

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 24.10.2025, h. 18:30
Pubblicazione | 27.10.2025, h. 07:00

ABTG

Euronext Growth Milan | Educational Services | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

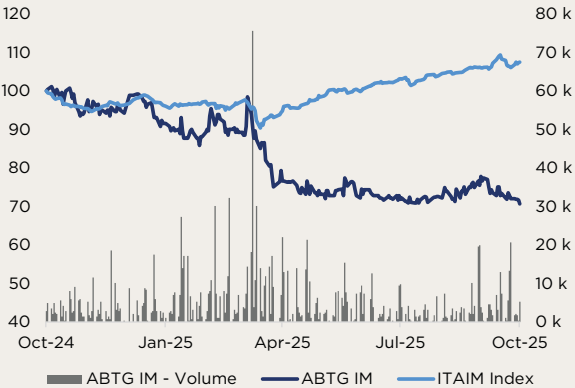
€ 6,25

prev. € 6,50

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA	3,2x	2,3x	1,9x	1,4x
EV/EBIT	13,7x	4,0x	2,9x	1,9x
P/E	39,6x	8,3x	6,0x	3,8x
NFP/EBITDA	n/a	0,2x	n/a	n/a

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	22,7	24,7	26,5	31,7
Value of Production	22,9	25,0	26,8	32,0
EBITDA	2,6	3,7	4,6	6,3
EBIT	0,6	2,2	3,0	4,6
Net Income	0,3	1,2	1,7	2,6
EBITDA Margin	11,6%	15,0%	17,4%	19,9%
EBIT Margin	2,8%	8,7%	11,1%	14,5%
Net income Margin	1,1%	4,9%	6,2%	8,2%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 1,85
Target price	€ 6,25
Upside/(Downside) potential	238,9%
Ticker	ABTG IM
Market Cap (€/mln)	€ 9,95
EV (€/mln)	€ 8,58
Free Float	44,45%
Share Outstanding	5.391.675
52-week high	€ 2,75
52-week low	€ 1,80
Average Daily Volumes (3 months)	3.776

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-6,3%	-2,9%	-10,9%	-27,6%
to FTSE Italia Growth	-7,5%	-7,0%	-24,6%	-34,8%
to Euronext STAR Milan	-7,4%	-6,8%	-28,3%	-34,8%
to FTSE All-Share	-6,2%	-7,0%	-27,3%	-49,9%
to EUROSTOXX	-10,0%	-9,1%	-22,1%	-42,9%
to MSCI World Index	-6,4%	-7,3%	-31,7%	-42,0%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Current ratio	1,2x	1,1x	1,4x	1,9x
ROIC	12,5%	20,3%	28,0%	45,0%
ROE	14,0%	37,8%	40,2%	46,3%
ROA	6,6%	17,5%	21,1%	26,5%

Source: Integrae SIM

1H25A Results

Il Valore della Produzione si attesta a € 10,90 mln, in calo rispetto ai € 12,55 mln registrati nel primo semestre 2024. L'EBITDA, pari a € 1,70 mln, diminuisce del 9,7% rispetto ai € 1,89 mln del primo semestre 2024, ma l'EBITDA *margin* migliora al 15,6% (vs 15,0% nel 1H24A), confermando l'efficacia delle politiche di efficienza e la capacità del Gruppo di mantenere una struttura dei costi flessibile. L'EBIT si attesta a € 1,03 mln, in crescita del 22,2% rispetto all'1H24A, grazie alla razionalizzazione dei costi operativi. Il *Net Income* consolidato ammonta a € 0,61 mln (vs € 0,56 mln nel 1H24A), in aumento del 9,1%. A livello patrimoniale, la NFP passa da una posizione *cash positive* di € 1,36 mln a fine 2024 a € 1,04 mln di debito al 30 giugno 2025, per effetto dell'investimento nell'immobile di Via Ripamonti 549 a Milano.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY25E pari a € 25,00 mln ed un EBITDA pari a € 3,70 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 32,00 mln (CAGR 24A-27E: 11,8%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 6,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,9%), rispetto a € 2,64 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 11,6%). A livello patrimoniale, infine, ci aspettiamo un peggioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà da un valore *cash positive* di € 1,36 mln del FY24A a un valore di € 0,71 mln di debito nel FY25E. Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di ABTG sulla base della metodologia DCF. Il DCF *method* (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,50%) restituisce un *equity value* pari a € 33,7 mln. Il **target price** è di **€ 6,25**, **rating BUY** e **rischio MEDIUM**.

