

Assiteca

AIM Italia

Equity Update

Rating Buy

Target Price: €2,38

Year	Sales €k	EBITDA €k	EBIT €k	Net Profit €k	Eps €	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x
giu-15	58.651	7.894	7.365	3.254	0,105	9,7	10,4	16,5
giu-16	67.706	11.509	10.947	5.471	0,176	6,6	7,0	9,8
giu-17	78.548	14.922	14.297	7.525	0,242	5,1	5,3	7,1
giu-18	90.812	18.787	18.090	10.020	0,323	4,1	4,2	5,3

	New	Old
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target Price	2,38	2,65

Market Data (€)

Close Price (€)	1,76
Share Outstanding (k)	31041
Market Cap (€m)	54632
Market Float (%)	13,0
Avg Daily Vol (n.)	n.m.
Past 12 Months	Max 1,99 Min 1,70

Performance	3 M	12 M
Absolute	-4,9	n.a
Relative	5,2	n.a



ASSITECA

Broker internazionale dal 1982

I risultati dell'esercizio chiuso al 30 giugno 2015 sono in linea con le nostre stime. Abbiamo modificato le nostre stime 2016-18F in funzione della raccolta dell'IPO. Deliberato un dividendo di €0,03 per azione. I ricavi hanno raggiunto €58,6 mln (€58,3 mln al giugno 2014), mentre l'Ebitda pro-forma, che recepiscono gli effetti delle acquisizioni intervenute nel corso del 2015, è cresciuto del 13,4% YoY a €7,9 mln. Dall'analisi di questi dati emerge con evidenza che, coerentemente al passato, la crescita dei ricavi, anche per linee esterne, avviene senza penalizzare la redditività aziendale, lasciando quindi spazio all'ottenimento di economie di scala negli esercizi successivi alle acquisizioni. A fronte infatti di una crescita dei ricavi pari a circa 4 milioni di euro, resta confermata nel primo esercizio post acquisizione la redditività sia operativa (Ebitda margin pari a circa 13,5%) che quella netta (Profit Margin pari a circa il 5,5%).

Per quanto riguarda la posizione finanziaria netta, il dato puntuale al 30 giugno segna un incremento, in realtà del tutto contingente e legato esclusivamente al capitale circolante, totalmente recuperato nei primi giorni del mese successivo. Infatti vi è stato un significativo spostamento dei pagamenti effettuati alle compagnie tra giugno e luglio (anticipati rispetto all'anno precedente circa €3 mln), mentre sono slittati ai primi giorni del mese successivo incassi da clienti per circa €5 mln.

Abbiamo modificato le nostre stime 2016-18F in funzione della raccolta dell'IPO. Al di là dei risultati del bilancio di Assiteca chiuso al 30 giugno 2015 che hanno mostrato miglioramenti economici, patrimoniali e finanziari significativi, riteniamo importante analizzare la strategia di crescita futura. Il gruppo Assiteca prevede la continuazione della strategia di crescita esterna - che è stata parte integrante della sue equity story attraverso un significativo piano di acquisizioni - con investimenti complessivi per circa €30 mln nei prossimi 3-4 anni di realtà medio-piccole anche all'estero (in particolare nei mercati di lingua spagnola del centro sud America) e con l'ulteriore sviluppo del mercato spagnolo.

La valutazione: rating Buy, equity value €2,38 per azione (da €2,65) risk medium. Abbiamo condotto la valutazione di Assiteca sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value range" di una società come Assiteca caratterizzata da alcuni particolarità. (flussi di cassa, management quality, azionisti manager etc.).

Antonio Tognoli
+39 02 7862 5303
antonio.tognoli@integrae.it

Le stime

Le stime per il periodo 2016-18

Le nostre stime per il periodo 2016-18F tengono conto della strategia della società, oltre che delle aspettative circa l'andamento del settore assicurativo e del brokeraggio assicurativo contenute nella sezione dedicata al mercato.

Il gruppo Assiteca prevede la continuazione della strategia di crescita esterna - che è stata parte integrante della sue equity story attraverso un significativo piano di acquisizioni - con investimenti complessivi per circa €30 mln nei prossimi 3-4 anni di realtà medio-piccole anche all'estero (in particolare nei mercati di lingua spagnola del centro sud America) e con l'ulteriore sviluppo del mercato spagnolo.

Per questo motivo, Assiteca procederà alla creazione di un nucleo di specialisti dell'M&A dedicato che consenta il completamento dell'offerta di prodotti e servizi, la copertura di nuove aree geografiche e l'aumento dei volumi realizzando così sinergie di scala e ulteriori recuperi di efficienza.

