

Data produzione: 08 aprile 2019 - h 18.30

Data pubblicazione: 09 aprile 2019 - h 7.00

ASSITECA	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Insurance</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 3,00	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-7,56%	-15,51%	-8,11%	0,96%
to FTSE AIM Italia	-3,47%	-4,49%	6,75%	5,19%
to FTSE STAR Italia	-7,60%	-11,41%	-1,15%	-0,22%
to FTSE All-Share	-7,09%	-14,94%	-7,25%	1,34%
to EUROSTOXX	-6,45%	-12,90%	-2,26%	-5,25%
to MSCI World Index	-6,26%	-14,31%	-1,33%	-18,31%

Stock Data

Price	€ 2,34
Target price	€ 3,00
Upside/(Downside) potential	28%
Bloomberg Code	ASSI IM EQUITY
Market Cap (€m)	76,5
EV (€m)	100,2
Free Float	21,40%
Share Outstanding	32.673.353
52-week high	€ 3,10
52-week low	€ 2,06
Average daily volumes (3m)	3.800

Key Financials (€m)*	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	70,4	73,6	76,9	78,9
EBITDA	10,7	11,8	12,9	13,5
EBIT	9,5	10,6	11,6	12,2
Net Profit	5,0	5,8	6,6	7,2
EPS (€)	0,15	0,18	0,20	0,22
EBITDA margin	15,2%	16,1%	16,7%	17,1%
EBIT margin	13,5%	14,5%	15,1%	15,5%

* il 2018 chiuderà al 30/6/2019

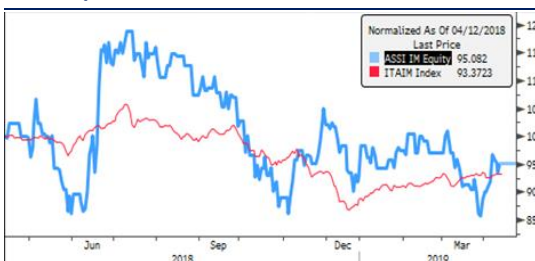
Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	9,4	8,5	7,8	7,4
EV/EBIT (x)	10,6	9,4	8,6	8,2
P/E (x)	15,4	13,2	11,6	10,6

Antonio Tognoli

+39 02 87208 765

antonio.tognoli@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY18A Results

Assiteca è il maggior broker assicurativo italiano indipendente (il 3° in assoluto dopo le multinazionali AON e Marsh). Assiteca si rivolge ad aziende italiane e straniere, ed è focalizzata sui rami danni (e solo marginalmente sul ramo RC auto). Assiteca nasce nel 1982 svolgendo da subito il ruolo di aggregatore di realtà italiane minori, sviluppandosi parallelamente anche per crescita interna. Oggi Assiteca vanta un portafoglio clienti di oltre 4.200 aziende, €680 mln di premi intermediati, 30.000 sinistri gestiti annualmente, 20 sedi in Italia, 2 in Spagna e oltre 100 presenze nel mondo.

Estimates Update

I risultati del 1H18-19 sono positivi e superiori alle nostre stime. Le commissioni nette e l'Ebitda sono rispettivamente cresciuti del 4% (€39 mln) e dell'8% YoY (€8,5 mln). L'utile netto è cresciuto del 14% YoY a 4,77 mln. La crescita dei ricavi netti è dovuta allo sviluppo del portafoglio e dall'acquisizione di nuova clientela, dall'attività tradizionale e dai servizi di consulenza per la gestione del rischio. I costi operativi segnano nel periodo un incremento del 3%, meno che proporzionale a quello dei ricavi, grazie ad economie di scala.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione della società attraverso il DCF e la metodologia dei multipli. L'equity value calcolato con il DCF porta ad un valore di € 101,7 mln. Tale valore tiene conto di un premio per il rischio aggiuntivo del 2,5%. La valutazione tramite i multipli, porta ad una valutazione di €117,1 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 €95,9 mln. **Notiamo come, al nostro target price di €3,00 per azione, l'EV/Ebitda 2019F sia a sconto di circa il 15% rispetto alla media dei comparables.**