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	19,36	22,73	24,70	26,50	31,70
Other revenues	0,12	0,20	0,30	0,30	0,30
Value of Production	19,48	22,93	25,00	26,80	32,00
COGS	0,06	0,13	0,15	0,15	0,15
Services	12,85	16,82	17,60	18,30	21,35
Use of assets owned by others	0,80	0,85	0,95	1,00	1,10
Employees	1,96	2,26	2,30	2,40	2,75
Other operating costs	0,46	0,23	0,30	0,35	0,35
EBITDA	3,35	2,64	3,70	4,60	6,30
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,3%</i>	<i>11,6%</i>	<i>15,0%</i>	<i>17,4%</i>	<i>19,9%</i>
D&A	2,32	2,02	1,55	1,65	1,70
EBIT	1,03	0,63	2,15	2,95	4,60
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,3%</i>	<i>2,8%</i>	<i>8,7%</i>	<i>11,1%</i>	<i>14,5%</i>
Financial management	(0,09)	(0,14)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	0,94	0,49	2,05	2,85	4,50
Taxes	0,45	0,24	0,85	1,20	1,90
Net Income	0,49	0,25	1,20	1,65	2,60
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	5,25	4,55	7,50	7,35	7,15
Account receivable	1,88	1,25	1,80	1,90	2,25
Inventory	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	2,16	2,08	2,20	2,30	2,70
Operating Working Capital	(0,28)	(0,83)	(0,40)	(0,40)	(0,45)
Other receivable	1,58	1,83	2,00	2,15	2,70
Other payable	2,91	1,85	2,10	2,20	2,65
Net Working Capital	(1,60)	(0,85)	(0,50)	(0,45)	(0,40)
Severance & other provisions	0,46	0,57	0,60	0,65	0,75
NET INVESTED CAPITAL	3,19	3,12	6,40	6,25	6,00
Share capital	2,65	2,65	2,65	2,65	2,65
Reserves	1,85	1,59	1,84	3,04	4,69
Net Income	0,49	0,25	1,20	1,65	2,60
Equity	4,98	4,49	5,69	7,34	9,94
Cash & cash equivalents	2,74	1,85	0,99	2,59	5,24
Short term financial debt	0,44	0,20	0,20	0,10	0,10
M/L term financial debt	0,51	0,28	1,50	1,40	1,20
Net Financial Position	(1,79)	(1,36)	0,71	(1,09)	(3,94)
SOURCES	3,19	3,12	6,40	6,25	6,00

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	1,03	0,63	2,15	2,95	4,60
Taxes	0,45	0,24	0,85	1,20	1,90
NOPAT	0,58	0,39	1,30	1,75	2,70
D&A	2,32	2,02	1,55	1,65	1,70
Change in NWC	0,45	(0,75)	(0,35)	(0,05)	(0,05)
<i>Change in receivable</i>	<i>(1,19)</i>	<i>0,63</i>	<i>(0,55)</i>	<i>(0,10)</i>	<i>(0,35)</i>
<i>Change in inventory</i>	<i>0,06</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>Change in payable</i>	<i>0,97</i>	<i>(0,08)</i>	<i>0,12</i>	<i>0,10</i>	<i>0,40</i>
<i>Change in others</i>	<i>0,61</i>	<i>(1,31)</i>	<i>0,08</i>	<i>(0,05)</i>	<i>(0,10)</i>
Change in provisions	(0,41)	0,12	0,03	0,05	0,10
OPERATING CASH FLOW	2,94	1,77	2,53	3,40	4,45
Capex	(2,18)	(1,31)	(4,50)	(1,50)	(1,50)
FREE CASH FLOW	0,76	0,46	(1,98)	1,90	2,95
Financial management	(0,09)	(0,14)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in Financial debt	(0,26)	(0,47)	1,22	(0,20)	(0,20)
Change in equity	0,34	(0,75)	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,75	(0,90)	(0,86)	1,60	2,65