Riteniamo corretta l'impostazione del management di Assiteca di crescita attraverso acquisizioni. Il mercato dei broker si è storicamente sviluppato per via esterna (le «big 3» a livello mondiale, la stessa AON in Italia, Assiteca durante tutta la sua storia e con una accelerazione negli ultimi anni).

Le acquisizioni consentono infatti una serie di vantaggi, quali l'ottenimento di portafogli clienti stabili, la possibilità di effettuare cross-selling e inevitabili economie di scala.

Riteniamo corretto anche il momento storico attuale per effettuare acquisizioni in quanto in Italia ci sono molti piccoli broker in vendita ad un prezzo interessante, il mercato dei broker italiani è molto frammentato e i piccoli broker preferiscono cedere la loro attività ad un italiano indipendente (per mantenere un ruolo personale e per la continuità aziendale) che a una multinazionale.

All'estero Assiteca punta a sviluppare la controllata al 100% EOS Spagna, che opera prevalentemente nella regione della Catalogna, e che da quest'anno ha raggiunto condizioni di break even operativo. Sul mercato spagnolo sono presenti diverse opportunità di aggregazioni sia in Catalogna che nella regione di Madrid. Assiteca punta a raddoppiare il proprio fatturato in Spagna nell'arco dei prossimi tre anni.

A partire dal mercato spagnolo si possono aprire delle opportunità di acquisizione interessanti nell'America Latina (in particolare Cile e Messico). Sul mercato europeo e nel Middle East Assiteca intende seguire un approccio opportunistico.

Con questo scenario riteniamo che i principali driver di crescita dei ricavi possano essere:

- ipotesi dettagliate di incremento puntuale definite su ogni singolo account per ciascuna area geografica/divisione. Tali ipotesi sono state costruite basandosi sulle performance storiche;
- ipotesi di churn rate del -1,5% annuo;
- ipotesi di trascinamento positivo dell'1% annuo generato dalla ripresa economica.

I principali driver di costi riteniamo invece che possano essere i seguenti:

- provvigioni passive allineate alla crescita delle provvigioni attive;

- definizione puntuale delle «teste» in organico e dei relativi costi per ogni società tenendo conto degli incrementi necessari a soddisfare l'incremento del business;
- altri costi (servizi, ammortamenti, accantonamenti, spese generali): sono trascurabili ed in linea con quanto registrato storicamente.

Fig. 1 – Il conto economico consolidato

Dati in €/000	30.6.13	30.6.14	30.6.15	30.6.16	30.6.17	30.6.18
RICAVI LORDI	44.664	52.226	58.651	67.706	78.548	90.812
PROVVIGIONI PASSIVE	-6.467	-7.376	-7.646	-8.487	-9.540	-10.739
RICAVI NETTI	38.197	44.850	51.006	59.219	69.008	80.073
COSTI OPERATIVI	-33.289	-37.904	-43.112	-47.710	-54.086	-61.286
EBITDA	4.908	6.946	7.894	11.509	14.922	18.787
<i>Ebitda margin</i>	<i>11,0%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,5%</i>	<i>17,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>20,7%</i>
AMMORTAMENTI	-288	-463	-529	-562	-625	-697
EBIT	4.620	6.483	7.365	10.947	14.297	18.090
<i>Ebit margin</i>	<i>10,3%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>16,2%</i>	<i>18,2%</i>	<i>19,9%</i>
GESTIONE FINANZIARIA	-659	-742	-885	-864	-667	-511
AMMORTAMENTO ONERI PLURIENNALI	-475	-102	-241	-309	-389	-479
AMMORTAMENTO AVVIAMENTO	-789	-83	0	0	0	0
COMPONENTI STRAORDINARI	-383	-243	-141	-87	0	0
RISULTATO ANTE IMPOSTE	2.314	5.313	6.098	9.687	13.241	17.100
UTILE DI TERZI	-140	-138	-243	-231	-303	-80
IMPOSTE	-1.145	-2.266	-2.601	-3.986	-5.413	-7.000
UTILE NETTO	1.029	2.910	3.254	5.471	7.525	10.020

Fonte: Assiteca e stime Integræ SIM.