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	06.17A	06.18A	06.19E	06.20E	06.21E	06.22E
Ricavi Lordi	64,78	67,36	70,36	73,56	76,87	78,9
Provvigioni Passive	7,74	6,96	6,89	6,82	6,75	6,90
Ricavi Netti	57,05	60,41	63,47	66,74	70,12	72,00
Costi Operativi	48,08	50,52	52,80	54,90	57,25	58,50
EBITDA	8,97	9,89	10,67	11,84	12,87	13,50
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,8%</i>
D&A	1,18	1,15	1,18	1,20	1,25	1,30
EBIT	7,79	8,74	9,49	10,64	11,62	12,20
<i>EBIT Margin</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,9%</i>
Oneri Finanziari	0,78	0,74	0,74	0,73	0,72	0,70
Oneri IAS 17 e 19	0,13	0,22	0,22	0,21	0,22	0,20
Oneri non ricorrenti	0,81	0,45	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	6,07	7,33	8,53	9,70	10,68	11,30
Taxes	2,38	2,36	2,75	3,13	3,44	3,64
Net Income	3,69	4,97	5,78	6,57	7,24	7,66
Minorities'Income	0,11	0,38	0,44	0,49	0,55	0,58
Grup Net Income	3,58	4,59	5,34	6,08	6,69	7,08

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	06.17A	06.18A	06.19E	06.20E	06.21E	06.22E
Intangibles	39,19	39,05	40,00	42,00	44,20	46,00
Tangible Asset	1,96	2,14	2,20	2,35	2,35	2,38
Financial Asset	2,56	3,17	3,40	4,00	4,20	4,40
Fixed Asset	43,71	44,35	45,60	48,35	50,75	52,78
Crediti tributari	0,64	0,62	0,62	0,60	0,60	0,60
Imposte anticipate	1,15	1,58	1,86	2,05	2,33	2,35
Net Working Capital	14,28	14,38	14,50	14,80	15,00	15,20
Severance Indemnities & Other Provisions	10,34	12,11	12,60	12,90	13,00	13,10
NET INVESTED CAPITAL	49,42	48,83	49,98	52,90	55,68	57,83
Equity	22,08	24,47	28,65	33,62	39,26	45,17
Minorities'Equity	0,23	0,64	1,08	1,57	2,12	2,70
Net Financial Position	27,11	23,72	20,25	17,71	14,30	9,97
SOURCES	49,42	48,83	49,98	52,90	55,68	57,83

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	06.18A	06.19E	06.20E	06.21E	06.22E
EBIT	8,74	9,49	10,64	11,62	12,20
Taxes	2,36	2,75	3,13	3,44	3,64
NOPAT	6,38	6,74	7,51	8,18	8,56
D&A	1,15	1,18	1,20	1,25	1,30
Change in NWC	-0,10	-0,12	-0,30	-0,20	-0,20
Change in Others	-0,43	-0,27	-0,17	-0,28	-0,02
Change in Provisions	1,77	0,49	0,30	0,10	0,10
OPERATING CASH FLOW	8,76	8,01	8,54	9,05	9,74
Capex	-1,80	-2,43	-3,95	-3,65	-3,33
FREE CASH FLOW	6,97	5,59	4,59	5,40	6,41
Others	-1,09	-0,17	-0,13	0,00	0,04
Change in Equity	-0,90	-0,35	-0,32	-0,39	-0,75
Dividend	-1,60	-1,60	-1,60	-1,60	-1,75
FREE CASH FLOW TO EQUITY	3,39	3,47	2,54	3,41	3,94

Source: Assiteca and Integrae SIM estimates

1.1 1H18A results

Table 2 – 1H18A – Actual vs Forecast

1H al 31/12/2018(€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income
Actual	39,0	8,5	21,8%	7,8	4,8
Forecast	38,7	8,1	20,9%	7,5	4,6
Change	0,8%	4,9%	4,1%	4,0%	4,3%

