

UPDATE

SolidWorld Group

Euronext Growth Milan | 3D Technology | Italy

Produzione 31/03/2023, h. 18:30

Pubblicazione 03/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 9,15

prev. € 8,65

Risk



Medium

Upside potential

31,1%

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
VoP	60,8	63,7	70,0	80,0
EBITDA	4,1	6,0	7,4	9,2
EBIT	1,4	3,2	4,4	6,0
Net Profit	0,1	2,0	2,8	3,9
NFP	12,3	10,1	6,0	0,0
EBITDA Adj. margin	6,7%	9,4%	10,5%	11,5%
EBIT margin	2,3%	5,0%	6,2%	7,5%
Net Profit margin	0,2%	3,1%	3,9%	4,9%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 6,98
Target price	€ 9,15
Upside/(Downside) potential	31,1 %
Ticker	S3D IM
Market Cap (€/mln)	€ 81,37
Enterprise Value (€/mln)	€ 93,62
Free Float	21,3%
Share Outstanding	11.657.000
52-week high	€ 7,50
52-week low	€ 1,90
Average daily volumes (3 months)	138.000

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	112,16%	235,58%	187,24%	N/A
to FTSE Italia Growth	-0,54%	0,20%	5,96%	N/A
to Euronext STAR Milan	-2,58%	4,94%	17,85%	N/A
to FTSE All-Share	-2,57%	10,67%	28,54%	N/A
to EUROSTOXX	0,47%	11,15%	29,11%	N/A
to MSCI World Index	1,21%	7,33%	14,88%	N/A

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	22,9x	15,6x	12,7x	10,2x
EV/EBIT	66,8x	29,3x	21,5x	15,6x
P/E	709,9x	40,7x	29,6x	20,9x

FY22A Results

Nel bilancio Consolidato al 31 dicembre 2022, SolidWorld Group registra ricavi di vendita netti pari a € 57,75 mln, in crescita del 4,8% rispetto al risultato FY21A pro-forma (pari a € 55,08 mln). Il valore della produzione è pari a € 60,76 mln. L'EBITDA di periodo ammonta a € 4,02 mln, il lieve crescita rispetto al dato FY21A pari a € 3,82 mln, per un EBITDA *margin* del 6,6%; considerando proventi e oneri straordinari per € 0,08 mln, l'EBITDA Adjusted è pari a € 4,10 mln. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,62 mln, è invece pari a € 1,40 mln, con un EBIT *margin* pari al 2,3%. Positivo anche il Net Income, pari a € 0,11 mln, in crescita rispetto al dato negativo del FY21A pari a - € 0,13 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 63,70 mln ed un EBITDA pari a € 6,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 9,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 80,00 mln (CAGR FY22A - FY25E: 9,6%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 9,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 11,5%), in crescita rispetto a € 4,02 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 6,6%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di SolidWorld Group sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 126,8 mln. L'*equity value* utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 86,5 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 106,7 mln. Il target price è di € 9,15, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A*	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	55,08	57,75	61,30	67,55	77,50
Other Revenues	3,12	3,02	2,40	2,45	2,50
Value of Production	58,20	60,76	63,70	70,00	80,00
COGS	24,26	25,25	25,90	28,40	32,00
Services	18,06	18,86	18,90	20,50	23,40
Use of Asset	1,41	1,45	1,50	1,70	1,90
Employees	9,57	10,20	10,40	10,95	12,30
Other Operating Expenses	1,09	0,98	1,00	1,10	1,20
EBITDA	3,82	4,02	6,00	7,35	9,20
<i>EBITDA Margin</i>	6,6%	6,6%	9,4%	10,5%	11,5%
<i>Extraordinary Items</i>	0,27	0,08	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adj.	4,09	4,10	6,00	7,35	9,20
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	7,0%	6,7%	9,4%	10,5%	11,5%
<i>D&A</i>	2,67	2,62	2,80	3,00	3,20
EBIT	1,15	1,40	3,20	4,35	6,00
EBIT Margin	2,0%	2,3%	5,0%	6,2%	7,5%
Financial Management	(0,50)	(0,82)	(0,40)	(0,45)	(0,50)
EBT	0,65	0,58	2,80	3,90	5,50
Taxes	0,78	0,46	0,80	1,15	1,60
Net Income	(0,13)	0,11	2,00	2,75	3,90

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A*	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	18,75	21,94	21,10	20,60	19,85
Account receivable	18,25	18,72	19,20	20,00	21,00
Inventories	2,73	2,62	3,00	3,35	4,00
Account payable	12,42	12,52	13,00	14,30	16,20
Operating Working Capital	8,56	8,82	9,20	9,05	8,80
Other Receivable	3,04	3,53	3,60	3,90	4,20
Other Payable	9,10	9,41	9,00	9,80	11,00
Net Working Capital	2,50	2,93	3,80	3,15	2,00
Severance Indemnities & Provision	3,66	3,98	4,00	4,20	4,40
NET INVESTED CAPITAL	17,59	20,90	20,90	19,55	17,45
Share Capital	0,83	1,17	1,17	1,17	1,17
Reserves and Retained Profits	2,65	7,17	7,29	9,29	12,04
Net Profit	(0,13)	0,11	2,00	2,75	3,90
Equity	3,35	8,46	10,46	13,21	17,11
Minorities Equity	0,38	0,19	0,38	0,38	0,38
Cash and Cash Equivalent	3,29	3,88	4,98	7,53	12,43
Short-Term Financial debt	11,85	8,22	7,55	7,50	7,40
ML Term Financial Debt	5,30	7,91	7,50	6,00	5,00
Net Financial Position	13,86	12,25	10,07	5,97	(0,03)
TOTAL SOURCES	17,59	20,90	20,90	19,55	17,45

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,40	3,20	4,35	6,00
Taxes	0,46	0,80	1,15	1,60
NOPAT	0,94	2,40	3,20	4,40
D&A	2,62	2,80	3,00	3,20
Change in receivable	(0,46)	(0,48)	(0,80)	(1,00)
Change in Inventories	0,11	(0,38)	(0,35)	(0,65)
Change in payable	0,10	0,48	1,30	1,90
Other Changes	(0,18)	(0,48)	0,50	0,90
Change in NWC	(0,44)	(0,87)	0,65	1,15
Change in Provision	0,31	0,02	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	3,43	4,36	7,05	8,95
Investments	(5,8)	(2,0)	(2,5)	(2,5)
FREE CASH FLOW	(2,38)	2,40	4,55	6,50
Financial Management	(0,82)	(0,40)	(0,45)	(0,50)
Change in Payable to Banks	(1,02)	(1,08)	(1,55)	(1,10)
Change in Equity	4,81	0,18	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	0,59	1,10	2,55	4,90

*dati 2021 pro-forma

Source: SolidWorld Group and Integrae SIM estimates

Company Overview

SolidWorld Group è il principale 3D *Digital System Integrator* italiano attivo nell'innovazione digitale 3D. Nato nel 2004, il Gruppo, controllato dalla Capogruppo SolidWorld SpA, si compone di più di dieci Società controllate che coprono tutte le fasi della filiera digitale dedicata alla 3D *Digital Manufacturing*; tramite 14 sedi operative e 3 poli tecnologici, SolidWorld Group opera su tutto il territorio italiano offrendo servizi di stampa 3D, servizi di formazione e, supportando i reparti di progettazione e produzione delle più moderne realtà produttive italiane, servizi integrati in settori quali *automotive*, *aerospaziale*, *meccanica*, *meccatronica*, *sportssystem*, *home design* e *moda*.

Più recentemente, con la nuova divisione BIO3DMODEL, il Gruppo opera anche nel settore biomedicale in cliniche e centri ospedalieri attraverso la fornitura di servizi di consulenza, software di segmentazione, stampanti e visori.

In generale, la mission di SolidWorld Group è assistere i clienti nei loro processi di innovazione verso l'utilizzo delle tecniche più avanzate in ambito 3D *Digital Process*, quindi dalla progettazione alla strutturazione del processo produttivo di realizzazione di prototipi o prodotti finiti attraverso la stampa 3D.

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	60,76	4,10	6,7%	1,40	0,11	12,3
FY22E	64,00	5,20	8,1%	3,10	1,90	10,2
Change	-5,1%	-21,3%	-1,4%	-54,8%	-94,0%	N.A.

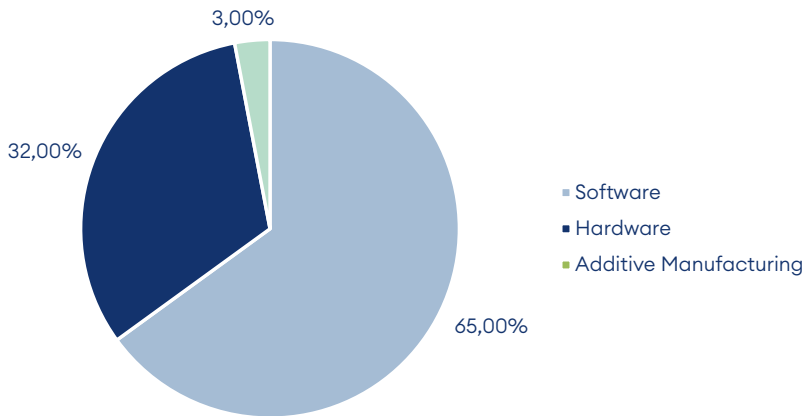
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“E’ un momento importante nella storia di SolidWorld Group. Si tratta del primo bilancio annuale che consegniamo al mercato a seguito della quotazione in Borsa avvenuta dopo un percorso lungo e ragionato, oltre che impegnativo sotto il profilo umano ed economico. Sono risultati che esprimono una crescita per il Gruppo, pur in un esercizio caratterizzato da evidenti difficoltà a livello macroeconomico, quali il costo dell’energia e la mancanza di componentistica. Nel corso del 2022 abbiamo concentrato risorse ed energie su due fronti: da una parte il consolidamento dei business presenti nel Gruppo e l’apertura di nuove frontiere destinate ad accelerarne la crescita; dall’altro un’organizzazione puntuale ed efficiente delle società del Gruppo, che hanno permesso di creare dei poli di eccellenza per la stampa 3D e i servizi che abilitano l’industria 4.0. Grande impegno è stato riposto nel settore biomedicale, in particolar modo tramite l’acquisto del brevetto per Electros spider, stampante 3D, frutto di una collaborazione sinergica tra il mondo della ricerca e dell’industria italiana. Forti di questi driver, continueremo a servire le aziende in Italia ed all’estero proponendo soluzioni tecnologiche per far fronte alla sempre crescente necessità di individuare modalità di approvvigionamento e produzione alternative e green.”*

Nel bilancio Consolidato al 31 dicembre 2022, SolidWorld Group registra ricavi di vendita netti pari a € 57,75 mln, in crescita del 4,8% rispetto al risultato pro-forma di fine anno 2021 (pari a € 55,08 mln), nonostante il rallentamento della *supply chain*, causato dalle difficoltà macroeconomiche che hanno caratterizzato l’esercizio, abbia impedito alla Società di consegnare ordini in portafoglio per oltre € 2,50 mln a causa del ritardo nella consegna di materiali inizialmente prevista negli ultimi mesi dell’anno.

I risultati sono trainati dall’attività di tutte le linee di Business: del totale ricavi, circa il 65,0% è riconducibile alla linea di Business Vendita Software, che riguarda appunto la vendita soluzioni *software* di terzi o sviluppate internamente per la progettazione, l’analisi e la gestione dei dati indirizzate prevalentemente ai dipartimenti di progettazione e produzione di realtà industriali. Il dato risulta in crescita rispetto allo scorso anno, che presentava un’incidenza della BU Vendita Software pari a circa il 64,0%. La linea di Business Vendita Hardware, al contrario, riguardante la rivendita di stampanti 3D proprie o dei principali produttori internazionali, ha inciso per il 32,0% sui ricavi, rispetto al 33,0% del FY21A. La linea Additive Manufacturing, infine, ha avuto un’incidenza in linea con il FY21A, pari al 3,0%.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT

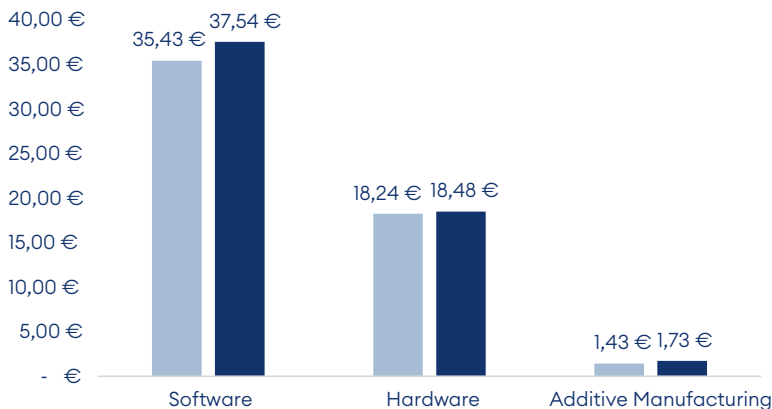


Source: SolidWorld Group

In proporzione, la linea Additive Manufacturing è quella che registra una crescita YoY maggiore, per il 20,9% circa, seguita dalla Vendita Software (+6,0% YoY) e dalla Vendita Hardware (+1,3% YoY). Relativamente ai ricavi di Vendita Software, questi possono a loro volta essere scomposti in:

- Vendita/Noleggio Licenze Software, con un'incidenza del 42,0% ca. pari a € 16,00 mln;
- Ricavi da Manutenzioni (Subscription Initial e Subscription Renewal), componente ricorrente delle vendite del Gruppo, con un'incidenza del 49,0% ca. pari a € 19,00 mln;
- Altri ricavi, generalmente riferiti a ricavi da *workstation*, servizi di formazione e servizi diversi, con un'incidenza del 9,0% ca. pari a € 9,00 mln.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: SolidWorld Group

L'EBITDA di periodo ammonta a € 4,02 mln, il lieve crescita rispetto al dato FY21A pari a € 3,82 mln, per un EBITDA *margin* del 6,6%; considerando proventi e oneri straordinari per € 0,08 mln, l'EBITDA Adjusted è pari a € 4,10 mln, in linea con il dato FY21A, € 4,09 mln. Il mancato aumento della marginalità nell'esercizio 2022 deriva sia dai maggiori costi sostenuti in termini di *utility*, sia dal già citato slittamento della commessa di fine anno, la cui realizzazione avrebbe consentito alla società di recuperare circa un punto di EBITDA *margin*. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,62 mln, è invece pari a € 1,40 mln, con un EBIT *margin* pari al 2,3% in miglioramento rispetto al 2,0% del FY21A.

Positivo anche il Net Income, pari a € 0,11 mln, in crescita rispetto al dato negativo del FY21A pari a - € 0,13 mln.

A livello patrimoniale, non si riscontrano significative variazioni nel capitale circolante, che resta in linea con l'esercizio precedente nonostante il Gruppo abbia risentito delle dinamiche implicite della stagionalità del business, che vede a fine anno un forte impulso al fatturato con conseguente aumento di crediti e debiti commerciali.

Positivo anche l'andamento della NFP, che registra un miglioramento di € 1,60 mln circa passando da € 13,86 mln di debito di fine anno 2021 pro-forma a € 12,25 mln nell'esercizio appena concluso, grazie alla progressiva riduzione del debito e all'incremento delle altre attività correnti.

L'incremento del patrimonio netto, infine, è ovviamente da ricondursi all'aumento di capitale realizzato grazie alla quotazione sul mercato Euronext Growth Milan, avvenuta il 4 luglio 2022. L'operazione ha consentito la raccolta di circa € 6,50 mln in seguito al collocamento di 3.571.000 azioni ordinarie.

Si chiude quindi in maniera molto positiva il primo bilancio annuale dal momento dell'ammissione alla negoziazione in Borsa, con risultati in crescita e ottime prospettive derivanti dall'implementazione di alcuni driver strategici, l'espansione internazionale e la crescita della divisione biomedicale. Nel corso del 2022, infatti, anche grazie alle risorse raccolte, la Società ha comunicato di aver portato avanti diverse iniziative, tra cui spicca in primis l'acquisizione dall'Università di Pisa del brevetto "Electrospider", innovativa biostampante 3D su tessuti umani. L'innovazione di Electrospider sta proprio nella capacità di ricreare tessuti biologici compatibili con l'uomo tramite la stampa di idrogeli caricati con le cellule del soggetto: questo rappresenta un importantissima svolta in diversi ambiti, in quanto consente la riproduzione in un'unica soluzione di stampa di strutture articolate con combinazioni cellulari eterogenee affini alla complessità dei tessuti umani. Il successo delle fasi sperimentali ha portato Bio3DPrinting, società del Gruppo che detiene il brevetto, ad avviare la produzione delle prime 12 stampanti, che con un valore di € 0,50 mln l'una, porteranno al Gruppo ricavi totali per € 6,00 mln.

Ancora, proseguono i programmi di espansione internazionali con l'apertura della nuova sede di Dubai, negli Emirati Arabi, attraverso la società di nuova costituzione SolidWorld Middle East DMCC, controllata al 60,0%, che svolgerà attività di supporto alla trasformazione digitale delle imprese attraverso consulenza tecnica e rivendita di tecnologie innovative, *software*, stampanti e scanner tridimensionali in ottica di Fabbrica 4.0.

Nel 2022, infine, SolidWorld si è anche concentrata nel rafforzamento finanziario e organizzativo della controllata SolidFactory, attraverso la definizione di un *term sheet* vincolante articolato in diverse fasi, finalizzate al rinnovo della composizione societaria e di governance della controllata. Come effetto di queste operazioni, nel mese di gennaio ha avuto effetto la fusione per incorporazione inversa di SolidFactory in ABM Work Srl, specializzata nello sviluppo di impianti industriali automatici e robotizzati, che ha successivamente cambiato denominazione proprio in SolidFactory Srl. Il veicolo risultante beneficia dell'integrazione delle competenze delle due società fuse e diventa a tutti gli effetti un *contract* industriale, vale a dire un operatore focalizzato appunto sulla fornitura chiavi in mano di intere linee di produzione (che possono essere destinati a qualsiasi settore) che rappresentano il concetto di fabbrica digitale dell'industria 5.0.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY25E

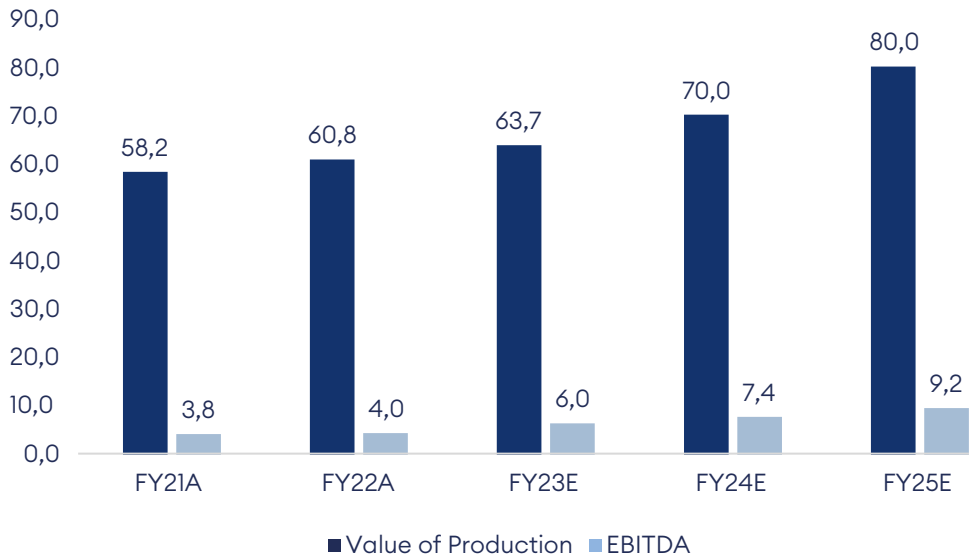
€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
VoP			
New	63,7	70,0	80,0
Old	71,0	81,5	90,5
Change	-10,3%	-14,1%	-11,6%
EBITDA			
New	6,0	7,4	9,2
Old	7,1	8,9	10,7
Change	-15,5%	-17,4%	-14,0%
EBITDA %			
New	9,4%	10,5%	11,5%
Old	10,0%	10,9%	11,8%
Change	-0,6%	-0,4%	-0,3%
EBIT			
New	3,2	4,4	6,0
Old	3,3	4,7	6,6
Change	-4,5%	-8,4%	-8,4%
Net Income			
New	2,0	2,8	3,9
Old	2,0	2,8	4,1
Change	0,0%	-1,8%	-4,9%
NFP			
New	10,1	6,0	(0,0)
Old	5,6	1,2	(4,5)
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

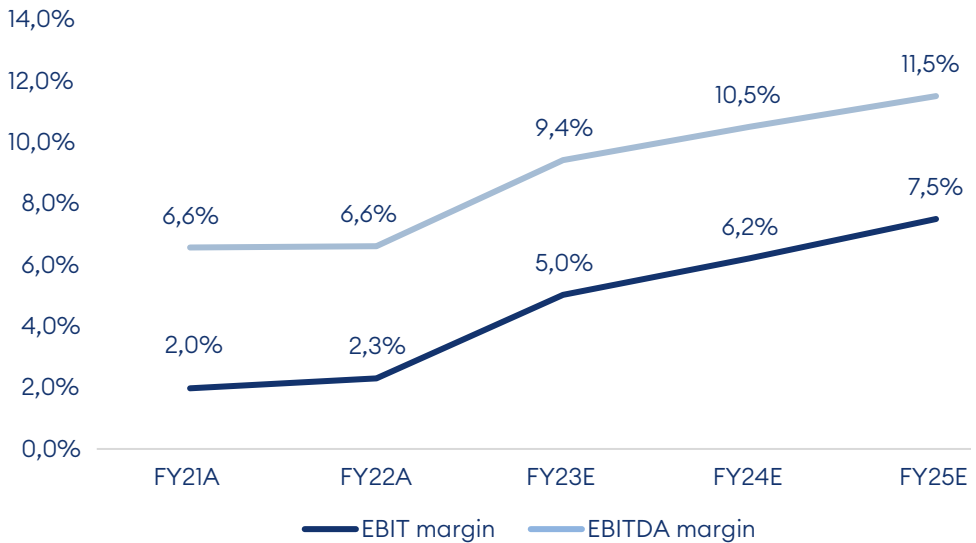
In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 63,70 mln ed un EBITDA pari a € 6,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 9,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 80,00 mln (CAGR FY22A - FY25E: 9,6%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 9,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 11,5%), in crescita rispetto a € 4,02 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 6,6%).

CHART 3 - VOP AND EBITDA FY21A - 25E



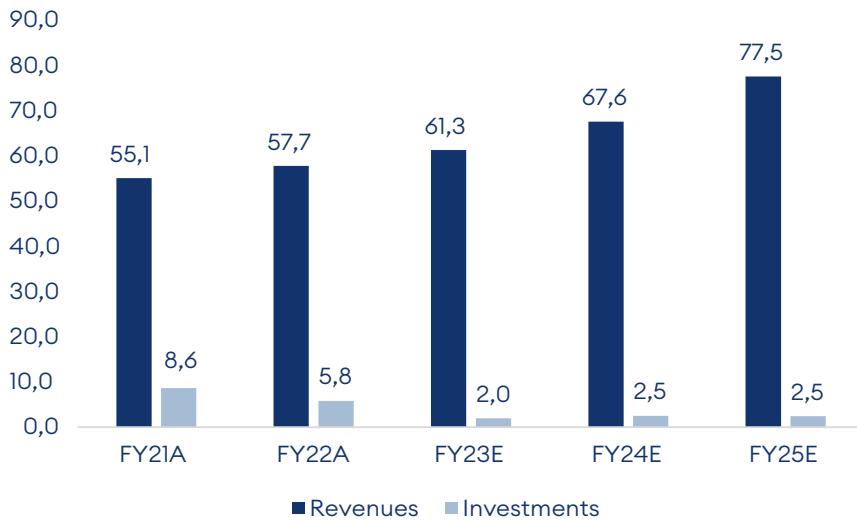
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN FY21A - 25E



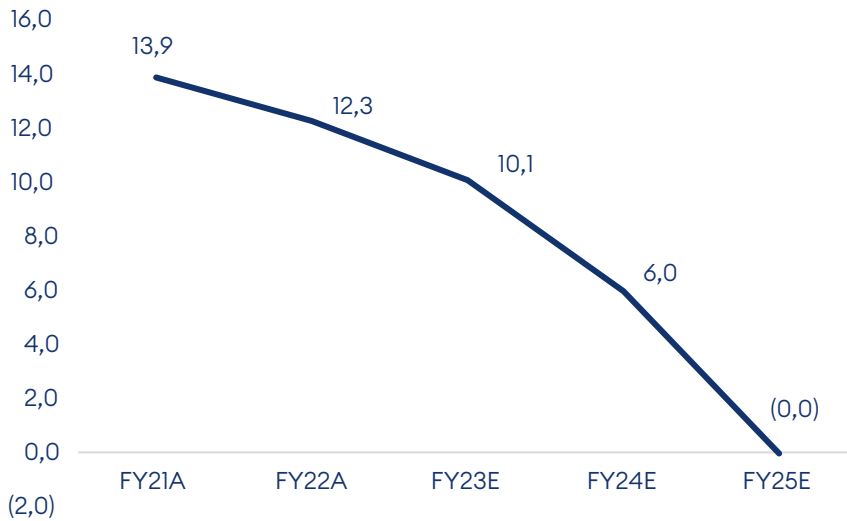
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY21A - 25E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY21A - 25E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				7,36%
D/E 150,00%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 0,94	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,00%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,96	K_e 15,10%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,36%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	19,2	14,0%
TV actualized DCF	119,9	86,0%
Enterprise Value	139,1	100%
NFP - Operating (FY22A)	12,3	
Equity Value	126,8	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 126,8 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
	2,5%	246,4	211,7	185,0	163,8	146,6	132,4	120,3
	2,0%	215,4	188,3	166,7	149,2	134,7	122,5	112,0
	1,5%	191,6	169,7	151,8	137,1	124,6	114,0	104,8
	1,0%	172,7	154,5	139,5	126,8	116,0	106,7	98,6
	0,5%	157,3	142,0	129,1	118,1	108,6	100,3	93,0
	0,0%	144,5	131,4	120,2	110,5	102,1	94,7	88,2
	-0,5%	133,7	122,3	112,5	103,9	96,4	89,7	83,8

Source: Integrae SIM

Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di SolidWorld Group, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il panel è composto da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Stratasys Ltd.	22,1	16,3	14,0	51,2	26,6	19,5
3D Systems Corp.	N/M	43,8	N/A	N/M	454,4	N/A
Autodesk Inc.	21,5	19,5	16,7	22,7	19,6	16,9
ANSYS Inc.	23,4	22,0	17,3	24,9	23,0	18,6
Proto Labs Inc.	15,1	9,7	N/A	27,6	22,3	N/A
Peer median	21,8	19,5	16,7	26,2	23,0	18,6

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	130,9	143,3	154,0
EV/EBIT	84,0	100,1	111,8
Equity Value			
EV/EBITDA	120,8	137,4	154,0
EV/EBIT	73,9	94,1	111,9
Equity Value post 25,0% discount			
EV/EBITDA	90,6	103,0	115,5
EV/EBIT	55,4	70,6	83,9
Average	73,0	86,8	99,7

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di SolidWorld Group, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 115,4 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 86,5 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	106,7
Equity Value DCF (€/mln)	126,8
Equity Value multiples (€/mln)	86,5
Target Price (€)	9,15

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 106,7 mln. **Il target price è quindi di € 9,15 (prev. € 8,65). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	29,6x	19,8x	16,2x	12,9x
EV/EBIT	84,9x	37,2x	27,3x	19,8x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	22,9x	15,6x	12,7x	10,2x
EV/EBIT	66,8x	29,3x	21,5x	15,6x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

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	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
08/07/2022	2,26	Buy	8,65	Medium	Initiation of Coverage
08/08/2022	1,97	Buy	8,65	Medium	Breaking News
13/09/2022	1,97	Buy	8,65	Medium	Breaking News
07/10/2022	2,48	Buy	8,65	Medium	Update
06/02/2022	2,45	Buy	8,65	Medium	Breaking News
23/02/2023	3,52	Buy	8,65	Medium	Breaking News

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. 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, Integræ 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, Integræ 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- 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 SolidWorld Group SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by SolidWorld Group SpA;
- It carries out media marketing activities on behalf of SolidWorld SpA.;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.