Fig. 2 – Lo stato patrimoniale consolidato

Dati in €/000	30.6.13	30.6.14	30.6.15	30.6.16	30.6.17	30.6.18
Immobilizzazioni Immateriali	11.746	20.466	19.156	31.592	38.062	47.928
Immobilizzazioni materiali	1.270	1.540	1.452	1.415	1.354	1.263
Immobilizzazioni Finanziarie	2.712	3.164	4.673	3.183	3.183	3.183
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	15.728	25.170	25.281	36.190	42.599	52.374
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	10.857	7.365	14.502	12.737	11.063	10.405
PATRIMONIO NETTO	(5.166)	(5.587)	(7.457)	(20.859)	(29.315)	(40.266)
PATRIMONIO NETTO di terzi		(351)	(866)	(1.237)	(1.539)	(761)
T.F.R.	(5.050)	(7.491)	(8.652)	(9.102)	(9.552)	(10.002)
Esposizione Bancaria (Net Debt)	(15.860)	(11.991)	(19.058)	(9.080)	(7.756)	(6.675)
Debiti finanziari per acquisto	(509)	(7.115)	(3.750)	(8.650)	(5.500)	(5.075)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	(16.369)	(19.106)	(22.808)	(17.730)	(13.256)	(11.750)

Fonte: Assiteca e stime Integrae SIM.

Fig. 3 – Il cash flow

Dati in €/000	30.6.16	30.6.17	30.6.18
Net Debt iniziale	(19.058)	(9.080)	(7.756)
Utile netto	5.471	7.525	10.020
Utile di terzi	231	303	80
Ammortamenti imm.ni immateriali	309	389	479
Ammortamenti imm.ni materiali	562	625	697
Variazione netta t.f.r.	250	250	250
Oneri finanziari	864	667	511
Variazione capitale circolante netto	1.000	2.000	1.000
CASH FLOW DELLA GESTIONE	8.686	11.759	13.037
- IPO netto	7.000		
- immobilizzazioni materiali	(250)	(250)	(250)
- immobilizzazioni immateriali	(200)	(200)	(200)
- partecipazioni	(5.325)	(10.250)	(11.925)
- distribuzione dividendi	931	931	931
- oneri finanziari	(864)	(667)	(511)
CASH FLOW DA ATTIVITA'	1.292	(10.436)	(11.955)
CASH FLOW DELL'ESERCIZIO	9.978	1.323	1.081
Net Debt finale	(9.080)	(7.756)	(6.675)

Fonte: Assiteca e stime Integrae SIM.

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di Assiteca sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value range" di una società come Assiteca caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, azionisti manager etc.).

Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Assiteca consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2020F. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Di seguito i dati di input:

Fig. 4 – I dati di input

Main assumptions	
Rendimento bond 10y	1,20%
Equity Risk Premium	8,60%
Ke	14,1%
Kd	4,0%
Tax rate	31,4%
D/CI	57,3%
E/CI	42,7%
Beta Unl	0,68
Beta Lev	1,50
Fattore specifico rischio PMI	2,50%
g	2,0%
WACC	10,10%

Fonte: elaborazione Integræ SIM

Abbiamo assunto i parametri della tabella precedente sulla base delle seguenti assumptions:

- il risk free rate è il rendimento medio lordo Rendistato (Banca d'Italia) dei titoli con scadenza tra 4 anni e sette mesi e 6 anni e sei mesi relativi al periodo novembre 2014 – ottobre 2015;

- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari all'8,60% (Aggiornamento Gennaio 2015);
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 5 anni relativo allo stesso campione di titoli (laddove possibile) comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,68. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (1 anno) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R². Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,68) è stato corretto sulla base della seguente formula: $\text{Beta Adjusted} = 0,68 * 0,67 + 1 * 0,33$ (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis – John Wiley & Sons, 2009), arrivando a determinare il beta unlevered pari a 0,78. Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio stimato per Assiteca per gli anni 2015-17F. il Beta levered risulta così pari a 1,21.

Fig. 5 – Il calcolo del Beta medio utilizzato

Company	Unlevered Beta				
	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year
Marsh & McLennan Companies Inc...	0,99	1,02	0,92	0,87	0,89
Arthur J Gallagher And Co	0,75	0,80	0,79	0,74	0,75
Willis Group Holdings PLC	0,24	0,22	0,27	0,34	0,39
Brown And Brown Inc	0,66	0,73	0,77	0,79	0,80
StanCorp Financial Group Inc.	0,71				
Berkshire Hathaway	0,76	0,78	0,80	0,84	0,85
Media	0,68	0,71	0,71	0,72	0,74

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinalcials

- il tasso di crescita “g” utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale al 2%;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2,5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari, Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri, Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC del 10,1%.

