,8
P/E (x)	53,9	N/A	10,0	6,5

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY19A Results

Il valore della produzione si attesta a € 14,97 mln, rispetto a un valore pari a € 13,99 registrato a fine 2018 e a € 15,15 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita rispetto al 2018 è stata possibile soprattutto grazie alla costante crescita nel mercato delle istituzioni finanziarie e ai riscontri positivi delle soluzioni proposte nel mercato ID.

L'EBITDA, pari a € 3,2 mln, registra un significativo aumento pari al 40% rispetto a un EBITDA a € 2,3 mln nell'esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,96 mln.

Estimates Update

Crediamo che l'attività della Società risentirà degli effetti dell'epidemia, soprattutto in ragione delle difficoltà nella supply chain, che potrebbero portare ad un rallentamento nella lavorazione degli ordini ricevuti.

Crediamo che il valore della produzione crescerà fino a € 25,5 mln nel 2023 (CAGR 19A-23E: 14,94%).

Per quanto riguarda l'EBITDA Margin, stimiamo che questo valore potrà crescere fino a 25,3% nel 2023.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Matica Fintec 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 €29,2 mln. L'equity value utilizzando i market multiples risulta essere pari €28,6 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €28,9 mln. Il target price è di €2,75; rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	13,50	14,32	12,00	18,60	21,20	25,00
Other Revenues	0,49	0,65	0,30	0,40	0,45	0,45
Value of Production	13,99	14,97	12,30	19,00	21,65	25,45
COGS	6,60	6,10	5,10	7,90	9,00	10,40
Use of Asset owned by Others	0,25	0,25	0,20	0,30	0,35	0,40
Services	1,76	2,24	2,00	2,90	3,00	3,30
Employees	3,09	3,14	3,30	3,80	4,20	4,80
Other Operating Expenses	0,03	0,07	0,10	0,10	0,10	0,10
EBITDA	2,26	3,18	1,60	4,00	5,00	6,45
<i>EBITDA Margin</i>	<i>16,2%</i>	<i>21,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>21,1%</i>	<i>23,1%</i>	<i>25,3%</i>
D&A	2,69	2,53	2,10	1,50	1,30	1,10
EBIT	(0,42)	0,65	-0,50	2,50	3,70	5,35
<i>EBIT Margin</i>	<i>-3,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>-4,1%</i>	<i>13,2%</i>	<i>17,1%</i>	<i>21,0%</i>
Financial Management	(0,34)	0,03	(0,12)	(0,10)	(0,08)	(0,05)
EBT	(0,76)	0,68	-0,62	2,40	3,62	5,30
Taxes	0,17	0,37	0,00	0,75	1,10	1,60
Net Income	(0,93)	0,31	-0,62	1,65	2,52	3,70
R&D for Matica Holding*	0,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Income	(0,23)	0,31	-0,62	1,65	2,52	3,70

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	7,30	5,96	4,55	3,75	3,30	2,70
Accounts receivable	1,73	2,41	2,60	3,60	4,10	4,80
Inventories	2,59	3,01	2,50	3,80	4,30	5,00
Accounts payable	2,93	2,28	1,90	2,90	3,30	3,80
Intercompany receivables/(payables)	0,17	0,02	0,15	0,20	0,25	0,30
Operating Working Capital	1,56	3,15	3,35	4,70	5,35	6,30
Other Receivables	0,81	1,41	1,40	2,00	2,30	2,70
Other Payables	0,78	1,32	1,10	1,70	1,95	2,25
Net Working Capital	1,59	3,24	3,65	5,00	5,70	6,75
Severance Indemnities & Provision	0,54	0,40	0,60	0,60	0,60	0,65
NET INVESTED CAPITAL	8,36	8,80	7,60	8,15	8,40	8,80
Share Capital	3,50	5,25	3,50	3,50	3,50	3,50
Reserves and Retained Profits	(0,77)	1,92	2,22	1,60	3,25	5,77
Net Profit	(0,23)	0,31	(0,62)	1,65	2,52	3,70
Equity	2,50	7,48	5,10	6,75	9,27	12,97
Cash and Cash Equivalents	0,84	5,55	3,70	3,50	4,47	6,47
Short-Term Financial Debt	1,30	2,97	2,00	1,50	1,00	0,50
ML Term Financial Debt	3,28	1,86	2,50	2,00	1,50	1,00
Net Financial Position	3,74	(0,73)	0,80	(0,00)	(1,97)	(4,97)
Other Debt	2,12	2,05	1,70	1,40	1,10	0,80
NFP Adjusted	5,86	1,32	2,50	1,40	(0,87)	(4,17)
TOTAL SOURCES	8,36	8,80	7,60	8,15	8,40	8,80