Source: ABTG and Integrae SIM estimates

Company Overview

Alfio Bardolla Training Group (ABTG) è la Società *leader* in Italia nel digital financial & business training. Già PMI Innovativa, con sedi in Italia, Spagna e oltre 100 collaboratori, ha supportato oltre 43.000 clienti con l'obiettivo di diffondere l'educazione finanziaria, erogando corsi digitali e in presenza, anche con il supporto di coach individuali, sulle tematiche verticali in ambito Finance (trading su *Forex*, *Commodities*, Criptovalute e Opzioni), Real Estate (per investire correttamente nel settore immobiliare) e Business (per supportare gli imprenditori a riprogettare ed evolvere le proprie aziende). Completa l'offerta il corso di sviluppo personale Wake Up Call, per l'identificazione degli obiettivi e la definizione del piano per raggiungerli. ABTG è quotata sul mercato Euronext Growth Milan da luglio 2017.

1H25A Results

TABLE 2 – 1H25A VS 1H24

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H25A	10,90	1,70	15,6%	1,03	0,61	1,04
1H24A	12,55	1,89	15,0%	0,85	0,56	(1,36)*
Change	-13,2%	-9,7%	0,6%	22,2%	9,1%	n/a

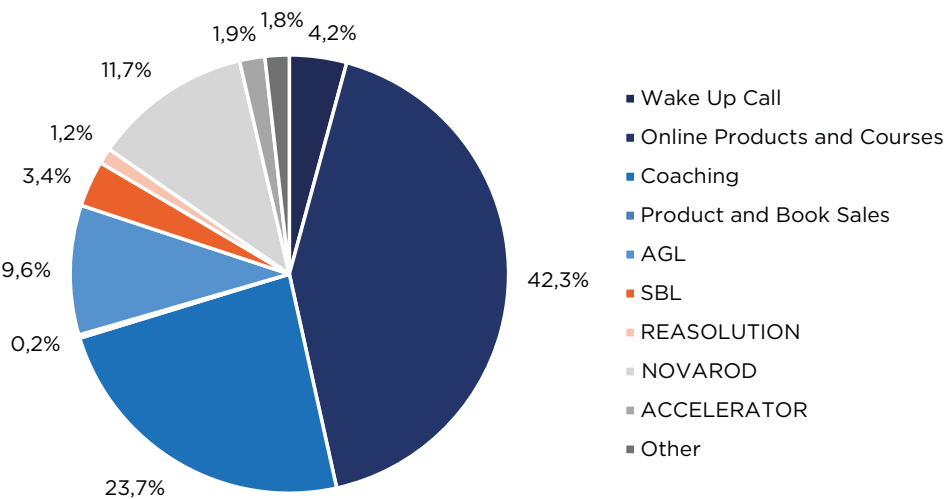
Source: Integrae SIM

* NFP as of 31/12/2024

Tramite comunicato stampa, Alfio Bardolla, Presidente e CEO di ABTG, commentando i risultati semestrali, ha dichiarato: *“I risultati semestrali testimoniano la solidità della nostra gestione: pur in un contesto di contrazione dei ricavi, abbiamo mantenuto il risultato netto e rafforzato il patrimonio, mentre prepariamo il lancio del nuovo polo formativo di Milano. Non guardiamo solo ai numeri di oggi, ma a quello che costruiscono: questo semestre mostra che il nostro Gruppo sa trasformare le sfide in opportunità e gettare le basi per una crescita ancora più forte nei prossimi anni.”*