Source: Assiteca an Integrae SIM

I risultati del 1H18-19 sono positivi e superiori alle nostre stime. Le commissioni nette e l'Ebitda sono rispettivamente cresciuti del 4% (€39 mln) e dell'8% YoY (€8,5 mln). L'utile netto è cresciuto del 14% YoY a €4,77 mln. La PFN migliora di €3,7 mln rispetto al 31/12/2017, mentre si incrementa di €9,2 mln rispetto al 30/7/2018 per effetto soprattutto della stagionalità degli incassi tipica del business (effetto peraltro già ampiamente rientrato nel corso dei primi mesi del 2019).

La crescita dei ricavi netti è stata caratterizzata dallo sviluppo del portafoglio e dall'acquisizione di nuova clientela, dall'attività tradizionale di brokeraggio assicurativo e dai servizi di consulenza per la gestione del rischio.

I costi operativi segnano nel periodo un incremento del 3%, meno che proporzionale a quello dei ricavi, per effetto dell'ottenimento di economie di scala. Grazie a questo, l'Ebitda aumento dell'8% rispetto al semestre 2017/2018 con una maggiore dinamica dell'Ebitda margin che raggiunge il 21,8% dei ricavi (21,0% nello stesso precedente periodo).

Nel primo semestre dell'esercizio 2018/2019, quindi il periodo dal 1° luglio al 31 dicembre 2018, il Gruppo ha mantenuto il proprio trend di crescita per vie interne, con un miglioramento della marginalità, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Nel corso del semestre sono state realizzate azioni di razionalizzazione e ottimizzazione del Gruppo. In particolare, Assiteca BSA S.r.l, dopo aver rilevato la totalità delle quote di Assiteca Adriatica S.r.l. (con sede ad Ancona), ha portato a compimento la fusione per incorporazione della stessa in data 1° novembre 2018. L'avvio dell'attività di consulenza per il tramite della controllata Assiteca Consulting S.r.l. (detenuta al 100%), sta cogliendo l'apprezzamento da parte della clientela e dei prospect, con un positivo ritorno in termini conclusione di nuovi contratti.

Le attività sono state principalmente focalizzate sul supporto alle aziende in ambito di compliance, con prevalente riferimento, data la scadenza della normativa, alla implementazione del GDPR – Regolamento Europeo sul Trattamento dei Dati Personali ma anche con un focus sulla redazione di Modelli Organizzativi 231. Un ulteriore ambito di attività è quello della Cyber Security. Nel corso del primo semestre 2018/2019 sono stati avviati ulteriori servizi nelle seguenti aree: Business Continuity & Disaster Recovery, Sistemi di protezione dalle frodi aziendali, Credit Management.

Dopo la chiusura del primo semestre Assiteca ha effettuato due operazioni:

- **il perfezionamento dell'operazione Assidea S.r.l.** . L'operazione, avviata nel corso del precedente esercizio, è stata perfezionata nel mese di marzo 2019, con la formula dell'affitto del ramo d'azienda con opzione di acquisto attivabile nei prossimi cinque anni con effetti contabili e finanziari a partire dal mese di aprile 2019. Per effetto di questa operazione, del valore di circa

€1,5 mln di provvigioni, Assiteca aumenta la propria copertura territoriale, con due nuove filiali a Bari e Campobasso e rinforza la propria presenza sulle sedi di Genova e Pescara;

- **l'acquisto del 100% di Muntadas e fusione in Assiteca SA.** Nel mese di gennaio 2019, Assiteca Broker Internacional de Seguros S.A., partecipata integralmente da Assiteca, ha portato dall'88% al 100% la propria partecipazione nella Grupo Muntadas S.A. (broker spagnolo con sede a Barcellona). E' stata immediatamente avviata la procedura per la fusione tra le due società, che verrà presumibilmente completata entro il mese di giugno 2019.