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	0,65	(0,50)	2,50	3,70	5,35
Taxes	0,37	0,00	0,75	1,10	1,60
NOPAT	0,28	(0,50)	1,75	2,60	3,75
D&A	2,53	2,10	1,50	1,30	1,10
Change in receivables	(0,68)	(0,19)	(1,00)	(0,50)	(0,70)
Change in inventories	(0,42)	0,51	(1,30)	(0,50)	(0,70)
Change in payables	(0,65)	(0,38)	1,00	0,40	0,50
Other Changes	0,09	(0,34)	(0,05)	(0,10)	(0,15)
Change in NWC	(1,66)	(0,41)	(1,35)	(0,70)	(1,05)
Change in Provisions	(0,14)	0,20	0,00	0,00	0,05
OPERATING CASH FLOW	1,01	1,40	1,90	3,20	3,85
Investments	(1,18)	(0,69)	(0,70)	(0,85)	(0,50)
FREE CASH FLOW	(0,17)	0,70	1,20	2,35	3,35
Financial Management	0,03	(0,12)	(0,10)	(0,08)	(0,05)
Change in Payables to Banks	0,24	(0,33)	(1,00)	(1,00)	(1,00)
Change in Equity	4,67	(1,75)	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	4,78	(1,50)	0,10	1,27	2,30

Source: Matica and Integræ SIM estimates

1.1 FY19A Results

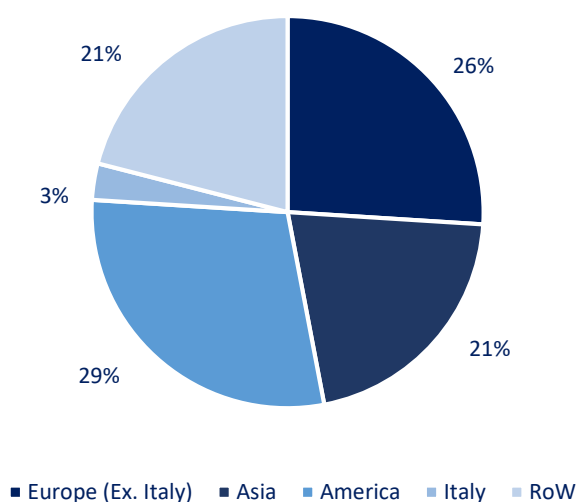
Table 2 – Actual VS Estimates FY19A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP Adj.
FY19A	14,97	3,18	21,2%	0,65	0,31	1,32
FY19E	15,15	2,96	19,5%	0,61	0,17	-1,87
<i>Change</i>	-1,2%	7,4%	1,7%	6,2%	77,9%	N.A

Source: Integrae SIM

Il valore della produzione si attesta a € 14,97 mln, rispetto a un valore pari a € 13,99 mln registrato a fine 2018 e a € 15,15 mln stimati nel nostro precedente *report*. La crescita rispetto al 2018 è stata possibile soprattutto grazie alla costante crescita nel mercato delle istituzioni finanziarie e ai riscontri positivi delle soluzioni proposte nel mercato ID.