Fig. 6 – Il modello DCF

DCF	giu-16	giu-17	giu-18	giu-19	giu-20	giu-21	TV
EBIT	10.947	14.297	18.090	22.613	28.266	35.332	
Imposte teoriche	(3.437)	(4.489)	(5.680)	(7.100)	(8.876)	(11.094)	
NOPAT	7.509	9.808	12.410	15.512	19.390	24.238	
Ammortamenti	1.172	1.056	991	1.090	1.199	1.318	
NWC Var (Trade)	0	0	0	0	0	0	
Capex	(11.000)	(11.000)	(11.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	
FCFF	(2.318)	(136)	2.400	11.602	15.589	20.556	9.864
Time factor	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	6,00
Discount Factor	1,10	1,21	1,33	1,47	1,62	1,78	1,78
NPV FCFF	(2.106)	(113)	1.799	7.897	9.637	11.543	68.409
Enterprise Value	97.066						
PFN/(cassa)	17.730						
Equity Value	79.336						

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un equity value di €79,3mln.

Fig. 7 – Sensitivity Analysis (Wacc - Long Term Growth)

		WACC							
		8,60%	9,10%	9,60%	10,10%	10,60%	11,10%	11,60%	12,10%
G	3,5%	131092	116886	104995	94892	86202	78646	72014	66147
	3,0%	120549	108313	97918	88976	81202	74381	68346	62969
	2,5%	111736	101039	91838	83839	76820	70612	65080	60121
	2,0%	104259	94790	86558	79336	72948	67257	62155	57555
	1,5%	97835	89363	81931	75357	69502	64252	59520	55232
	1,0%	92257	84607	77842	71816	66414	61545	57133	53118
	0,5%	87368	80405	74202	68643	63633	59093	54962	51186

Fonte: elaborazione Integrae SIM

La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano negli stessi settori di Assiteca, ma con una capitalizzazione maggiore e con una diversa struttura organizzativa.

Queste le società con i multipli per il periodo 2014-16F (Fonte Infonics), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

Fig. 8 - I peers

Company	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E			Ebitda Margin		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Willis Group Holdings Plc	10,94	9,27	8,30	13,37	11,49	10,13	18,12	15,87	13,69	22,9%	23,4%	24,7%
Arthur J. Gallagher & Co.	9,41	8,07	7,45	16,58	13,47	11,96	18,20	16,01	14,11	16,6%	17,9%	18,1%
Brown & Brown Inc.	9,23	8,75	8,28	11,51	10,79	10,17	19,56	17,79	16,54	32,8%	32,8%	32,7%
Marsh & McLennan Compa	11,01	10,25	9,51	12,85	11,90	10,89	18,51	16,83	14,88	22,4%	23,0%	23,4%
Aon plc	12,31	11,50	10,63	13,56	12,53	11,95	16,07	14,82	13,20	21,9%	22,7%	23,6%
Steadfast Group Ltd,	7,27	6,86	6,53	8,74	7,93	7,54	13,91	13,08	12,49	30,7%	33,0%	32,4%
Media	10,03	9,12	8,45	12,77	11,35	10,44	17,40	15,73	14,15	24,5%	25,5%	25,8%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €91,0 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo un valore di €68,2 mln, più basso rispetto a quello risultante dalla metodologia dello sconto dei flussi di cassa, DCF (€79,3).

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analysis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%). Abbiamo deciso di applicare lo sconto massimo in considerazione della minore redditività (Ebitda Margin) nei primi due anni di piano di Assiteca rispetto ai comparables.

Lo sconto di liquidità, diversamente dallo sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001). Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" anche per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di scambi tali da non renderne efficiente la formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss. gg.).

La media delle due valutazioni, pari a €73,8 mln, ovvero €2,38 per azione (da €2,65), costituisce il nostro target price (rating buy e risk medium, invariati).

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

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF Board member, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV member, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild

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	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
29/7/2015	Buy	2,65	Medium	Initiating Coverage

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.

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.

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

Risk Total Return – ETR – for different risk and rating categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 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:

Integrae SIM S.p.A. pays or has paid in the past 12 months inside of the assignment of specialist, research services in favor Assiteca S.p.A. .;

Integrae SIM S.p.A. plays, or has played in the last 12 months, the role of specialist financial instruments issued by Assiteca S.p.A. .;

Integrae SIM S.p.A. has worked in the last 12 months which entity in charge of placing shares of Assiteca SpA resulting from a plan of capital increase approved by the shareholders.