

UPDATE

EQUITY RESEARCH

**ISIM**  
**INTEGRÆ**

# AATECH

Euronext Growth Milan | Tech Builder | Italy

Produzione 09/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 10/10/2023, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 3,00**

prev. €3,50

Risk



Medium

Upside potential

**132,3%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 1,29
Target price	€ 3,00
Upside/(Downside) potential	132,3%
Ticker	AAT IM EQUITY
Market Cap (€/mln)	7,84
EV (€/mln)	10,43
Free Float	23,27%
Share Outstanding	6.080.500
52-week high	€ 2,34
52-week low	€ 1,00
Average daily volumes (3 months)	10.477

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	1,16	1,85	3,40	4,55
VoP	1,64	2,50	3,70	4,85
EBITDA	(0,12)	0,15	1,05	1,45
EBIT	(0,18)	(0,30)	0,50	0,85
Net Profit	(0,30)	(0,35)	0,25	0,50
EBITDA margin	-7,2%	6,0%	28,4%	29,9%
EBIT margin	-11,0%	-12,0%	13,6%	17,6%
Net Profit margin	-18,2%	-14,0%	6,8%	10,3%

**Mattia Petracca** | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
**Alessandro Elia Stringa** | [alessandro.stringa@integraesim.it](mailto:alessandro.stringa@integraesim.it)

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-0,77%	-21,82%	n/a	n/a
to FTSE Italia Growth	7,53%	-10,47%	n/a	n/a
to Euronext STAR Milan	6,85%	-10,11%	n/a	n/a
to FTSE All-Share	2,52%	-20,41%	n/a	n/a
to EUROSTOXX	2,56%	-18,44%	n/a	n/a
to MSCI World Index	4,38%	-17,91%	n/a	n/a

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/SALES	6,4 x	4,2 x	2,8 x	2,1 x
EV/EBITDA	n/a	69,5 x	9,9 x	7,2 x
EV/EBIT	n/a	n/a	20,8 x	12,2 x
P/E	n/a	n/a	31,1 x	15,6 x

## 1H23A Results

Al termine del primo semestre del 2023, il valore della produzione si attesta pari a € 0,62 mln. L'EBITDA risulta pari ad € -0,81 mln principalmente a causa dei costi per servizi che ammontano a € 0,87 mln per via dei costi sostenuti per la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan pari a circa € 0,57 mln. Similmente, l'EBIT, al termine del periodo analizzato, si attesta ad un valore di € -0,84 mln dopo ammortamenti e svalutazione per complessivi € 0,03 mln. Il Net Income risulta pari a € -0,78 mln. La NFP, infine, si attesta pari ad € 4,10 mln di debito, in peggioramento rispetto al valore registrato al 31 dicembre 2022 pari ad € 2,59 mln.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore della produzione per il FY23E pari a € 2,50 mln ed un EBITDA pari a € 0,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 6,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 6,50 mln (CAGR 22A-26E: 41,1%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 2,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 35,4%), in crescita rispetto agli € 0,15 mln del FY23E (corrispondente ad un EBITDA margin del 6,0%).

## Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di AATECH sulla base della metodologia "sum-of-parts", attraverso la valutazione e l'aggregazione delle partecipate secondo il metodo dei multipli di mercato. Tenendo in considerazione le varie partecipazioni detenute dal Gruppo, ne risulta un equity value medio pari a circa € 18,22 mln. Il target price è di € 3,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	1,16	1,85	3,40	4,55	6,20
Other Revenues	0,48	0,65	0,30	0,30	0,30
<b>Value of Production</b>	<b>1,64</b>	<b>2,50</b>	<b>3,70</b>	<b>4,85</b>	<b>6,50</b>
COGS	0,01	0,00	0,00	0,05	0,05
Services	0,61	1,10	0,90	1,15	1,40
Use of Asset owned by others	0,06	0,10	0,10	0,10	0,10
Employees	0,96	1,10	1,60	2,00	2,55
Other operating costs	0,11	0,05	0,05	0,10	0,10
<b>EBITDA</b>	<b>(0,12)</b>	<b>0,15</b>	<b>1,05</b>	<b>1,45</b>	<b>2,30</b>
EBITDA Margin	-7,2%	6,0%	28,4%	29,9%	35,4%
D&A	0,06	0,45	0,55	0,60	0,65
<b>EBIT</b>	<b>(0,18)</b>	<b>(0,30)</b>	<b>0,50</b>	<b>0,85</b>	<b>1,65</b>
EBIT Margin	-11,0%	-12,0%	13,6%	17,6%	25,4%
Financial Management	(0,13)	(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
<b>EBT</b>	<b>(0,31)</b>	<b>(0,45)</b>	<b>0,35</b>	<b>0,75</b>	<b>1,55</b>
Taxes	-0,01	(0,10)	0,10	0,25	0,50
<b>Net Income</b>	<b>(0,30)</b>	<b>(0,35)</b>	<b>0,25</b>	<b>0,50</b>	<b>1,05</b>