Chart 1 – Revenues Breakdown by Geographical Area



Source: Integrae SIM

Il 97% del fatturato è generato all'estero di cui il 26% in Europa (Italia esclusa), il 21% in Asia, il 29% in America e il restante 21% nel resto del mondo. Il restante 3% è generato in Italia.

L'EBITDA, pari a € 3,2 mln, registra un significativo aumento pari al 40% rispetto a un EBITDA a € 2,3 mln nell'esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,96 mln. La crescita è dovuta principalmente al significativo incremento delle vendite di soluzioni ad alto contenuto tecnologico. Anche l'EBITDA Margin, pari al 21,2%, aumenta in maniera significativa rispetto al 16,2% del 2018 e supera le nostre precedenti stime, pari al 19,5%. Nella variazione dell'EBITDA, hanno influito le differenti incidenze sul valore della produzione delle voci COGS e costi per servizi. I COGS hanno diminuito la loro incidenza grazie ad un mix di vendita più favorevole, mentre è aumentata l'incidenza dei costi per servizi, in ragione dei costi di quotazione. Tuttavia, la diminuzione dell'incidenza dei COGS è più che proporzionale all'aumento dell'incidenza dei costi dei servizi.

L'EBIT è pari a € 0,65 mln (negativo per € 0,4 mln nel 2018) dopo ammortamenti per € 2,5 mln (€ 2,7 mln nel 2018). Anche il valore dell'EBIT supera le nostre precedenti stime, pari a 0,61 mln. Di conseguenza, anche l'EBIT Margin, pari al 4,3% è superiore alle nostre stime pari al 4,0%.

L'Utile Netto si attesta a € 0,3 mln (negativo per € 0,2 mln nel 2018) con una crescita di € 0,5 mln, in linea con il nostro precedente *report*.

A livello di gestione del circolante, registriamo:

- l'aumento della voce crediti commerciali in ragione di una maggior incidenza delle commesse lavorate nella seconda parte dell'anno;
- la diminuzione della voce debiti commerciali, in ragione di pagamenti anticipati ai fornitori finalizzati ad ottenere prezzi più favorevoli;
- l'aumento della voce altri crediti, imputabile principalmente a crediti tributari collegati all'operazione di IPO sul mercato AIM Italia.

La voce Capex risulta in crescita rispetto alle nostre stime (pari a €0,64 mln), facendo registrare un valore pari a € 1,18 mln. Gli investimenti aggiuntivi sono collegati principalmente a costi capitalizzabili di ricerca e sviluppo.

La NFP Adjusted risulta pari a € 1,32 mln, rispetto ad un valore pari a € 5,86 mln registrato nel 2018. Il miglioramento della posizione finanziaria è stato possibile soprattutto grazie all'operazione di IPO sul mercato AIM Italia avvenuta l'11 novembre 2019, che ha contribuito per € 6 mln (esclusa l'opzione di *greenshoe*, pari a circa € 0,9 mln) a alla generazione di flussi di cassa positivi derivante dalla gestione operativa. Tuttavia, la NFP Adjusted risulta in peggioramento rispetto alle nostre stime (pari a € -1,87 mln).

All'interno della NFP Adjusted, viene considerata anche la voce other debt, che comprende: i debiti tributari scaduti e i debiti previdenziali scaduti, tali debiti, essendo rateizzati, sono da considerare al pari di un vero e proprio debito finanziario.