Il valore della produzione del Gruppo Alfio Bardolla Training Group al 30 giugno 2025 si attesta a € 10,90 mln, in calo del 13,2% rispetto ai € 12,55 mln del primo semestre 2024. La contrazione riflette un rallentamento congiunturale della domanda, in particolare nel segmento del *coaching* individuale e nei servizi delle controllate, parzialmente compensato da un andamento della vendita di libri e prodotti e dal contributo positivo di Novarod.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: ABTG, Integrae SIM elaboration

Nel dettaglio, la scomposizione dei ricavi per linee di *business* evidenzia come la quota principale provenga ancora dai corsi e prodotti digitali, che rappresentano circa il 42,3% del totale, pari a € 4,61 mln, sostanzialmente in linea rispetto all'anno precedente. Seguono le attività di *coaching*, che registrano ricavi per € 2,59 mln (23,7% del totale), in calo del 25,3% rispetto al 1H24A per effetto del fisiologico rallentamento della domanda post-pandemia.

I ricavi dagli eventi “Wake Up Call” ammontano a € 0,46 mln (4,2% del totale). Si tratta del corso esperienziale principale del Gruppo, dedicato allo sviluppo personale e alla definizione degli obiettivi individuali e professionali, e rappresenta un *entry point* strategico per la generazione di nuovi clienti e per la vendita integrata dei prodotti formativi delle controllate, in particolare di SBL (Smart Business Lab). L'edizione autunnale del 19-21 settembre 2025 ha avuto vendite in linea con le aspettative e un alto tasso di conversione, confermando la solidità del *format* e lasciando intravedere un miglioramento dei ricavi relativi a questa linea di *business* nel secondo semestre dell'anno.

Nel perimetro delle controllate, il contributo ai ricavi consolidati del Gruppo proviene per € 1,04 mln da AGL Aste Immobiliari (-22,0%), per € 0,37 mln da SBL (Smart Business Lab) (-61,3%), per € 0,13 mln da Reasolution (-65,9%) e per € 1,27 mln da Novarod (+7,9%). Complessivamente, le società controllate hanno contribuito per il 27,7% ai ricavi del Gruppo (vs 30,7% nel 1H24A).

L'EBITDA si attesta a € 1,70 mln, in diminuzione del 9,7% rispetto ai € 1,89 mln del primo semestre 2024, ma con un EBITDA *margin* in miglioramento al 15,6% (vs 15,0% nel 1H24A). Tale incremento percentuale, in un contesto di calo dei volumi, conferma l'efficacia delle politiche di efficienza e la capacità del Gruppo di mantenere una struttura dei costi flessibile e ben dimensionata.

L'EBIT ammonta a € 1,03 mln, in aumento del 22,2% rispetto al semestre precedente, grazie alla significativa riduzione degli ammortamenti (-35,7%) e alla razionalizzazione dei costi operativi. Il Net Income consolidato si attesta a € 0,61 mln, in crescita del 9,1% rispetto ai € 0,56 mln del primo semestre 2024.

A livello patrimoniale, la NFP passa da € 1,36 mln *cash positive* a fine 2024 a € 1,04 mln di debito al 30 giugno 2025, riflettendo l'impegno finanziario connesso all'acquisto dell'immobile di Via Ripamonti 549 a Milano. L'operazione, conclusa nel primo semestre per un controvalore di € 2,08 mln a fronte di una valutazione peritale di € 3,80 mln, è stata finanziata tramite una combinazione di mezzi propri e un prestito ponte da € 2,00 mln, successivamente sostituito nel mese di luglio da un finanziamento a tasso fisso da € 1,50 mln della durata di dieci anni. L'immobile ospiterà il nuovo polo formativo, un progetto di riqualificazione che mira a creare una struttura proprietaria multifunzionale destinata alla formazione finanziaria e imprenditoriale, con l'obiettivo di ottimizzare i costi gestionali, migliorare l'esperienza dei partecipanti e consolidare la *brand identity* del Gruppo. Il completamento dei lavori è previsto entro 24-36 mesi dal decreto di trasferimento (luglio 2025). Nel medio termine, il progetto rappresenta un importante *driver* di sviluppo del Gruppo: un'iniziativa dal valore simbolico e strategico che consentirà di unire, in un'unica sede di proprietà, le attività formative.

