

Data produzione: 6 Aprile 2022 -21:00 CET

Data pubblicazione: 7 Aprile 2022 - 7:00 CET

Sebino	Italy	Euronext Growth Milan	Fire & Security
Rating: BUY (inv)	Target Price: € 9.31 (da €8,94)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	3.17%	-24.64%	-30.11%	0.00%
to Euronext Growth Milan	-0.27%	-15.42%	-26.61%	-20.94%
to FTSE STAR Italia	3.82%	-8.33%	-21.78%	-8.21%
to FTSE All-Share	2.83%	-13.26%	-26.27%	0.36%
to Eurostoxx	2.28%	-13.65%	-26.58%	2.90%

Stock Data	
Price	€ 5.20
Target price	€ 9.31
Upside/(Downside) potential	79.0%
Bloomberg Code	SEB IM Equity
Market Cap (€m)	€ 69.07
EV (€m)	€ 67.43
Free Float	13.42%
Share Outstanding	13,282,000
52-week high	€ 7.80
52-week low	€ 4.50
Average daily volumes (3m)	8,000

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Value of Production	58.3	68.6	75.1	82.6
EBITDA Adj.	10.9	13.4	15.2	17.5
EBITDA	10.9	13.4	15.2	17.5
EBIT	9.9	12.2	14.0	16.1
Net Profit	7.2	9.0	10.2	11.9
EBITDA Adj. margin	18.6%	19.5%	20.3%	21.2%
EBIT margin	17.0%	17.9%	18.6%	19.5%
Net Profit margin	12.3%	13.1%	13.6%	14.4%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA Adj. (x)	6.2	5.0	4.4	3.9
EV/EBIT (x)	6.8	5.5	4.8	4.2
P/E (x)	9.6	7.7	6.7	5.8

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Performance relative to Euronext Growth Milan



FY21 Results

I risultati del FY21 sono positivi, anche se la redditività è leggermente inferiore rispetto alle nostre stime. I ricavi sono cresciuti del 12,2% YoY e raggiungono € 54,8 mln (nostra stima € 56,1 mln). L'Ebitda è sceso del 3,5% YoY a € 10,9 mln (€ 11,3 mln nel FY20 e € 12,0 mln la nostra stima). L'Ebitda margin è così sceso al 18,6% (dal 22,8% del FY20). La flessione è dovuta all'aumento dei costi (soprattutto del personale), conseguente al consolidamento per 12 mesi della Sebino Service, acquisita nel luglio del 2020 e consolidata per sei mesi.

2022 - 24E forecast update

Alla luce del sostanzioso incremento del portafoglio ordini (+59% YoY), abbiamo effettuato un fine tuning delle stime 2022-24E. Lo stesso ha comportato un incremento del 10,5% del VoP nel 2022 con un Ebitda e un Ebit sostanzialmente invariati (causa incremento della materie prime). In crescita il VoP anche per biennio 2023-24E del 10,3% per ogni anno. Così come in crescita abbiamo stimato l'Ebitda (+2,3% per il 2023E e +0,8% per il 2024E). Le nostre nuove stime prevedono un CAGR 2021-24E del value of production del 12,2% e del 16,9% dell'Ebitda grazie all'ottimizzazione dei costi complessivi di struttura e al recupero di efficienza gestionale delle Sebino Service.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Sebino sulla base del DCF e dei multipli. 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 €118,7 mln. L'equity value di Sebino utilizzando i market multiples risulta essere pari €128,5 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 123,6 mln. Il target price è di € 9,31 (da € 8,94) per azione. Rating BUY e rischio MEDIUM invariati.

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics & Financials *

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	39.68	48.91	54.75	68.50	75.00	82.50
Other Revenues	0.06	0.45	3.59	0.10	0.10	0.11
Value of Production	39.74	49.36	58.34	68.60	75.10	82.61
COGS	16.15	17.39	21.39	24.91	26.99	29.69
Services	12.01	13.07	16.08	18.71	20.28	21.86
Use of assets owned by others	0.72	1.00	1.08	1.29	1.44	1.55
Employees	4.29	6.11	8.70	10.03	10.87	11.72
Other Operating Expenses	0.86	0.52	0.22	0.26	0.29	0.31
EBITDA	5.70	11.28	10.88	13.40	15.23	17.47
<i>EBITDA Margin</i>	14.4%	22.8%	18.6%	19.5%	20.3%	21.2%
D&A	0.75	0.91	0.98	1.16	1.27	1.39
EBIT	4.95	10.37	9.89	12.25	13.96	16.08
<i>EBIT Margin</i>	12.5%	21.0%	17.0%	17.9%	18.6%	19.5%
Financial Management	(0.15)	(0.16)	(0.19)	(0.10)	(0.09)	0.00
EBT	4.80	10.21	9.71	12.14	13.88	16.08
Taxes	1.54	2.68	2.54	3.18	3.63	4.21
Net Income	3.26	7.53	7.17	8.96	10.24	11.87

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	4.40	5.62	5.56	6.55	6.60	7.60
Account receivable	18.47	24.33	26.21	29.00	31.50	34.50
Inventories	1.22	1.38	4.89	2.20	2.30	2.50
Account payable	8.92	11.91	13.98	14.60	15.80	17.20
Operating Working Capital	10.76	13.81	17.12	16.60	18.00	19.80
Other receivable	1.59	1.19	3.49	2.20	2.55	2.95
Other payable	1.65	2.05	3.54	3.20	3.60	3.90
Net Working Capital	10.70	12.95	17.07	15.60	16.95	18.85
Severance Indemnities & Other Provisions	1.46	2.25	2.25	2.55	2.70	2.95
NET INVESTED CAPITAL	13.64	16.32	20.37	19.60	20.85	23.50
Share Capital	1.15	1.33	1.34	1.34	1.34	1.34
Reserves	4.02	9.10	16.80	20.39	24.87	29.99
Net Income	3.26	7.53	7.17	8.96	10.24	11.87
Equity	8.43	17.96	25.31	30.69	36.45	43.20
Cash & Cash Equivalent	2.45	11.80	22.08	19.94	24.40	27.95
Short Term Debt to Bank	2.52	0.92	0.12	0.85	0.80	0.75
M/L Term Debt to Bank	5.15	9.24	17.03	8.00	8.00	7.50
Net Financial Position	5.21	-1.64	-4.93	-11.09	-15.60	-19.70
SOURCES	13.64	16.32	20.37	19.60	20.85	23.50

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	4.95	10.37	9.89	12.25	13.96	16.08
Taxes	1.54	2.68	2.54	3.18	3.63	4.21
NOPAT	3.41	7.69	7.35	9.07	10.33	11.87
D&A	0.75	0.91	0.98	1.16	1.27	1.39
Change in receivable	(6.26)	(5.87)	(1.88)	(2.79)	(2.50)	(3.00)
Change in inventories	(0.06)	(0.17)	(3.51)	2.69	(0.10)	(0.20)
Change in payable	3.66	2.99	2.07	0.62	1.20	1.40
Change in others	0.31	0.79	-0.80	0.95	0.05	-0.10
<i>Change in NWC</i>	-2.35	-2.25	-4.11	1.47	-1.35	-1.90
Change in provisions	0.75	0.79	0.01	0.30	0.15	0.25
OPERATING CASH FLOW	2.57	7.13	4.23	11.99	10.39	11.61
Capex	(0.2)	(2.1)	(0.9)	(2.1)	(1.3)	(2.4)
FREE CASH FLOW	2.39	5.00	3.30	9.84	9.08	9.22
Financial Management	(0.15)	(0.16)	(0.19)	(0.10)	(0.09)	0.00
Change in Debt to Bank	0.47	2.50	6.99	(8.30)	(0.05)	(0.55)
Change in Equity	(0.83)	2.01	0.18	(3.58)	(4.48)	(5.12)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1.88	9.35	10.28	(2.15)	4.46	3.55

Source: stime Integrae SIM . * Dati Pro Forma 2019. Nel 2020 l'attività di Riccardi S.r.l., confluita nella Newco, è consolidata per sei mesi.

1.1 FY21 Results

I risultati del FY21 sono positivi anche se la redditività è leggermente inferiore rispetto alle nostre stime. I ricavi sono cresciuti del 12,2% YoY e raggiungono € 54,8 mln (nostra stima € 56,1 mln). L'Italia ha registrato un incremento del 25,6 % circa sull'esercizio precedente e la Romania un decremento del 38,%, quale effetto di un primo semestre anomalo a causa della pandemia.

L'Ebitda è sceso del 3,5% YoY a € 10,9 mln (€ 11,3 mln nel FY20 e € 12,0 mln la nostra stima). L'Ebitda margin è così sceso al 18,6% (dal 22,8% del FY20). La flessione è dovuta all'aumento dei costi (soprattutto del personale), conseguente al consolidamento per 12 mesi della Sebino Service, acquisita nel luglio del 2020 e consolidata per sei mesi.

Fig. 2 – 2021 actual vs forecast

€/mln	2021A	2021F	Var %
Value of Production	58.34	56.10	4.0%
Ebitda	10.88	12.05	-9.7%
<i>Ebitda margin</i>	<i>18.6%</i>	<i>21.5%</i>	
Ebit	9.87	11.02	-10.4%
<i>Ebit margin</i>	<i>16.9%</i>	<i>19.6%</i>	

Source: Sebino e stime Integrae SIM

Il 2021 è stato ancora in gran parte caratterizzato dall'emergenza sanitaria, pur in un contesto di economia globale e locale in espansione. La differenza importante rispetto al 2020 è dovuta al forte incremento, per certi versi inatteso, del costo dei materiali e della componentistica in generale oltre che dell'energia e dei trasporti in generale, che hanno spesso causato interruzioni della catena di fornitura.

Sebino, ha limitato quanto più possibile l'impatto sui margini e le interruzioni della supply chain grazie agli ottimi e duraturi rapporti con principali fornitori. L'aumento delle rimanenze rispetto al 2020 è proprio da leggersi in quest'ottica.

La PFN (cassa) è in ulteriore miglioramento e risulta pari a € 4,9 mln (cassa per € 1,6 mln al 31 Dicembre 2020), beneficiando di una generazione di cassa della gestione caratteristica pari a € 9,0 mln (€ 7,7 mln nel 2020).

Il portafoglio ordini al 31 dicembre risulta in crescita del 59% YoY e raggiunge € 31,8 mln (era € 20 mln al 31 dicembre 2020). La crescita è dovuta principalmente ai nuovi siti di logistica, destinati a supportare il sostanzioso incremento dell'e-commerce nel nostro paese, stimolato anche dagli effetti indotti dal lockdown causato dall'emergenza sanitaria, ma anche dal reshoring di attività e siti logistici da parte di aziende industriali.

1.2 New estimates FY22E – FY24E

Alla luce del sostanzioso incremento del portafoglio ordini, abbiamo effettuato un fine tuning delle stime 2022-24E.

Fig. 3 – Fine tuning delle stime 2022-24E

€/mln	2022E			2023E			2024E		
	Old	New	Var %	Old	New	Var %	Old	New	Var %
Value of Production	62.10	68.60	10.5%	68.10	75.10	10.3%	74.91	82.61	10.3%
Ebitda	13.42	13.40	-0.1%	14.88	15.23	2.3%	17.33	17.47	0.8%
Ebitda margin	21.6%	19.5%		21.9%	20.3%		23.1%	21.2%	
Ebit	12.27	12.25	-0.2%	13.63	13.96	2.4%	15.95	16.08	0.8%
Ebit margin	19.8%	17.9%		20.0%	18.6%		21.3%	19.5%	

Source: stime Integrae SIM

Lo stesso ha comportato un incremento del 10,5% del value of production nel 2022 con un Ebitda e un Ebit sostanzialmente invariati (causa incremento della materie prime). In crescita il value of production anche per biennio 2023-24E del 10,3% per ogni anno. Così come in crescita abbiamo stimato l'Ebitda (+2,3% per il 2023E e +0,8% per il 2024E).

Le nostre nuove stime prevedono un CAGR 2021-24E del value of production del 12,2% e del 16,9% dell'Ebitda grazie all'ottimizzazione dei costi complessivi di struttura e al recupero di efficienza gestionale delle Sebino Service.

Così il management: *"...Grazie alla consistenza del Portafoglio Ordini alla fine dell'esercizio, la Società affronta con ottimismo il 2022. Gli impatti dell'emergenza sanitaria risultano non attualmente presenti. Continuano i segnali positivi, provenienti in particolare dalla logistica destinata a servire i grandi attori dell'e-commerce internazionale e del retail. Non prevediamo impatti negativi dagli accadimenti militari in Ucraina in quanto il Gruppo non ha esposizioni creditorie verso i paesi belligeranti. È, tuttavia, prevedibile un ulteriore impatto sui prezzi delle materie prime, in particolare acciaio, verso il quale il Gruppo risulta esposto per via degli acquisti delle tubazioni utilizzate negli impianti antincendio, ed energia.*

La Capogruppo continua a guardare con interesse alla possibilità di acquisire aziende di medio-piccola dimensione, con competenze primariamente nel campo dei servizi ricorrenti e della manutenzione..."

Nel medio termine, quindi, gli obiettivi del management paiono quelli di:

- mantenere la posizione di leadership sul mercato italiano e rumeno per quanto riguarda tutte le attività impiantistiche;
- consolidare il Gruppo da un punto di vista dimensionale e finanziario, in quanto il mercato in futuro richiederà la presenza di players di dimensioni più significative delle attuali e maggiormente strutturati;
- equilibrare maggiormente le tre aree di attività, Fire, Security e Service, per ridurre i rischi che possono essere causati da una crisi di mercato specifica su una delle tre aree e per massimizzare le sinergie derivanti dalla combinata offerta commerciale ed operativa delle tre aree sul mercato;
- aumentare la quota di ricavi ricorrenti sul totale del fatturato del Gruppo tipici della B.U. Service, peraltro già rafforzata dalla acquisizione di Sebino Service effettuata a luglio 2020;
- Estendere la commercializzazione del sistema di controllo a distanza, SebinoConnect® e dei parametri tecnologici di funzionamento dei sistemi di spegnimento e rivelazione, con l'obiettivo di garantire nel tempo 24/24 il livello ottimale di efficienza degli impianti di spegnimento e rivelazione, anche senza la presenza o il supporto umano.

Alla luce delle dichiarazioni del management sopra riportate (vedi comunicato stampa del 29 marzo u.s.) e della liquidità in cassa, riteniamo possibile che nei prossimi 12/18 mesi Sebino possa acquisire altre aziende/rami d'azienda.

Le acquisizioni fatte negli anni scorsi sono state decisamente positive per la crescita reddituale del Gruppo. Siamo quindi confidenti circa la possibilità di Sebino di continuare a crescere per linee esterne salvaguardando la capacità reddituale di lungo periodo.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Fig. 4 – WACC

WACC		8.82%
Risk Free Rate	-0.32% α (specific risk)	2.50%
Market Premium	6.42% Beta Adjusted	1.0
D/E (average)	0.00% Beta Relevered	1.0
Ke	8.82% Kd	2.00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'8,82%.

Fig. 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		118.7
FCFO actualized	23.2	20%
TV actualized DCF	90.6	80%
Enterprise Value	113.8	100%
NFP (FY21A)	(4.9)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 118,7 mln.**

Fig. 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
Growth Rate (g)	2.5%	182.0	165.5	151.8	140.2	130.4	121.9	114.5
	2.0%	167.6	153.7	142.0	132.0	123.4	115.9	109.3
	1.5%	155.7	143.8	133.7	124.9	117.3	110.6	104.6
	1.0%	145.6	135.4	126.5	118.7	111.9	105.9	100.5
	0.5%	137.1	128.1	120.2	113.3	107.2	101.7	96.8
	0.0%	129.7	121.7	114.7	108.5	102.9	97.9	93.4
	-0.5%	123.2	116.1	109.8	104.1	99.1	94.5	90.4

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

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

In linea con i precedenti report, per la valutazione con il metodo dei multipli riteniamo che l'indicatore EV/EBITDA risulti il più significativo.

Fig. 7 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			
	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Marlowe Plc	15.6	10.8	10.1	9.5
Johnson Controls International	15.8	13.1	11.5	10.6
Taiwan Secom Co. Ltd.	N/A	N/A	n.m.	n.m.
ADT INC	4.8	4.4	4.2	3.9
Peer median	15.6	10.8	10.1	9.5

Source: Infinitals

Fig. 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021A	2022E	2023E	2024E
Enterprise Value (EV)				
EV/EBITDA	169.7	144.8	153.8	166.0
Equity Value				
EV/EBITDA	174.6	155.9	169.4	185.7
Equity Value post 25% discount				
EV/EBITDA	131.0	116.9	127.1	139.3

Source: Infinitals

L'equity value di Sebino utilizzando il market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a €171,4 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità rispetto ai comparables: ne risulta un equity value di € 128,5 mln.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	123.6
Equity Value DCF (€/mln)	118.7
Equity Value multiples (€/mln)	128.5
Target Price (€)	9.31

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a € 123,6 mln (€ 118,7 mln nella nostra nota del 4 ottobre u.s.). Modifichiamo pertanto il nostro TP a 9,31 (da 8,94) per azione. Buy rating e risk medium invariati.

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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca is current Co-Head of Research while Alessandro Colombo and Giuseppe Riviello are are current financial analysts.

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
01/04/2021	Buy	8,77	Medium	FY20 Results
03/05/2021	Buy	8,77	Medium	Contratto con Pirelli
01/07/2021	Buy	8,77	Medium	Nuovo Contratto
04/10/2021	Buy	8,94	Medium	1H21 Results
13/10/2021	Buy	8,94	Medium	Nuovi Contratti
26/01/2022	Buy	8,94	Medium	FY21 Preliminary 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). 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. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range.

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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 Euronext Growth Advisor of the Sebino SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Sebino SpA.
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

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.