1.2 FY20E – FY23E Estimates

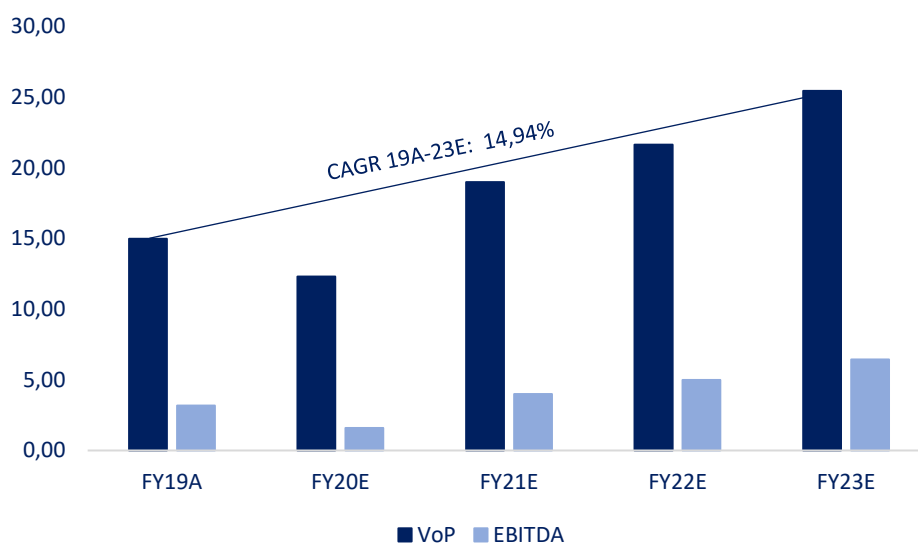
Per quanto riguarda la diffusione dell'epidemia Covid 19, Matica, avendo dimostrato agli organi competenti l'essenzialità della propria attività al fine assicurare la continuità delle filiere strategiche per il Paese, ha potuto proseguire la propria operatività. Tuttavia, crediamo che l'attività della Società risentirà degli effetti dell'epidemia, soprattutto in ragione delle difficoltà nella supply chain, che potrebbero portare ad un rallentamento nella lavorazione degli ordini ricevuti.

Table 3 – Estimates Updates FY20E-23E

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
VoP				
New	12,3	19,0	21,7	25,5
Old	16,9	19,0	21,7	25,5
Change	-27,2%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA				
New	1,6	4,0	5,0	6,5
Old	3,5	4,1	5,0	6,8
Change	-54,3%	-2,4%	0,0%	-4,4%
EBITDA %				
New	13,0%	21,1%	23,1%	25,3%
Old	20,7%	21,6%	23,1%	26,5%
Change	-7,7%	-0,5%	0,0%	-1,2%
EBIT				
New	(0,5)	2,5	3,7	5,4
Old	1,6	2,7	4,0	5,7
Change	-132,2%	-7,4%	-7,5%	-5,3%
Net Income				
New	(0,6)	1,7	2,5	3,7
Old	1,0	1,8	2,8	4,2
Change	-163,2%	-9,3%	-8,4%	-10,8%
NFP Adj.				
New	2,5	1,4	(0,9)	(4,2)
Old	(2,1)	(5,4)	(8,5)	(12,7)
Change	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Source: Integrae SIM

Chart 3 – Sales and EBITDA FY19A-23E

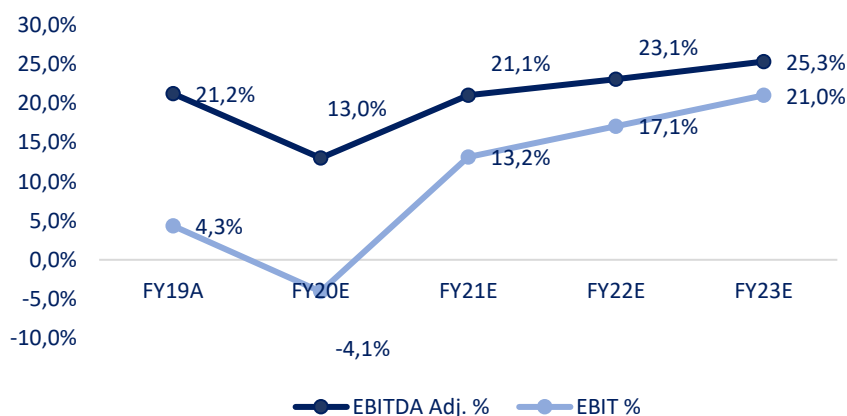


Source: Integrae SIM

Per quanto riguarda le stime del Valore della Produzione, preferiamo mantenere un approccio molto conservativo, andando a rivedere al ribasso le aspettative del precedente *report* per l'anno 2020E, in ragione dell'incertezza causata dall'epidemia Covid-19. In particolare, abbiamo stimato un impatto molto basso dei mesi di marzo e aprile sul valore della produzione e una ripartenza graduale per i mesi seguenti.