Tra gli altri eventi di rilievo del semestre si segnala la liquidazione volontaria di NPL Servicing SpA (febbraio 2025), volta a semplificare la struttura societaria, e l'acquisizione del restante 20% di Reasolution (attiva nel campo del sovraindebitamento), accompagnata dalla cessione del ramo d'azienda

“ExDebito”, operazione strategica che ha permesso di riorientare l'attività a favore di una *partnership* di lungo periodo con un operatore che da molti anni opera nel settore. Dopo la chiusura del semestre, la Capogruppo ha inoltre incrementato la partecipazione in AGL Aste Immobiliari all'83,3% e ceduto, tramite ABTG *Accelerator*, la quota del 51,0% detenuta in Bullseye Srl, in linea con la strategia di concentrare le risorse sul *core business* formativo.

Nonostante la fisiologica contrazione dei ricavi nel semestre, il Gruppo conferma una solida struttura economico-finanziaria e un miglioramento della redditività. La capacità di preservare i margini, l'efficienza nella gestione dei costi e il successo dell'ultima edizione della Wake Up Call rappresentano elementi chiave a supporto della crescita attesa nella seconda metà dell'anno, consolidando il proprio posizionamento nel *digital financial & business training* in Italia e in Europa.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production			
New	25,00	26,80	32,00
Old	28,00	30,00	35,75
<i>Change</i>	-10,7%	-10,7%	-10,5%
EBITDA			
New	3,70	4,60	6,30
Old	4,45	5,35	7,25
<i>Change</i>	-16,9%	-14,0%	-13,1%
EBITDA %			
New	15,0%	17,4%	19,9%
Old	16,0%	18,0%	20,4%
<i>Change</i>	-1,0%	-0,6%	-0,5%
EBIT			
New	2,15	2,95	4,60
Old	2,20	3,00	4,85
<i>Change</i>	-2,3%	-1,7%	-5,2%
Net Income			
New	1,20	1,65	2,60
Old	1,20	1,70	2,90
<i>Change</i>	0,0%	-2,9%	-10,3%
NFP			
New	0,71	(1,09)	(3,94)
Old	(1,44)	(3,94)	(7,84)
<i>Change</i>	n/a	n/a	n/a

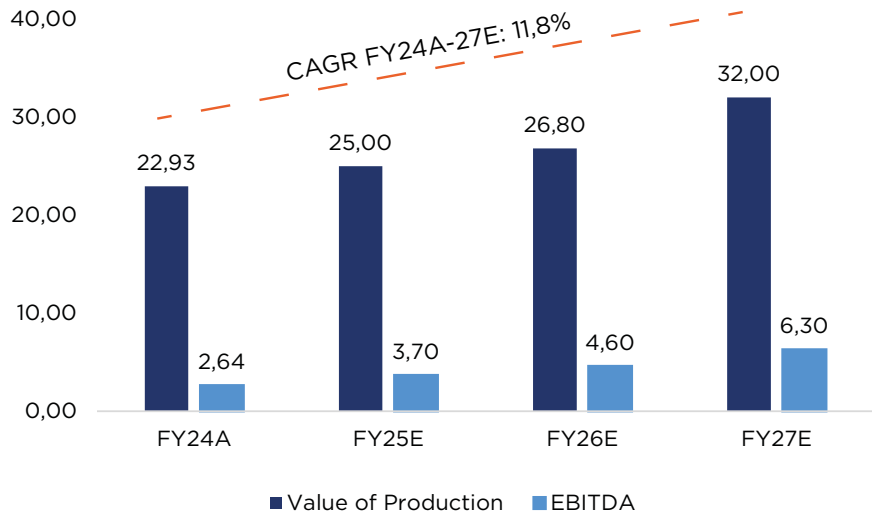
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY25E pari a € 25,00 mln ed un EBITDA pari a € 3,70 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 32,00 mln (CAGR 24A-27E: 11,8%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 6,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,9%), rispetto a € 2,64 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 11,6%).

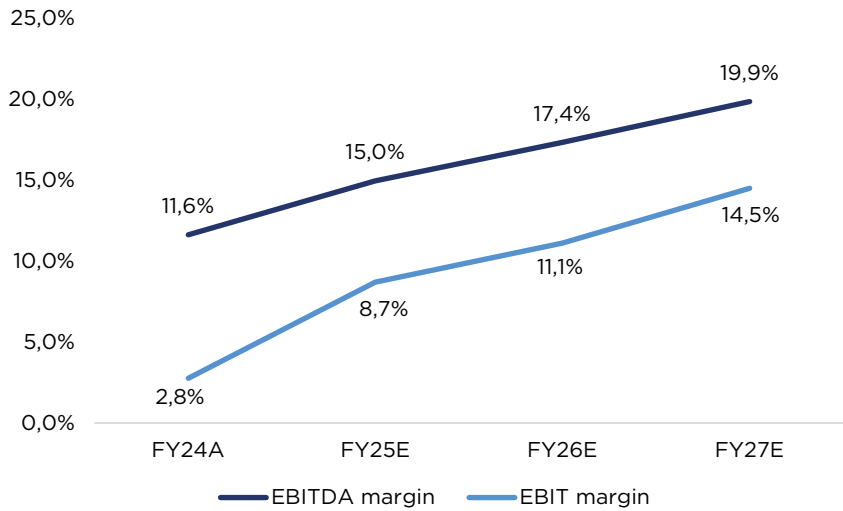
A livello patrimoniale, infine, ci aspettiamo un peggioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà da un valore *cash positive* di € 1,36 mln del FY24A a un valore di € 0,71 mln di debito nel FY25E.

CHART 2 - VOP AND EBITDA FY24A-27E



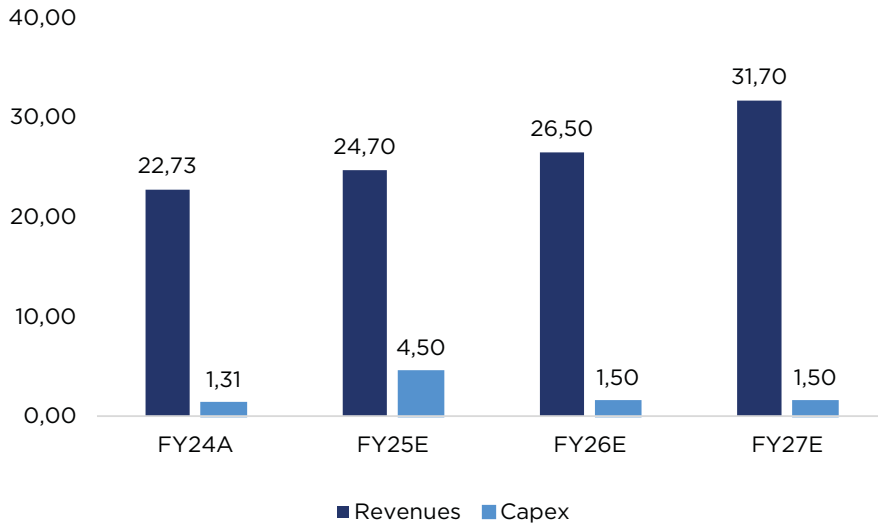
Source: Integrae SIM

CHART 3 - MARGIN FY24A-27E



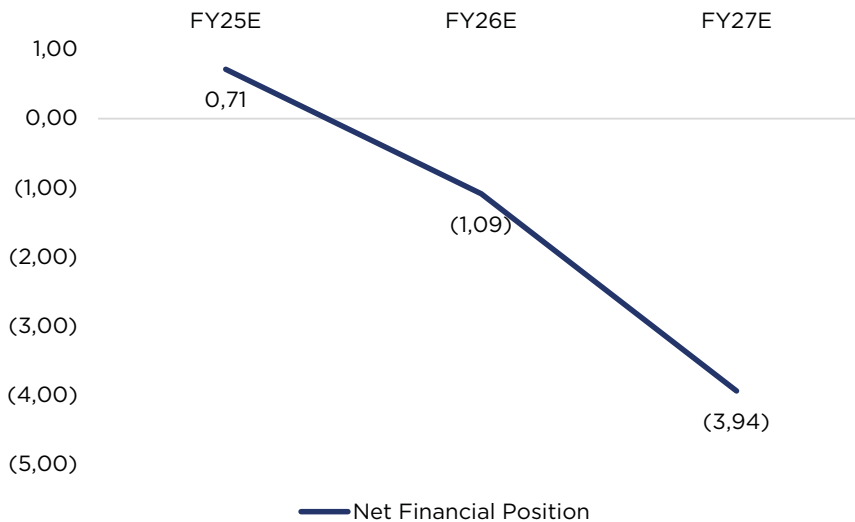
Source: Integrae SIM

CHART 4 - CAPEX FY24A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 5 - NFP FY24A-27E



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di ABTG sulla base della metodologia DCF.

DCF Method

TABLE 4 - WACC

WACC			11,28%
D/E 25,00%	Risk Free Rate 2,55%	β Adjusted 1,1	α (specific risk) 2,50%
Kd 4,00%	Market premium 7,46%	β Relevered 1,2	Ke 13,38%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 11,28%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	3,2	10%
TV actualized DCF	29,2	90%
Enterprise Value	32,4	100%
NFP (FY24A)	(1,4)	
Equity Value	33,7	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 33,7 mln.

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC						
	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%
Growth Rate (g)	3,0%	47,9	44,6	41,6	39,0	36,7	34,6
	2,5%	45,0	42,0	39,4	37,0	35,0	33,1
	2,0%	42,4	39,7	37,4	35,3	33,4	31,7
	1,5%	40,1	37,7	35,6	33,7	32,0	30,5
	1,0%	38,1	35,9	34,0	32,3	30,7	29,3
	0,5%	36,3	34,3	32,6	31,0	29,6	28,2
	0,0%	34,7	32,9	31,3	29,8	28,5	27,3

Source: Integrae SIM

Equity Value

TABLE 7 - EQUITY VALUE

Equity Value	
Equity Value DCF (€/mln)	33,7
Target Price (€)	6,25

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* pari a circa € 33,7 mln.

Il *target price* è quindi di € 6,25 (prev. € 6,50). Confermiamo *rating* BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 8 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	12,2x	8,7x	7,0x	5,1x
EV/EBIT	51,7x	15,0x	11,0x	7,0x
P/E	134,2x	28,1x	20,4x	13,0x

Source: Integrae SIM

TABLE 9 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	3,2x	2,3x	1,9x	1,4x
EV/EBIT	13,7x	4,0x	2,9x	1,9x
P/E	39,6x	8,3x	6,0x	3,8x

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, Alessia Di Florio and Giada Croci 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
25/02/2025	2,33	Buy	7,00	Medium	Breaking News
25/04/2025	2,00	Buy	6,50	Medium	Update

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 SpA has formalized 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 INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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 Upside Potential (increase in value or return that he investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT 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:

- 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 ABTG SpA;
- Integrae SIM prepared this document on behalf of MiT SIM S.p.A. acting as specialist in accordance with article 35 of Rules for Euronext Growth Milan Companies.