Nel corso dell'esercizio, il management proseguirà l'attività di ricerca di nuove opportunità di crescita per vie esterne, coerentemente con la strategia di consolidamento della posizione sul mercato italiano e di sviluppo su quello spagnolo, come più volte dichiarato.

1.2 Le stime per il 2019 – 22E

I risultati del primo semestre ci consentono di lasciare prudenzialmente invariate le nostre stime degli esercizi 2019-22E.

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 3 – WACC

WACC		5,76%
Risk Free Rate	2,00% α (specific risk)	2,5%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,70
D/E (average)	100,00% Beta Relevered	1,20
Ke	10,80% Kd	1,0%

Source: Integrae SIM

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

Ne risulta quindi un WACC del 5,76%

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		101,7
FCFO actualized	20,1	16%
TV actualized DCF	105,3	84%
Enterprise Value	125,4	100%
NFP (FY18A)	23,7	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €101,7 mln.**

Table 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		4,3%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%
Growth Rate (g)	2,5%	296,9	226,3	181,3	150,2	127,3	109,8	95,9
	2,0%	230,5	184,7	153,0	129,7	111,9	97,8	86,4
	1,5%	188,2	155,9	132,2	114,1	99,7	88,1	78,5
	1,0%	158,8	134,7	116,3	101,7	89,9	80,1	71,9
	0,5%	137,3	118,5	103,7	91,7	81,8	73,4	66,3
	0,0%	120,8	105,7	93,5	83,4	74,9	67,7	61,5
	-0,5%	107,8	95,4	85,1	76,5	69,1	62,8	57,2

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 6 – Peers main ratios

FY2018	Assiteca	Willis Towers Watson Plc	Arthur J. Gallagher & Co.	Brown & Brown Inc.	Marsh & McLennan Companies Inc.	Aon Plc	Steadfast Group Ltd	April*	Peer Median
Country	Italy	USA	USA	USA	USA	USA	Australia	France	
Mkt Cap (€/min)	75,5	23.064	14.572	8.438	47.990	41.508	2.474	871	14.572
EV (€/min)	100,2	23.761	15.528	8.436	46.960	41.757	1.509	850	15.528
Growth YoY									
Net Sales	3,3%	3,8%	11,0%	7,1%	6,6%	7,7%	15,1%	N/A	7,4%
Ebitda	9,3%	15,3%	19,2%	2,7%	3,8%	18,3%	21,4%	N/A	16,8%
Ebit	12,2%	56,8%	27,7%	3,1%	4,0%	45,0%	22,2%	N/A	24,9%
Net Income	28,2%	22,4%	31,6%	-13,8%	10,6%	-7,5%	13,6%	-28,7%	10,6%
Profitability									
ROE	19,7%	7,0%	14,5%	12,3%	22,2%	26,0%	8,1%	6,9%	12,3%
ROI	11,2%	2,7%	10,2%	8,7%	13,7%	12,7%	6,5%	6,4%	8,7%
ROIC	15,7%	5,5%	8,1%	11,6%	20,5%	14,9%	8,9%	10,0%	10,0%
ROCE	19,7%	7,0%	14,5%	12,3%	22,2%	26,0%	8,1%	6,9%	12,3%
ROA	4,3%	2,1%	4,1%	5,5%	7,9%	4,3%	3,9%	2,0%	4,1%
EBITDA %	14,5%	18,3%	15,0%	30,4%	21,8%	21,5%	32,3%	8,9%	21,5%
EBIT %	13,2%	9,5%	8,9%	25,0%	18,5%	14,3%	25,6%	N/A	16,4%
Net Income %	6,9%	8,2%	9,1%	17,1%	11,0%	10,5%	17,3%	4,2%	10,5%
Dividend Yield	3,0%	1,5%	2,2%	1,1%	1,8%	0,9%	3,6%	0,8%	1,5%
EPS	0,14	5,29	3,47	1,24	3,26	4,62	0,10	0,70	3,26
Capital Structure									
Debt/Asset	N/A	0,14 x	0,21 x	0,23 x	0,27 x	0,24 x	0,11 x	0,03 x	0,21 x
Debt/Equity	N/A	0,46 x	0,76 x	0,50 x	0,77 x	1,48 x	0,21 x	0,08 x	0,50 x
Interest Coverag	39,90 x	3,89 x	4,46 x	12,40 x	9,52 x	5,55 x	11,27 x	N/A	7,54 x
NFP/EBITDA	2,40 x	2,28 x	2,75 x	1,74 x	1,46 x	2,42 x	-1,19 x	-0,67 x	1,74 x
Equity/Asset	N/A	0,31 x	0,28 x	0,45 x	0,35 x	0,16 x	0,51 x	0,36 x	0,35 x
Asset Utilization									
Quick Ratio	0,26 x	0,22 x	0,71 x	0,25 x	1,09 x	0,27 x	1,11 x	N/A	0,49 x
Fixed Asset Turnc	32,29 x	8,84 x	16,33 x	22,70 x	21,16 x	18,70 x	13,22 x	80,64 x	18,70 x
Asset Turnover	0,62 x	0,26 x	0,44 x	0,32 x	0,71 x	0,41 x	0,23 x	0,44 x	0,41 x

*Dati 2017

Source: Bloomberg.

Table 7 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
Willis Towers Watson PLC	13,2	12,2	11,4	10,3	14,6	14,8	13,8	15,8	18,3	16,6	15,0	13,5
Arthur J. Gallagher & Co.	14,7	12,5	11,2	8,8	29,2	24,3	20,6	18,2	22,8	20,4	18,3	16,6
Brown & Brown Inc.	14,9	13,1	12,4	11,6	18,9	16,8	15,5	15,2	25,4	22,7	20,6	19,0
Marsh & McLennan Companies Inc.	15,0	13,2	12,2		18,0	15,9	14,3	14,4	21,7	20,3	18,5	16,6
Aon plc	16,4	15,0	13,9	12,7	17,4	15,7	14,5	13,8	21,1	18,8	16,8	15,1
Steadfast Group Ltd,	12,3	11,2	10,7		12,2	11,3	10,9		21,9	20,2	20,0	
APRIL	10,0	9,6	9,3									
Average	13,8	12,4	11,6	10,9	18,4	16,5	14,9	15,5	21,9	19,9	18,2	16,2

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	132,38	137,25	139,68
EV/EBIT	156,14	158,79	180,06
P/E	114,76	119,63	117,02
Equity Value			
EV/EBITDA	112,1	119,5	125,4
EV/EBIT	135,9	141,1	165,8
P/E	114,8	119,6	117,0
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	84,1	89,7	94,0
EV/EBIT	101,9	105,8	124,3
P/E	86,1	89,7	87,8
Average	90,7	95,1	102,0

Source: Integrae SIM

L'equity value medio del Gruppo Assiteca utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 117,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 95,9 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	98,8
Equity Value DCF (€/mln)	101,7
Equity Value multiples (€/mln)	95,9
Target Price (€)	3,0

Source: Integrae SIM

L'equity value medio risulta pari a € 98,8 mln, vale a dire €3,0 per azione. Confermiamo il nostro BUY rating, rischio MEDIUM e target price a €3 per azione (invariato).

Table 10 – Implied valuation multiples

Implied Valuation Multiples	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	10,9x	9,6x	8,6x
EV/EBIT	12,2x	10,7x	9,5x
P/E	20,1x	17,3x	15,2x

Source: Integrae SIM

Notiamo come, al nostro target price di €3,0 per azione (+ 30% circa dal prezzo attuale), l'EV/Ebitda 2019F sia a sconto di circa il 15% 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 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, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild. Mattia Petracca is current 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 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
6/11/2018	Buy	3,0	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 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.