Per gli anni successivi, confermiamo le nostre stime, crediamo infatti che la Società sarà in grado di riprendere la piena attività nella seconda parte di quest'anno e che potrà beneficiare di un trend positivo dei pagamenti elettronici, legato alla riduzione dell'utilizzo del denaro contante (anche per effetto dell'epidemia Covid 19). Crediamo che il valore della produzione crescerà fino a € 25,5 mln nel 2023 (CAGR 19A-23E: 14,94%)

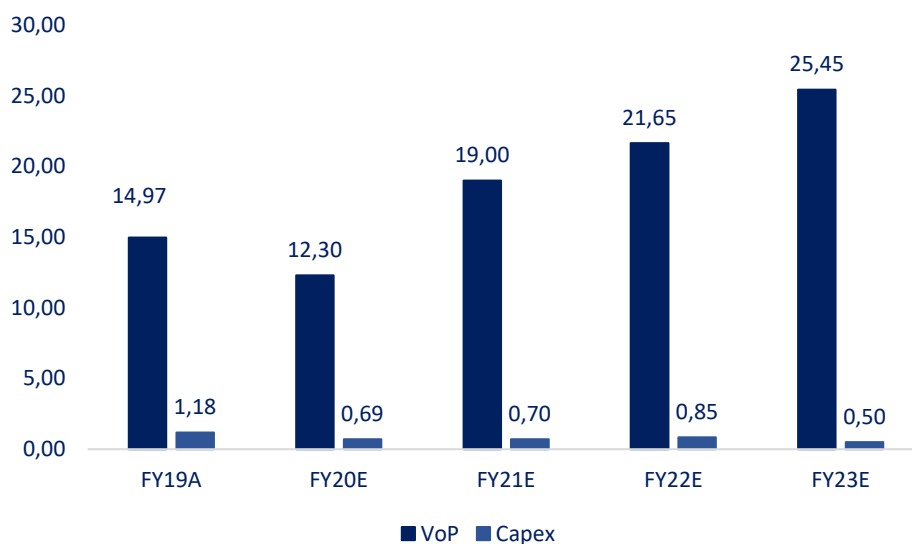
Chart 4 – Estimates Margin FY19A-23E



Source: Integrae SIM

Per quanto riguarda la marginalità, prevediamo un decremento per l'anno 2020 legato alla riduzione del valore della produzione e per effetto dell'incidenza di costi fissi come i costi del personale. Per gli anni successivi, crediamo che la Società sarà in grado, già dal 2021E, di generare un EBITDA Margin molto simile a quello del 2019A. Per gli anni successivi, stimiamo che questo valore potrà crescere fino a 25,3% nel 2023.

