

Data produzione: 14 Novembre 2019 - h 18.30

Data pubblicazione: 15 Novembre 2019 - h 7.00

<b>ASSITECA</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Insurance</i>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: € 3,25</b> (da €3,0)	<b>Update</b>	<b>Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-2,50%	10,38%	15,84%	-1,68%
to FTSE All Shares	-18,66%	-15,94%	-7,02%	-36,24%
to FTSE STAR Italia	-9,90%	-4,87%	7,48%	-18,39%
to FTSE AIM Italia	-3,33%	11,95%	27,30%	13,06%
to FTSE Italia Small Cap	-10,32%	-6,45%	5,41%	-17,64%

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



### Stock Data

Price	€ 2,34
Target price	€ 3,25
Upside/(Downside) potential	39%
Bloomberg Code	ASSI IM EQUITY
Market Cap (€m)	99,9
EV (€m)	95,36
Free Float	16,19%
Share Outstanding	42.673.353
52-week high	€ 2,56
52-week low	€ 1,88
Average daily volumes (3m)	8.540

### FY18-19A Results

I risultati del bilancio 2018-19 sono positivi e sostanzialmente in linea con le nostre stime. Le commissioni lorde e l'Ebitda sono cresciute del 5% (€70,7 mln) e dell'11% YoY (€11 mln) rispettivamente. L'utile netto è cresciuto del 18.1% YoY a €5,4 mln. La PFN migliora leggermente di €0,4 mln (€23,3 mln) rispetto a quella del 30 giugno 2018 (€23,7 mln). La crescita dei ricavi è stata conseguita per linee interne attraverso il potenziamento delle attività di sviluppo commerciale volte al rafforzamento del portafoglio clienti e all'ampliamento dell'offerta.

Key Financials (€m)*	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	70,8	77,5	81,0	84,6
EBITDA	11,0	12,2	12,9	13,6
EBIT	9,6	10,7	11,3	12,0
Net Profit	5,0	5,8	6,6	7,2
EPS (€)	0,12	0,14	0,15	0,17
EBITDA margin	15,6%	15,7%	15,9%	16,0%
EBIT margin	13,5%	13,8%	14,0%	14,2%

\* chiusura esercizio al 30 giugno

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	8,7	7,8	7,4	7,0
EV/EBIT (x)	10,0	8,9	8,4	8,0
P/E (x)	20,1	17,3	15,2	13,8

### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

### Estimates Update

Abbiamo effettuato un fine tuning delle stime 2020-22E tenendo conto anche delle recenti operazioni, incluso Assita S.p.A. e l'aumento di capitale riservato a Tikehau. Per l'esercizio che si chiuderà il 30 giugno 2020, abbiamo rivisto al rialzo la stima dei ricavi e dell'Ebitda del 5,6% e 3% rispettivamente. Il rialzo anche la stime dei ricavi netti del 2021E (+5,7%) e del 2022E (+9,6%), mentre la sciamo sostanzialmente invariata quella dell'Ebitda.

### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione della società attraverso il DCF e la metodologia dei multipli, tenendo conto dell'aumento di capitale riservato sottoscritto il 4 novembre u.s. L'equity value calcolato con il DCF porta ad un valore di € 153,9 mln. Tale valore tiene conto di un premio per il rischio addizionale del 2,5%. La valutazione tramite i multipli, porta ad una valutazione di €165,2 mln, alla quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore capitalizzazione rispetto ai comparables presi a campione, raggiungendo un valore di €123,9 mln. Target price €3,25 (da €3,0) per azione, BUY rating e risk medium invariati.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>06.17A</b>	<b>06.18A</b>	<b>06.19A</b>	<b>06.20E</b>	<b>06.21E</b>	<b>06.22E</b>
Ricavi Lordi	64,78	67,36	70,75	77,50	80,99	84,63
Provvigioni Passive	7,74	6,96	7,06	7,00	6,90	6,80
<b>Ricavi Netti</b>	<b>57,05</b>	<b>60,41</b>	<b>63,69</b>	<b>70,50</b>	<b>74,09</b>	<b>77,83</b>
Costi Operativi	48,08	50,52	52,69	58,30	61,20	64,25
<b>EBITDA</b>	<b>8,97</b>	<b>9,89</b>	<b>11,01</b>	<b>12,20</b>	<b>12,89</b>	<b>13,58</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,5%</i>
D&A	1,18	1,15	1,45	1,50	1,55	1,60
<b>EBIT</b>	<b>7,79</b>	<b>8,74</b>	<b>9,56</b>	<b>10,70</b>	<b>11,34</b>	<b>11,98</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,3%</i>	<i>15,4%</i>
Oneri Finanziari	0,78	0,74	0,81	0,10	0,10	0,00
Oneri IAS 17 e 19	0,13	0,22	0,27	0,00	0,00	0,00
Oneri non ricorrenti	0,81	0,45	0,13	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>6,07</b>	<b>7,33</b>	<b>8,35</b>	<b>10,60</b>	<b>11,24</b>	<b>11,98</b>
Taxes	2,38	2,36	2,67	3,38	3,59	3,83
<b>Net Income</b>	<b>3,69</b>	<b>4,97</b>	<b>5,68</b>	<b>7,22</b>	<b>7,65</b>	<b>8,16</b>
Minorities' Income	0,11	0,38	0,26	0,28	0,30	0,32
<b>Grup Net Income</b>	<b>3,58</b>	<b>4,59</b>	<b>5,42</b>	<b>6,94</b>	<b>7,35</b>	<b>7,84</b>

  

<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>06.17A</b>	<b>06.18A</b>	<b>06.19A</b>	<b>06.20E</b>	<b>06.21E</b>	<b>06.22E</b>
Intangibles	39,19	39,05	40,79	41,00	42,00	43,00
Tangible Asset	1,96	2,14	1,71	2,35	2,35	2,38
Financial Asset	2,56	3,17	3,54	4,00	4,20	4,40
<b>Fixed Asset</b>	<b>43,71</b>	<b>44,35</b>	<b>46,04</b>	<b>47,35</b>	<b>48,55</b>	<b>49,78</b>
Crediti tributari	0,64	1,13	1,44	1,25	0,60	0,60
Imposte anticipate	1,15	1,58	1,66	1,80	2,00	2,25
<b>Net Working Capital</b>	<b>14,28</b>	<b>13,87</b>	<b>15,20</b>	<b>16,44</b>	<b>17,48</b>	<b>17,48</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	10,34	12,11	14,15	15,20	15,50	16,10
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>49,42</b>	<b>48,83</b>	<b>50,19</b>	<b>51,64</b>	<b>53,13</b>	<b>54,01</b>
Equity	22,08	24,47	26,23	55,46	60,12	65,29
Minorities' Equity	0,23	0,64	0,65	0,68	0,70	0,75
Net Financial Position	27,11	23,72	23,31	-4,50	-7,70	-12,04
<b>SOURCES</b>	<b>49,42</b>	<b>48,83</b>	<b>50,20</b>	<b>51,64</b>	<b>53,13</b>	<b>54,01</b>

  

<b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>06.18A</b>	<b>06.19A</b>	<b>06.20E</b>	<b>06.21E</b>	<b>06.22E</b>
<b>EBIT</b>	<b>8,74</b>	<b>9,56</b>	<b>10,70</b>	<b>11,34</b>	<b>11,98</b>
Taxes	2,36	2,67	3,38	3,59	3,83
<b>NOPAT</b>	<b>6,38</b>	<b>6,89</b>	<b>7,32</b>	<b>7,75</b>	<b>8,16</b>
D&A	1,15	1,45	1,50	1,55	1,60
Change in NWC	0,41	-1,33	-1,24	-1,04	0,00
Change in Others	-0,93	-0,38	0,05	0,45	-0,25
Change in Provisions	1,77	2,04	1,05	0,30	0,60
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>8,76</b>	<b>8,67</b>	<b>8,67</b>	<b>9,01</b>	<b>10,11</b>
Capex	-1,80	-3,14	-2,81	-2,75	-2,83
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>6,97</b>	<b>5,53</b>	<b>5,87</b>	<b>6,26</b>	<b>7,28</b>
Others	-1,09	0,36	1,36	2,46	2,48
Change in Equity	-0,90	-3,19	23,58	-2,53	-2,43
Dividend	-1,60	-2,29	-2,99	-2,99	-2,99
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>3,39</b>	<b>0,41</b>	<b>27,81</b>	<b>3,20</b>	<b>4,34</b>

Source: Assiteca and Integræ SIM estimates

## 1.1 2018-19 results

**Table 2 – 2018-2019 Actual vs Forecast**

2018-2019 (€m data)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income
Actual	70,8	11,0	15,6%	9,6	5,4
Forecast	70,4	10,7	15,2%	9,5	5,3
Change	0,6%	3,2%	2,6%	0,7%	1,5%

Source: Assiteca and Integræ SIM

I risultati del bilancio 2018-19 sono positivi e sostanzialmente in linea con le nostre stime. Le commissioni lorde e l'Ebitda sono cresciute del 5% (€70,7 mln) e dell'11% YoY (€11 mln) rispettivamente. L'utile netto è cresciuto del 18.1% YoY a €5,4 mln. La PFN migliora leggermente di €0,4 mln (€23,3 mln) rispetto a quella del 30 giugno 2018 (€23,7 mln).

La crescita dei ricavi è stata conseguita per linee interne attraverso il potenziamento delle attività di sviluppo commerciale volte al rafforzamento del portafoglio clienti e all'ampliamento dell'offerta, attraverso la controllata Assiteca Consulting S.r.l., di nuovi servizi di consulenza che integrano e completano la tradizionale attività di brokeraggio assicurativo. L'attività di consulenza ha generato ricavi complessivi di €4,6 mln, generando incrementi dei ricavi per circa un milione di euro

Rilevante anche il risultato conseguito dalla controllata Assiteca Agricoltura S.r.l. che nel 2019 ha registrato ricavi in crescita di oltre il 25% YoY a €5,3 grazie soprattutto all'aumento dei valori assicurati conseguito per effetto di un'azione commerciale più incisiva e allo sviluppo di nuove collaborazioni con altri intermediari.

Il contenimento della crescita dei costi operativi di 0,9 punti percentuali (82,7% dei ricavi netti al 30 giugno 2019 contro l'83,6% al 30 giugno 2018) ha consentito una crescita dell'Ebitda margin che risulta pari al 17,3% (dal 16,4% del 30 giugno 2018).

La PFN è pari a €23.3 mln (€23.7 mln al 30 giugno 2018) e risulta in leggero miglioramento di €0.4 mln.

L'indebitamento complessivo, inclusivo dei debiti per acquisizione, risulta sotto controllo e in ulteriore miglioramento (D/E 0,86x contro 0,94x al 30/6/2018 e 2,1x l'Ebitda contro 2,4x al 30/6/2018).

Nel corso dell'esercizio Assiteca ha generato un cash flow di circa €9 mln di cui €2 mln sono stati in parte investiti in capitale circolante (soprattutto quale effetto della crescita dei ricavi di Assiteca Agricoltura, il cui incasso avverrà però nel mese di dicembre) e in parte hanno "coperto" lo slittamento degli incassi di fine giugno (il 29 e 30 erano festivi). Infatti, il 5 luglio la PFN registra un miglioramento, rispetto alla stessa data dell'anno precedente, di circa €3,6 mln.

Gli investimenti ammontano a €2,8 mln dei quali circa €0,8 mln in beni materiali e immateriali, circa €2 mln per rilevare le quote di terzi di BSA e Grupo Muntadas e la sottoscrizione di aumenti di capitale di alcune collegate e altre acquisizioni minori.

Non sono tuttavia mancate le operazioni straordinarie di crescita esterna. In particolare:

- a fine marzo 2019 è stata perfezionata l'operazione Assidea S.r.l. (cfr. comunicato stampa del 28/3/2019 e del 19/3/2018), avviata nel corso del

precedente esercizio, con la formula dell'affitto d'azienda con opzione di acquisto attivabile nei prossimi anni. L'operazione, del valore di circa €1,5 mln di provvigioni, consente ad Assiteca di ampliare la propria copertura territoriale con due nuove filiali a Bari e Campobasso e rinforzare la propria presenza sulle sedi di Genova e Pescara. Assidea S.rl. opera nel brokeraggio assicurativo con servizi rivolti alla pubblica Amministrazione e al segmento Corporate;

- nel mese di gennaio 2019 Assiteca S.A., società spagnola partecipata al 100% da ASSITECA, ha portato al 100% la propria partecipazione nella Grupo Muntadas SA (con sede a Barcellona). La fusione tra le due società è stata perfezionata nel mese di giugno con effetto 1/1/2019;
- nel mese di aprile 2019 ASSITECA ha costituito una nuova società di brokeraggio assicurativo con sede a Lugano: Assiteca SA (cfr. comunicato stampa del 18.04.2019). La composizione dell'azionariato della società Assiteca SA vede Assiteca S.p.A. al 52% e i manager Nicola Roncoroni e Vittorio Massardi rispettivamente al 40% e all'8%. La presenza a Lugano, importante snodo economico-finanziario europeo, concretizza il progetto di sviluppo di Assitecs nei mercati dell'Europa Centrale.

La crescita per linee esterne è continuata anche dopo la chiusura dell'esercizio. Il 31 luglio (vedi comunicato stampa del 31/7/2019) Assiteca ha sottoscritto un contratto per l'acquisto dell'80% di Assita S.p.A. – Programmi Assicurativi Professionali Integrati.

Assita S.p.A. è un'agenzia plurimandataria leader nell'assicurazione di Responsabilità Civile Professionale e principale intermediario assicurativo di riferimento per liberi professionisti quali Medici, Avvocati, Commercialisti, Ingegneri e relativi Ordini, Associazioni, Sindacati e Società Scientifiche.

Costituita a Milano nel 1981 da Enrico Bassi, assicuratore che per primo intuì la necessità di estendere il mercato assicurativo italiano anche alla R.C. Professionale, ASSITA è ora diretta dalla moglie Daniela Bernuzzi Bassi che manterrà il 20% dell'azionariato e sarà Presidente del nuovo Consiglio di Amministrazione della società.

ASSITA, che ha una sede secondaria a Roma, ha chiuso l'esercizio al 31 dicembre 2018 con ricavi pari a circa €2,2 mln e un Ebitda di circa €0,220 mln.

Il prezzo dell'operazione è stato convenuto in €2,8 mln che saranno corrisposti in due tranches di pari importo, la prima alla firma dell'accordo, la seconda all'approvazione del bilancio al 31/12/2019 di Assita. L'operazione è stata finanziata attraverso l'utilizzo di mezzi propri.

L'acquisizione rientra nella strategia di Assiteca volta al rafforzamento delle competenze e dell'offerta di prodotti e servizi in settori specialistici.

## 1.2 L'aumento di capitale riservato a Chaise SpA (Tikehau Growth Equity II)

Il 5 novembre u.s. l'assemblea straordinaria di Assiteca ha approvato un aumento di capitale di €1,785 mln con un sovrapprezzo di €23,215 mln (€25 mln complessivi) riservato alla società Chase S.p.A., interamente controllata da Tikehau Growth Equity II (fondo professionale di private equity pan europeo rappresentato dalla management company Tikehau Investment Management. L'aumento di capitale è stato interamente sottoscritto. A seguito dell'operazione Chase S.p.A. detiene il 23,43% di Assiteca.

L'operazione, oltre a consentire ad Assiteca un rafforzamento patrimoniale (patrimonio oltre €50 mln), permette alla stessa di dotarsi di risorse finanziarie per accelerare e perseguire ulteriormente il progetto di crescita per linee esterne in Italia e in Europa.

Riteniamo l'operazione importante sotto il profilo strategico. Siamo convinti che l'expertise del management di Assiteca, unita alla "potenza di fuoco" di Tikehau consenta di disegnare un percorso di crescita dimensionale che permetterà ad Assiteca di meglio competere con i maggiori player Europei.

### 1.3 Le stime per il 2019 – 22E

Abbiamo effettuato un fine tuning delle stime 2020-22E tenendo conto anche delle recenti operazioni. Di seguito le nostre revisioni:

**Table 3 – New vs Old 2020-2022E estimates**

€ m data	2020E			2021E			2022E		
	Old	New	% Ch.	Old	New	% Ch.	Old	New	% Ch.
Ricavi netti	66,74	70,50	5,6%	70,12	74,09	5,7%	71,00	77,83	9,6%
Ebitda	11,84	12,20	3,0%	12,87	12,89	0,1%	13,50	13,58	0,6%
<i>Ebitda margin</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,3%</i>		<i>18,4%</i>	<i>17,4%</i>		<i>19,0%</i>	<i>17,5%</i>	
Ebit	10,64	10,70	0,6%	11,62	11,34	-2,4%	12,20	11,98	-1,8%
<i>Ebit margin</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,2%</i>		<i>16,6%</i>	<i>15,3%</i>		<i>17,2%</i>	<i>15,4%</i>	

Source: Integrae SIM estimates

Per l'esercizio che si chiuderà il 30 giugno 2020, abbiamo rivisto al rialzo la stima dei ricavi e dell'Ebitda del 5,6% e 3% rispettivamente. Il rialzo anche la stime dei ricavi netti del 2021E (+5,7%) e del 2022E (+9,6%), mentre la sciamo sostanzialmente invariata quella dell'Ebitda.

Le nostre stime prevedono una crescita interna del 4,5% YoY, derivante sia dall'ulteriore sviluppo di Assiteca Consulting sia da ulteriori prodotti che verranno offerti alla clientela. Non escludiamo possibili acquisizioni, di società con prodotti e/o servizi che completino quelli già offerti (così come dichiarato dal management – vedi comunicato stampa del 28/7/2019). 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.

In Spagna nel corso degli ultimi due anni il management di Assiteca ha lavorato all'integrazione delle filiali e si presenta ora al mercato con una offerta di prodotti concorrenziale. Sul mercato spagnolo sono presenti diverse opportunità di aggregazioni sia in Catalogna che nella regione di Madrid.

A partire dal mercato spagnolo si possono aprire delle opportunità di acquisizione interessanti nell'America Latina (in particolare Cile e Messico).

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

- ipotesi di trascinamento positivo dell'1% annuo generato dalla ripresa economica;
- ipotesi di churn rate del -1% circa l'anno;
- 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.

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		5,71%
Risk Free Rate	1,00% $\alpha$ (specific risk)	2,5%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,80
D/E (average)	100,00% Beta Relevered	1,38
Ke	10,71% Kd	1,0%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari al 2.5%, nonostante la diversificazione dell'attività tenda a ridurre fortemente il rischio imprenditoriale.

Ne risulta quindi un WACC del 5,71%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		153,9
FCFO actualized	25,3	17%
TV actualized DCF	124,1	83%
<b>Enterprise Value</b>	<b>149,4</b>	<b>100%</b>
NFP (FY18A)	(4,5)	

Source: Integrae SIM

Per il calcolo dell'equity value abbiamo considerato la PFN al 30 giugno 2020 stimata (cassa di €4,5 mln), tenendo quindi conto dell'aumento di capitale riservato a Chaise S.p.A pari a €25 mln sottoscritto il 5 novembre. Ovviamente anche il numero di azioni è stato aggiornato.

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un equity value di €153,9 mln.

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	WACC						
	4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%
2,5%	392,1	304,9	249,8	211,8	184,0	162,9	146,2
2,0%	310,5	254,3	215,6	187,3	165,7	148,7	134,9
<b>Growth</b>	<b>1,5%</b>	259,0	219,5	190,6	168,6	151,3	137,2
<b>Rate (g)</b>	<b>1,0%</b>	223,5	194,0	171,6	<b>153,9</b>	139,6	127,8
	<b>0,5%</b>	197,5	174,6	156,6	142,0	129,9	119,8
	<b>0,0%</b>	177,7	159,3	144,4	132,2	121,9	113,1
	<b>-0,5%</b>	162,1	147,0	134,4	123,9	115,0	107,3

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore del Gruppo Assiteca, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Table 7 – Market Multiples

Company	Mrk Cap € Bn	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Willis Towers Watson PLC	21,8	12,1	11,3	10,5	15,1	13,7	12,3	17,3	15,8	14,3
Arthur J. Gallagher & Co.	15,3	14,2	12,3	11,3	28,5	23,5	20,1	25,3	21,8	19,8
Brown & Brown Inc.	9,5	15,9	14,8	14,0	20,6	18,7	18,3	27,2	24,9	22,8
Marsh & McLennan Companies Inc.	47,1	15,2	13,0	12,0	17,0	15,2	13,5	22,4	20,4	18,4
Aon plc	41,1	16,2	14,8	13,9	17,0	15,4	14,6	21,5	18,9	17,0
Steadfast Group Ltd,	1,9	13,3	12,3	11,6	15,4	14,1	13,3	22,7	21,1	20,0
Crawford & Company	0,5	5,4	5,0	5,1	9,4	8,0		11,6	10,5	10,3
<b>Average</b>		<b>13,2</b>	<b>11,9</b>	<b>11,2</b>	<b>17,6</b>	<b>15,5</b>	<b>15,4</b>	<b>21,1</b>	<b>19,1</b>	<b>17,5</b>

Source: Infinancials

L'equity value medio del Gruppo Assiteca utilizzando i market multiples EV/Ebitda, EV/Ebit e P/E risulta essere pari a circa € 165,2 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore capitalizzazione (e quindi liquidità) rispetto alle società incluse nel panel. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 123,9 mln.**

## 2.3 Equity Value

Table 8 – Equity Value

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>138,9</b>
Equity Value DCF (€/mln)	153,9
Equity Value multiples (€/mln)	123,9
<b>Target Price (€)</b>	<b>3,25</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value medio risulta pari a € 138,9 mln, vale a dire €3,25 per azione. Confermiamo il nostro BUY rating, rischio MEDIUM e target price a €3,25 (da €3,0) per azione.

**Notiamo come, al nostro target price di €3,25 per azione (+ 35% circa dal prezzo attuale), l'EV/Ebitda dell'esercizio 2019-20E sia a sconto di circa l'8% % rispetto alla media del comparables.**

**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 operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
7/11/2018	Buy	3,0	Medium	Initiation of Coverage
24/5/2019	Buy	3,0	Medium	1H19 Results

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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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 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:

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 Assiteca Group 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 Assiteca Group 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 Assiteca Group 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.