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Fixed Assets</b>	<b>5,81</b>	<b>7,20</b>	<b>7,10</b>	<b>7,00</b>	<b>6,90</b>
Account receivable	0,22	0,40	0,60	0,80	1,00
Account payable	0,54	0,65	0,50	0,60	0,70
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(0,32)</b>	<b>(0,25)</b>	<b>0,10</b>	<b>0,20</b>	<b>0,30</b>
Other receivable	1,05	0,80	0,65	0,60	0,50
Other payable	0,53	0,50	0,55	0,65	0,70
<b>Net Working Capital</b>	<b>0,20</b>	<b>0,05</b>	<b>0,20</b>	<b>0,15</b>	<b>0,10</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,10	0,15	0,25	0,35	0,45
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>5,90</b>	<b>7,10</b>	<b>7,05</b>	<b>6,80</b>	<b>6,55</b>
Share Capital	2,24	3,04	3,04	3,04	<b>3,04</b>
Reserves	1,38	1,88	1,53	1,78	2,28
Net Income	(0,30)	(0,35)	0,25	0,50	1,05
<b>Equity</b>	<b>3,32</b>	<b>4,57</b>	<b>4,82</b>	<b>5,32</b>	<b>6,37</b>
Cash & Cash Equivalent	1,07	1,67	1,47	1,72	2,52
Financial Debt	3,66	4,20	3,70	3,20	2,70
<b>Net Financial Position</b>	<b>2,59</b>	<b>2,53</b>	<b>2,23</b>	<b>1,48</b>	<b>0,18</b>
<b>SOURCES</b>	<b>5,90</b>	<b>7,10</b>	<b>7,05</b>	<b>6,80</b>	<b>6,55</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT		(0,30)	0,50	0,85	1,65
Taxes		(0,10)	0,10	0,25	0,50
<b>NOPAT</b>		<b>(0,20)</b>	<b>0,40</b>	<b>0,60</b>	<b>1,15</b>
D&A		0,45	0,55	0,60	0,65
Change in receivable		(0,18)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
Change in payable		0,11	(0,15)	0,10	0,10
Change in others		0,22	0,20	0,15	0,15
<i>Change in NWC</i>		<i>0,15</i>	<i>(0,15)</i>	<i>0,05</i>	<i>0,05</i>
Change in provisions		0,05	0,10	0,10	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>		<b>0,45</b>	<b>0,90</b>	<b>1,35</b>	<b>1,95</b>
Capex		(1,84)	(0,45)	(0,50)	(0,55)
<b>FREE CASH FLOW</b>		<b>(1,40)</b>	<b>0,45</b>	<b>0,85</b>	<b>1,40</b>
Financial Management		(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Change in Debt to Bank		0,54	(0,50)	(0,50)	(0,50)
Change in Equity		1,60	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>		<b>0,60</b>	<b>(0,20)</b>	<b>0,25</b>	<b>0,80</b>

Source: AATECH and Integrae SIM estimates

\* Pro- forma Data

## Company Overview

AATECH SpA Società Benefit, fondata nel 2019 da Alessandro Andreozzi, è un'innovativa startup tecnologica italiana composta da un gruppo di esperti nel settore digitale, che si concentra su nuovi modelli di business e innovazioni nel settore Fintech e della Transazione Energetica in Italia. AATECH è al vertice di un gruppo di aziende collegate e controllate, tra cui Termo SpA (leader nei servizi HVAC ed ecoincentivi), PreviOn (fintech con open banking per la previdenza), Brand Italia Srl (gestione *end-to-end* di un portafoglio real estate), Ulixes SGR SpA (SGR che opera tramite fondi di impact investing), Aion Tech (deep tech attiva nella fast integration delle imprese), e HPS Srl (holding di SCM Sim Spa, società quotata specializzata nella consulenza patrimoniale indipendente).

AATECH opera principalmente come Tech Builder, andando quindi, attraverso un processo di *continuous innovation*, a ricercare soluzioni tecnologiche innovative da sviluppare che possono poi diventare aziende autonome nel proprio portfolio. Il Gruppo al momento possiede 4 piattaforme tecnologiche: Truezero, Wealth.tech, Renevo e Cobolmigrati.tech. Affianco a ciò, AATECH offre anche Operational Services come finanza straordinaria, *temporary management*, IT support, marketing e *business process outsourcing* a supporto delle aziende partecipate e di clienti esterni.

## 1H23A Results

TABLE 2 – FY22A VS 1H23A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	0,62	-0,81	-131,4%	-0,84	-0,78	4,10
FY22A*	1,64	-0,12	-7,2%	-0,18	-0,30	2,59
<i>Change</i>	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

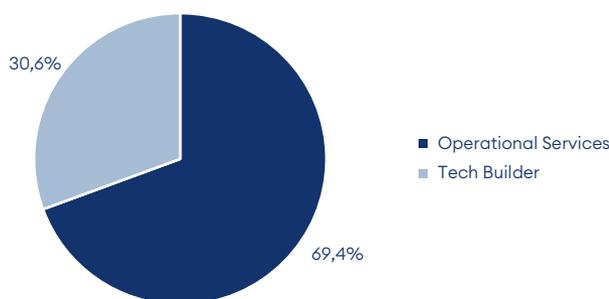
\* Data as of 31/12/2022

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati semestrali del 2023, ha dichiarato: *“Nel corso del primo semestre 2023, come Tech Builder innovativo, abbiamo sia lavorato allo sviluppo e al potenziamento delle nostre piattaforme tecnologiche quali ad esempio Truezero, e Renevo, sia intensificato l’attività commerciale e la realizzazione di partnership con primari operatori, per la vendita delle licenze di utilizzo delle piattaforme, con effetti positivi attesi nel secondo semestre del 2023 e nel 2024. Siamo entusiasti della crescita aziendale che potremo infatti perseguire grazie anche alle risorse ottenute tramite la quotazione su Euronext Growth Milan del 3 luglio 2023. Tali risorse, consentiranno di potenziare i nostri progetti, consentendoci di continuare a offrire soluzioni uniche e di alta qualità, perfettamente allineate con le tendenze di mercato, come la transizione energetica e il Fintech”.*

Al termine del primo semestre del 2023, il valore della produzione si attesta pari a € 0,62 mln e risulta composto per € 0,34 mln da ricavi delle vendite, per € 0,09 da incrementi di immobilizzazioni per lavori interni riferibili allo sviluppo della piattaforma dedicata al settore del wealth management, e per € 0,19 da altri ricavi inerenti le sopravvenienze generate dall’accordo transattivo con la società e-Price verso la quale AATECH vantava debiti commerciali che sono stati saldati nel periodo analizzato in seguito a tale accordo.

Analizzando più nel dettaglio la composizione dei ricavi di vendita, il grafico che segue, riporta il contributo delle due business unit, Operational Services e Tech Builder al totale dei ricavi delle vendite. Come si può osservare, la linea di business degli Operational Services, inerente varie tipologie di servizi ad alto valore aggiunto, che spaziano dalla Finanza Straordinaria ed Agevolata, al Temporary Management, ai servizi di IT Delivery e Support, di Marketing Support e di Business Process Outsourcing che il Gruppo presta alle proprie società controllate e a terzi, è responsabile del 69,4% del totale dei ricavi delle vendite, generando € 0,24 mln di fatturato. La business unit Tech Builder, relativa alle attività di ricerca attraverso un processo di continuous innovation di soluzioni innovative in grado di risolvere problemi concreti, è invece responsabile di ricavi per € 0,11 mln che pesano quindi per il 30,6% del totale.

CHART 1 – REVENUES BY BUSINESS UNIT



Source: Integrae SIM

L'EBITDA al termine del primo semestre del 2023 si attesta pari ad € -0,81 mln principalmente a causa dei costi per servizi che ammontano a € 0,87 mln per via dei costi sostenuti per la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan pari a circa € 0,57 mln. Volendo rappresentare la situazione al netto di tali spese, il Gruppo ha registrato un EBITDA Adjusted pari ad € -0,25 mln. Si segnala inoltre che AATECH ha avviato il processo per l'ottenimento del credito d'imposta relativo a tali costi come stabilito dalla legge di bilancio 2023 (legge 29 dicembre 2022 n. 197) che verrà riconosciuto nel prossimo semestre.

Similmente, l'EBIT, al termine del periodo analizzato, si attesta ad un valore di € -0,84 mln dopo ammortamenti e svalutazione per complessivi € 0,03 mln. l'EBIT Adjusted, al netto dei costi della quotazione ammonta a € -0,27 mln. Il Net Income, dopo oneri finanziari netti per € 0,12 mln e un contributo positivo delle imposte pari a € 0,18 mln, risulta pari a € -0,78 mln.

La NFP, infine, si attesta pari ad € 4,10 mln di debito, in peggioramento rispetto al valore registrato al 31 dicembre 2022 pari ad € 2,59 mln a causa dei maggiori investimenti effettuati nel periodo per il potenziamento delle piattaforme proprietarie e dagli sforzi commerciali.

In conclusione, si segnala che nel primo semestre il Gruppo, nello svolgimento delle proprie attività di Tech Builder ha proseguito nello sviluppo delle piattaforme tecnologiche Sustainability.tech e Greentransition.tech.

In particolare, Sustainability.tech è stata ribrendizzata come Truezero e potenziata con alcuni *upgrade* funzionali. Grazie agli investimenti effettuati, Truezero si presenta sul mercato come una soluzione completa per la gestione integrata della finanza sostenibile, che permette di automatizzare e digitalizzare in maniera rapida e sicura i processi legati alle tematiche ESG, accompagnando quindi le aziende nel loro percorso di sostenibilità, e offrendo pieno supporto a Banche, investitori finanziari e advisor nella gestione di prodotti green. Greentransition.tech, invece, è stata completata e ribrendizzata come Renevo. La piattaforma si presenta quindi come una soluzione integrata per la progettazione, realizzazione e gestione degli impianti di energia derivante da fonti rinnovabili perfetta per le esigenze di Developer, le ESCo e gli Asset Manager, che possono così sfruttare un team di consulenti esperto e una piattaforma tecnologica innovativa che permette una gestione automatizzata e più veloce di tutte le fasi del processo di realizzazione di un impianto green.

## FY23E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-26E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Value of Production</b>				
New	2,5	3,7	4,9	6,5
Old	2,5	4,0	4,9	6,5
<i>Change</i>	0,0%	-6,3%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>				
New	0,2	1,1	1,5	2,3
Old	0,5	1,3	1,5	2,6
<i>Change</i>	-70,0%	-19,2%	-3,3%	-9,8%
<b>EBITDA margin</b>				
New	6,0%	28,4%	29,9%	35,4%
Old	20,0%	32,9%	31,0%	39,2%
<i>Change</i>	-14,0%	-4,5%	-1,0%	-3,8%
<b>EBIT</b>				
New	(0,3)	0,5	0,9	1,7
Old	0,1	0,8	1,0	2,1
<i>Change</i>	n/a	-37,4%	-15,0%	-19,5%
<b>Net Income</b>				
New	(0,4)	0,3	0,5	1,1
Old	(0,1)	0,5	0,7	1,5
<i>Change</i>	n/a	-49,8%	-23,0%	-27,6%
<b>NFP</b>				
New	2,5	2,2	1,5	0,2
Old	1,3	(0,0)	(1,3)	(3,4)
<i>Change</i>	n/a	n/a	n/a	n/a

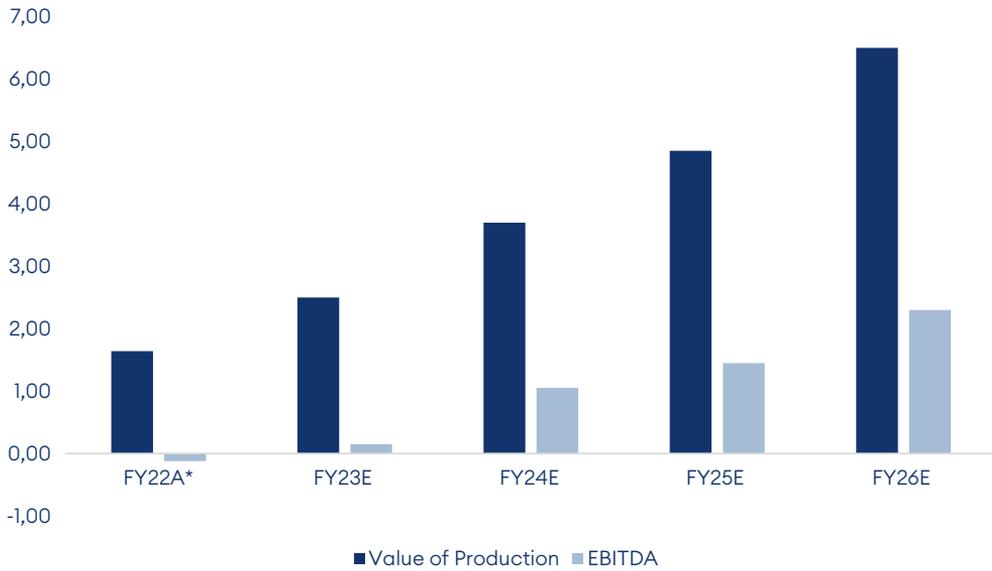
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un valore della produzione per il FY23E pari a € 2,50 mln ed un EBITDA pari a € 0,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 6,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 6,50 mln (CAGR 22A-26E: 41,1%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 2,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 35,4%), in crescita rispetto agli € 0,15 mln del FY23E (corrispondente ad un EBITDA margin del 6,0%).

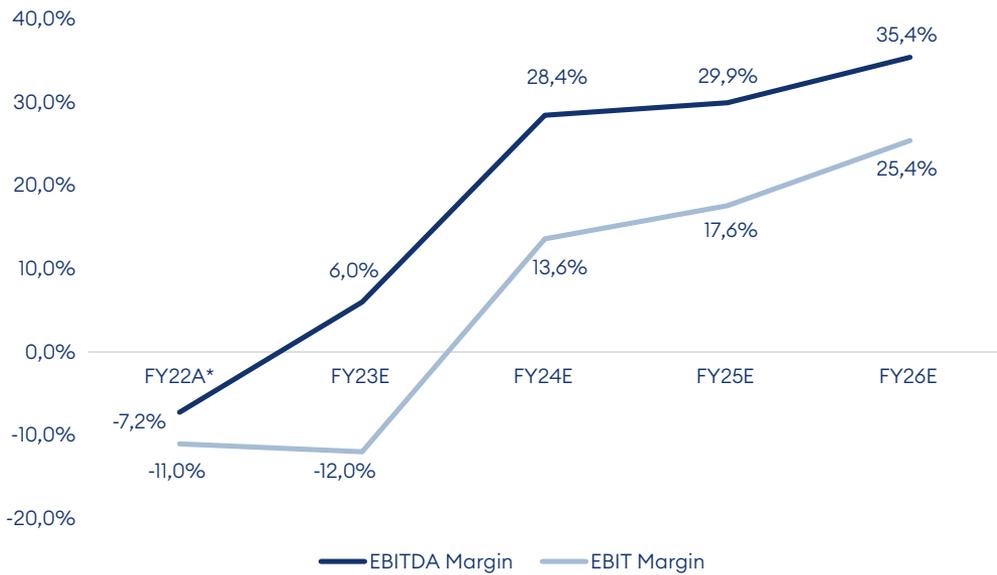
Infine, stimiamo una NFP per il 2026E pari a € 0,18 mln, in miglioramento rispetto ai € 2,59 mln di debito del FY22A grazie principalmente ai flussi di cassa positivi generati dalle *operations*.

CHART 2 – VOP AND EBITDA FY22A\*-26E



Source: Integrae SIM

CHART 3 – MARGIN FY22A\*-26E



Source: Integrae SIM

CHART 4 - CAPEX FY23E-26E

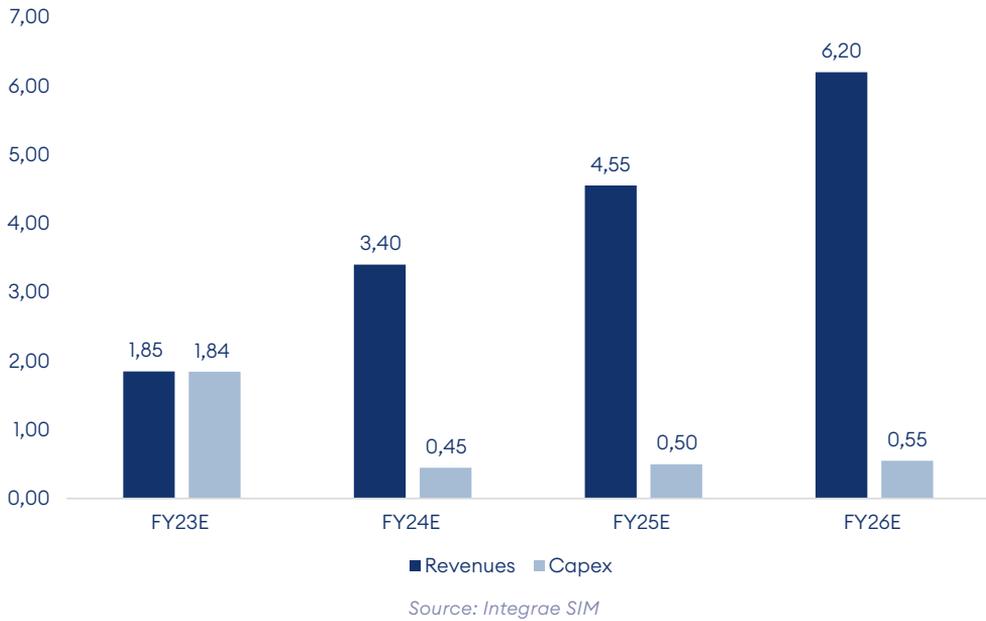


CHART 5 - NFP FY22A\*-26E



# Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di AATECH sulla base della metodologia *Sum of the Parts*, aggregando quindi al valore delle Capogruppo comprensivo delle società consolidate (PreviOn e Brand Italia) il valore delle società collegate Aion Tech, Ulixes, Termo e SCM SIM tenendo in considerazione le varie percentuali di partecipazione.

Per tutte le società valutate abbiamo utilizzato il metodo dei multipli di mercato applicando i multipli EV/Sales 2023, i cui valori sono tratti dal database sviluppato dal Professor A. Damodaran<sup>1</sup>.

## Aion Tech

Aion Tech è una società partecipata da AATECH al 10,0%, attiva nel mercato della System Integration e titolare di una serie di soluzioni tecnologiche e di servizi *plug & play* per la *fast integration* delle imprese basate su un'infrastruttura cloud di API REST disponibili via web.

Per procedere con una valutazione prospettica di Aion Tech abbiamo stimato i ricavi attesi per il triennio 2023-2025 partendo dai dati *actual* del 2022 pari a € 0,80 mln e assumendo una crescita in linea con il tasso di crescita del mercato globale, pari al 13,8% stimato da Gran View Research<sup>2</sup>.

Similmente, visto il settore di attività della società, abbiamo ricondotto Aion Tech all'interno dell'industry Software (System & Application) individuata dal Professor A. Damodaran, che si caratterizza per un multiplo EV/Sales pari a 6,7x.

TABLE 4 – AION TECH EQUITY VALUE

Aion Tech	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	Average
Sales	0,80	0,91	1,04	1,18	0,98
EV/Sales Multiple	6,7 x				
<b>EV</b>	<b>5,39</b>	<b>6,14</b>	<b>6,98</b>	<b>7,95</b>	<b>6,61</b>
NFP (FY22A)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
<b>Equity Value</b>	<b>5,40</b>	<b>6,15</b>	<b>6,99</b>	<b>7,96</b>	<b>6,63</b>

Source: *Integrae SIM*

Applicando tale metodologia, l'*equity value* di Aion Tech medio è pari a € 6,63 mln. Tenendo poi in considerazione la percentuale di partecipazione di AATECH pari al 10,0% ne consegue un valore della partecipazione pari a € 0,66 mln.

<sup>1</sup> [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html#multiples](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#multiples)  
<sup>2</sup> Grand View Research, *System Integration Market Size, Growth & Trends Report, 2030*

TABLE 5 – AION TECH STAKE VALUE

Aion Tech	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	Average
Equity Value	5,40	6,15	6,99	7,96	6,63
Holding %	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>E Stake Aion Tech</b>	<b>0,54</b>	<b>0,61</b>	<b>0,70</b>	<b>0,80</b>	<b>0,66</b>

Source: Integrae SIM

## Ulixes

Ulixes è una società in cui AATECH detiene una partecipazione del 20,0%, che opera come società di gestione del risparmio attraverso fondi di *Impact Investing*, ovvero fondi che mirano a generare rendimenti finanziari investendo in società o progetti che cercano di generare un impatto positivo sulla società o sull'ambiente.

Per procedere con una valutazione prospettica di Ulixes abbiamo stimato i ricavi attesi per il triennio 2023-2025 partendo dai dati *actual* del 2022 pari a € 0,10 mln e assumendo una crescita in linea con il tasso di crescita del mercato globale pari al 34,7% stimato da Gran View Research<sup>3</sup>.

Similmente, visto il settore di attività della società, abbiamo ricondotto Ulixes all'interno dell'industry Investment & Asset Management individuata dal Professor A. Damodaran, che si caratterizza per un multiplo EV/Sales pari a 4,6x.

TABLE 6 – ULIXES EQUITY VALUE

Ulixes	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	Average
Sales	0,10	0,13	0,18	0,24	0,17
EV/Sales Multiple	4,6 x				
<b>EV</b>	<b>0,46</b>	<b>0,62</b>	<b>0,84</b>	<b>1,13</b>	<b>0,77</b>
NFP (FY22A)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Equity Value</b>	<b>0,46</b>	<b>0,62</b>	<b>0,84</b>	<b>1,13</b>	<b>0,77</b>

Source: Integrae SIM

Applicando tale metodologia, l'equity value di Ulixes medio è pari a € 0,77 mln. Tenendo poi in considerazione la percentuale di partecipazione di AATECH pari al 20,0% ne consegue un valore della partecipazione pari a € 0,15 mln.

<sup>3</sup> Grand View Research, Global Asset Management Market Size & Trends Report, 2030

TABLE 7 – ULIXES STAKE VALUE

Ulixes	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	Average
Equity Value	0,46	0,62	0,84	1,13	0,77
Holding %	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>E Stake Ulixes</b>	<b>0,09</b>	<b>0,12</b>	<b>0,17</b>	<b>0,23</b>	<b>0,15</b>

Source: Integrae SIM

## Termo

Fondata nel 2014 da Alessandro Andreozzi, founder di AATECH, Termo è ad oggi una società leader nel mercato italiano del HVAC in cui AATECH detiene una partecipazione pari al 15,99%.

Per procedere con una valutazione prospettica di Termo abbiamo stimato i ricavi attesi per il triennio 2023-2025 partendo dai dati *actual* del 2022 pari a € 36,76 mln e assumendo una crescita in linea con il tasso di crescita del mercato europeo di riferimento pari al 6,6% stimato da Statista<sup>4</sup>.

Similmente, visto il settore di attività della società, abbiamo ricondotto Termo all'interno dell'industry Construction Supply, macrocategoria all'interno della quale viene tipicamente incluso il settore HVAC, individuata dal Professor A. Damodaran e che si caratterizza per un multiplo EV/Sales pari a 1,4x.

TABLE 8 – TERMO EQUITY VALUE

Termo	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	Average
Sales	36,76	39,17	41,74	44,49	40,54
EV/Sales Multiple	1,4 x				
<b>EV</b>	<b>52,20</b>	<b>55,62</b>	<b>59,28</b>	<b>63,17</b>	<b>57,57</b>
NFP (FY22A)	13,01	13,01	13,01	13,01	13,01
<b>Equity Value</b>	<b>39,19</b>	<b>42,61</b>	<b>46,27</b>	<b>50,16</b>	<b>44,56</b>

Source: Integrae SIM

Applicando tale metodologia, l'equity value di Termo medio è pari a € 44,56 mln. Tenendo poi in considerazione la percentuale di partecipazione di AATECH pari al 15,99% ne consegue un valore della partecipazione pari a € 7,12 mln.

<sup>4</sup> Statista, HVACR market Outlook

TABLE 9 – TERMO STAKE VALUE

Termo	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	Average
Equity Value	39,19	42,61	46,27	50,16	44,56
Holding %	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
<b>E Stake Termo</b>	<b>6,27</b>	<b>6,81</b>	<b>7,40</b>	<b>8,02</b>	<b>7,12</b>

Source: Integrae SIM

## SCM

SCM è una società di intermediazione mobiliare costituita nel 2009 e autorizzata dalla Consob all'esercizio dell'attività di investimento in cui AATECH detiene una partecipazione dell'1,49% in via indiretta tramite la partecipazione in HPS Srl, holding di controllo della società.

Per procedere con una valutazione prospettica di SCM abbiamo stimato i ricavi attesi per il triennio 2023-2025 partendo dai dati *actual* del 2022 pari a € 3,63 mln e assumendo una crescita in linea con il tasso di crescita del mercato globale pari al 34,7% stimato da Grand View Research<sup>5</sup>.

Similmente, visto il settore di attività della società, abbiamo ricondotto SCM all'interno dell'industry Investment & Asset Management individuata dal Professor A. Damodaran e che si caratterizza per un multiplo EV/Sales pari a 4,6x.

TABLE 10 – SCM EQUITY VALUE

SCM	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	Average
Sales	3,63	4,89	6,59	8,87	5,99
EV/Sales Multiple	4,6 x				
<b>EV</b>	<b>16,84</b>	<b>22,68</b>	<b>30,55</b>	<b>41,15</b>	<b>27,81</b>
NFP (FY22A)	(0,35)	(0,35)	(0,35)	(0,35)	(0,35)
<b>Equity Value</b>	<b>17,19</b>	<b>23,03</b>	<b>30,90</b>	<b>41,51</b>	<b>28,16</b>

Source: Integrae SIM

Applicando tale metodologia, l'equity value di SCM medio è pari a € 28,16 mln. Tenendo poi in considerazione la percentuale di partecipazione di AATECH pari al 1,49 % ne consegue un valore della partecipazione pari a € 0,42 mln.

<sup>5</sup> Grand View Research, Global Asset Management Market Size & Trends Report, 2030

TABLE 11 – SCM STAKE VALUE

SCM	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	Average
Equity Value	17,19	23,03	30,90	41,51	28,16
Holding %	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>E Stake SCM</b>	<b>0,26</b>	<b>0,34</b>	<b>0,46</b>	<b>0,62</b>	<b>0,42</b>

Source: Integrae SIM

## AATECH

AATECH, la Capogruppo, è una Società che svolge principalmente l'attività di Tech Builder, operando quindi tramite un processo di *continuous innovation* in modo da ricercare in continuazione nuove soluzioni tecnologiche innovative in grado di risolvere problemi con un focus specifico sui mercati del Fintech e della Transizione Energetica come mercati di sbocco.

Di conseguenza, vista la natura delle attività principali del Gruppo e delle soluzioni tecnologiche dallo stesso sviluppate, abbiamo ricondotto AATECH all'interno dell'industry Software (System & Application) individuata dal Professor A. Damodaran che si caratterizza per un multiplo EV/Sales pari a 6,7x.

Per effettuare una valutazione prospettica della Capogruppo, abbiamo utilizzato le stime mostrate in precedenza per i revenues a cui applicare il multiplo medio di settore e ne consegue un equity value medio pari a € 15,93 mln.

TABLE 12 – AATECH EQUITY VALUE

AATECH	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	Average
Sales	1,16	1,85	3,40	4,55	2,74
EV/Sales Multiple	6,7 x	6,7 x	6,7 x	6,7 x	6,7 x
<b>EV</b>	<b>7,79</b>	<b>12,47</b>	<b>22,93</b>	<b>30,68</b>	<b>18,47</b>
NFP (FY23E)	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53
<b>Equity Value</b>	<b>5,26</b>	<b>9,94</b>	<b>20,40</b>	<b>28,15</b>	<b>15,93</b>

Source: Integrae SIM

# Equity Value

L'equity value del Gruppo è stato calcolato aggregando gli *equity value* delle partecipazioni di competenza e della Capogruppo AATECH ottenendo un valore di € 24,29 mln.

Abbiamo quindi applicato un liquidity discount pari al 25,0% per riflettere le minori dimensioni e la minore liquidità che caratterizzerà il Gruppo. L'*equity value* di AATECH è quindi pari a € 18,22 mln.

TABLE 13 – EQUITY VALUE

AATECH	Industry	Equity Value	Stake %	Stake Value	Stake Value post discount	% Total
Aion Tech	Software (System & Application)	6,63	10,0%	0,66	0,50	2,7%
Ulixes	Investments & Asset Management	0,77	20,0%	0,15	0,11	0,6%
Termo	Construction Supplies	44,56	16,0%	7,12	5,34	29,3%
SCM	Investments & Asset Management	28,16	1,5%	0,42	0,31	1,7%
AATECH	Software (System & Application)	15,93	100,0%	15,93	11,95	65,6%
<b>Total</b>		<b>96,04</b>		<b>24,29</b>	<b>18,22</b>	<b>100,0%</b>

Source: Integrae SIM

Il Target Price, calcolato suddividendo l'equity value per il numero di azioni è quindi pari a € 3,00, rating BUY e Risk Medium.

TABLE 14 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EV/SALES	12,7 x	8,3 x	5,6 x	4,3 x
EV/EBITDA	n/a	138,4 x	19,7 x	14,3 x
EV/EBIT	n/a	n/a	41,3 x	24,4 x
P/E	n/a	n/a	72,3 x	36,3 x

Source: Integrae SIM

TABLE 15 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EV/SALES (x)	6,4 x	4,2 x	2,8 x	2,1 x
EV/EBITDA (x)	n/a	69,5 x	9,9 x	7,2 x
EV/EBIT (x)	n/a	n/a	20,8 x	12,2 x
P/E (x)	n/a	n/a	31,1 x	15,6 x

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 therein 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 Rivello, 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
10/07/2023	1,79	Buy	3,50	Medium	IoC
20/07/2023	1,47	Buy	3,50	Medium	Flash Note

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](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. 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 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 $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 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 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, 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.

At the time of publication of the Update, Integrae SIM owns 0.54% of the Company's share capital, deriving from the activity of specialists.

### 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 AATECH S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by AATECH S.p.A.;
- It carries out media marketing and investor relation activities on behalf of AATECH S.p.A.;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.