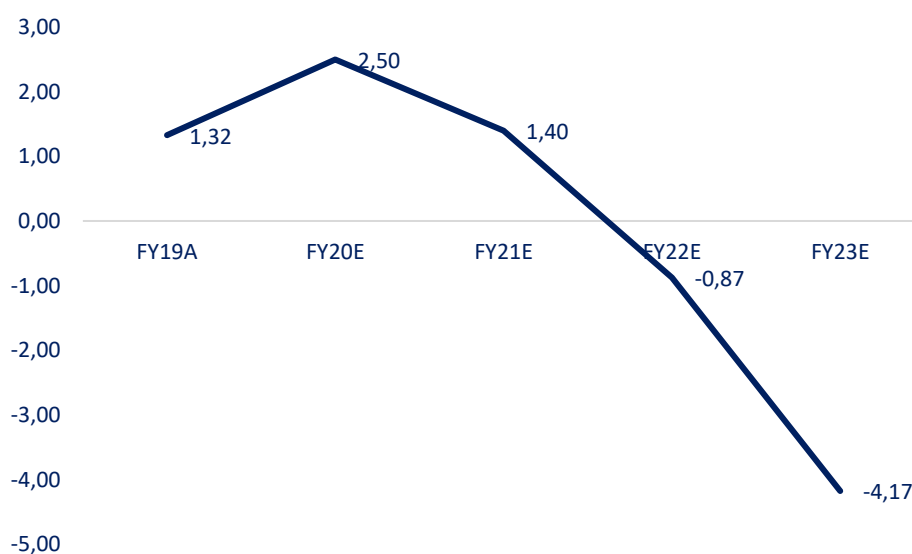
Chart 5 – Estimates Capex FY19A-23E



Source: Integrae SIM

A livello di Capex, confermiamo le nostre stime del precedente *report*, crediamo infatti che la Società sarà in grado di continuare ad investire, al fine di sfruttare le opportunità di crescita che potranno presentarsi nei prossimi anni.

Chart 6 – Estimates NFP Adjusted FY19A-23E



Source: Integrae SIM

Infine, crediamo che la NFP Adjusted possa risentire dell'effetto dell'epidemia Covid per l'anno in corso, per poi riprendere il percorso di miglioramento negli anni successivi. All'interno della NFP Adjusted, viene considerata anche la voce other debt, che comprende: i debiti tributari scaduti e i debiti previdenziali scaduti. Per quanto riguarda queste due voci, stimiamo un piano di rimborso pari a € 0,3 mln all'anno.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		8,40%
Risk Free Rate	0,83% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	10,04% Beta Adjusted	0,79
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	1,03
Ke	11,22% Kd	2,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,40%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		29,2
FCFO actualized	6,5	21%
TV actualized DCF	24,1	79%
Enterprise Value	30,5	100%
NFP (FY19A)	1,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €29,2 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
Growth rate (g)	2,5%	47,9	42,9	38,7	35,3	32,4	30,0	27,8
	2,0%	43,6	39,4	35,9	33,0	30,4	28,3	26,4
	1,5%	40,0	36,5	33,5	30,9	28,7	26,8	25,1
	1,0%	37,1	34,1	31,5	29,2	27,2	25,5	24,0
	0,5%	34,6	32,0	29,7	27,7	25,9	24,3	22,9
	0,0%	32,5	30,2	28,1	26,3	24,7	23,3	22,0
	-0,5%	30,7	28,6	26,8	25,1	23,7	22,4	21,2

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Matica, 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 (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Zebra Technologies Corp.	16,4	12,7	11,6
Evolis SA	9,6	6,6	N/A
Sato Holdings Corp.	N/A	N/A	N/A
Median	13,0	9,6	11,6

Source: Infiniticals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	20,8	38,6	58,0
Equity Value			
EV/EBITDA	18,3	37,2	58,9
Equity Value post discount			
EV/EBITDA	13,7	27,9	44,2
Average	13,7	27,9	44,2

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Matica, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA, risulta essere pari a circa €38,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di €28,6 mln.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	28,9
Equity Value DCF (€/mln)	29,2
Equity Value multiples (€/mln)	28,6
Target Price (€)	2,75

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €28,9 mln. Il *target price* è quindi di €2,75 (prev. €3,53). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Implied Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	18,9x	7,6x	6,0x
EV/EBIT	N/A	12,1x	8,2x
P/E	N/A	17,5x	11,5x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Implied Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	11,1x	4,5x	3,6x
EV/EBIT	N/A	7,1x	4,8x
P/E	N/A	10,0x	6,5x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999

Analyst/s certification

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them, as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking transactions. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

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 29 March 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 stock 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
12/11/2019	1,75	Buy	3,53	Medium	Initiation of coverage

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. 16190 of 29.10.2007, 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 and/or 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:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Matica Fintec S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Matica Fintec S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Matica Fintec S.p.A.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae.