

Data produzione: 16 Novembre 2021 - h. 18:30

Data pubblicazione: 17 Novembre 2021 - h. 7:00

<b>SCM SIM</b>	<b>Italy</b>	<b>Euronext Growth Milan</b>	<b>Wealth Management</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 9.25</b>	<b>Initiation of Coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0.5%	3.5%	3.5%	1.0%
to Euronext Growth Milan	-3.0%	-1.7%	-20.8%	-74.2%
to Euronext Star Milan	-3.2%	-4.2%	-22.8%	-54.3%
to Euronext Milan	-5.0%	-1.5%	-8.3%	-30.4%
to Euronext Milan Small Caps	-4.0%	-9.2%	-20.3%	-64.2%

#### Stock Data

Price	€ 4.12
Target price	€ 9.25
Upside/(Downside) potential	124.6%
Bloomberg Code	SCMIM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 8.27
EV (€m)	€ 8.27
Free Float	17.94%
Share Outstanding	2,006,240
52-week high	€ 4.48
52-week low	€ 3.60
Average daily volumes (3m)	8,100

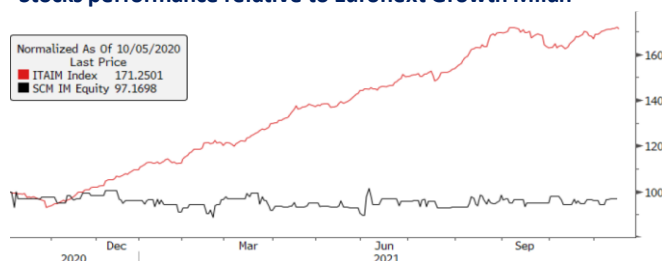
Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fees Income	5.5	6.0	7.5	8.3
Brokerage Margin	3.2	3.9	5.0	5.5
EBITDA	-0.1	0.2	1.1	1.5
EBIT	-0.4	-0.2	0.8	1.1
Net Profit	-0.1	-0.1	0.9	1.2
EBITDA margin	-2.0%	2.7%	14.8%	17.5%
EBIT margin	-7.7%	-2.8%	10.4%	13.5%
Net Profit margin	-2.5%	-1.3%	11.6%	14.6%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA Adj. (x)	n.m.	n.m.	7.4	5.7
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	10.6	7.4
P/E (x)	n.m.	n.m.	9.5	6.8

**Antonio Tognoli**

antonio.tognoli@integraesim.it

#### Stocks performance relative to Euronext Growth Milan



#### Company Overview

**Solutions Capital Management (SCM)** è una società fondata nel 2009 operante nel settore del Private Banking e Wealth Management che opera in una logica di Multi-Family Office e con un modello di business, unico in Italia, basato su indipendenza, trasparenza e attractive pricing. SCM fornisce servizi di gestione di portafogli su misura e di consulenza per gli investimenti sulla totalità del patrimonio e dei beni del cliente, senza avere la custodia del patrimonio dei clienti. Non produce né distribuisce prodotti finanziari. La divisione Wealth Management è il servizio di punta fornito dalla Società ed è organizzata secondo il modello di una società di servizi di Family Office.

#### Value Proposition

L'offerta di SCM è strutturata intorno a **cinque pilastri** e permette di differenziare la Value Proposition rendendola unica rispetto ai competitor: **1) Indipendenza:** SCM è completamente slegata da banche e altri gruppi finanziari; **2) Flat Fee:** la commissione che i clienti pagano non dipende dall'asset allocation o dalla selezione di prodotti specifici; **3) Trasparenza:** la struttura dei costi è trasparente e i clienti sanno quanto pagano e cosa comprende il loro portafoglio; **4) Sicurezza:** SCM opera con primarie istituzioni finanziarie, presso le quali sono depositati i patrimoni dei clienti, nel rigoroso rispetto della normativa vigente; **5) Nessun rimborso:** SCM non guadagna alcuna commissione degli emittenti dei prodotti in cui i clienti investono, al fine di evitare qualsiasi conflitto di interessi. L'unica commissione che SCM riceve proviene dai propri clienti.

#### Valuation

La valutazione del servizio di gestione e di quello di consulenza consiste nel considerare una pluralità di elementi, spesso di natura intangibile, che nei business model tendono ad avere un rilievo primario. Per questa ragione, tra le diverse metodologie applicabili, riteniamo particolarmente adatti il DCF e il metodo patrimoniale complesso, proprio perché consente una valutazione empirica ed autonoma del valore dei beni immateriali caratteristici, spesso non contabilizzati in bilancio. Secondo le nostre stime ed assumptions, l'Equity Value medio di SCM risulta pari a € 18,56 mln. **Iniziamo pertanto la copertura del titolo con TP di € 9,25 per azione, rating Buy e risk Medium.**

**Sommario**

1.	Company Overview .....	3
1.1	L'attività .....	3
1.2	Azionariato .....	5
1.3	Key People.....	6
2.	Il Business Model .....	8
2.1	Value proposition.....	8
2.2	Servizi offerti .....	8
2.3	Piani Individuali di Risparmio (PIR) .....	10
2.4	Fees .....	11
2.5	Clienti .....	12
3.	Economics & Financials .....	13
3.1	1H21A Results .....	14
3.2	2021-23E forecasts.....	14
4.	La valutazione .....	16
4.1	Il DCF .....	16
4.2	Il metodo patrimoniale complesso .....	18
4.2.1	Il valore del capitale umano.....	18
4.2.2	Il valore del portafoglio .....	18
4.2.3	Il valore delle autorizzazioni.....	19

## 1. Company Overview

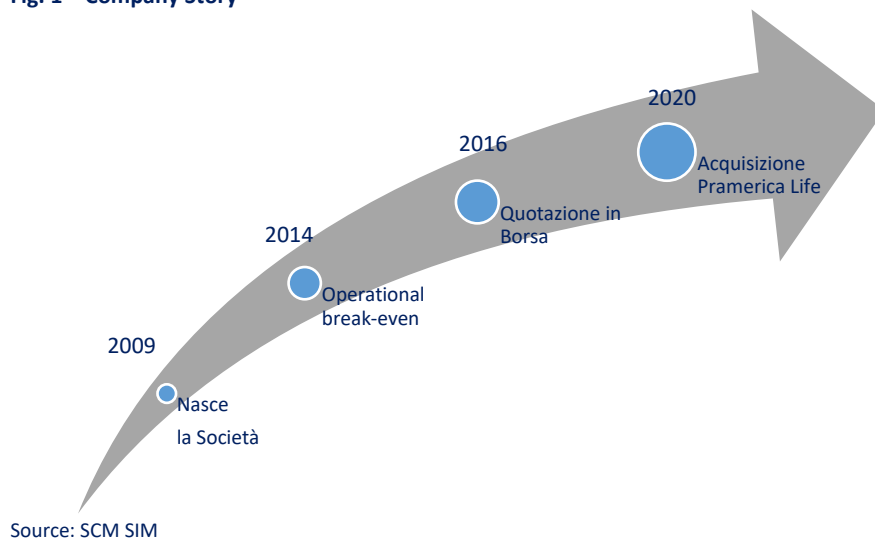
### 1.1 L'attività

Solutions Capital Management (SCM) è una società fondata nel 2009 operante nel settore del Private Banking e Wealth Management che opera in una logica di Multi-Family Office e con un modello di business, unico in Italia, basato su indipendenza, trasparenza e *attractive pricing*. La Società ha sede a Milano e uffici a Roma, Bergamo, Piacenza, Latina e Vicenza. SCM fornisce servizi di gestione di portafogli su misura e di consulenza per gli investimenti sulla totalità del patrimonio e dei beni del cliente, senza avere la custodia del patrimonio dei clienti. Non produce né distribuisce prodotti finanziari. La divisione Wealth Management è il servizio di punta fornito dalla Società ed è organizzata secondo il modello di una società di servizi di Family Office: i principali clienti sono famiglie di alto valore netto, imprenditori e entità istituzionali. SCM, grazie alla collaborazione di 40 consulenti, gestisce circa 7.000 clienti per un ammontare di 946 milioni di masse.

L'attività di gestione del patrimonio svolta dalla Società si dispiega in relazione agli obiettivi e alla complessità della famiglia. I servizi erogati sono volti a dare strumenti e conoscenza, al fine di consentire all'investitore di impiegare al meglio le proprie risorse. Gli aspetti finanziari sono solo la parte terminale del processo, che deve partire dalla definizione del percorso da costruire, per arrivare ad una meta ben definita. SCM, attraverso la sua attività, incarna i seguenti obiettivi e valori aziendali:

- **Indipendenza:** la Società non è legata a Gruppi Bancari o Assicurativi per avere la massima libertà di scelta;
- **Assenza di conflitti di interesse:** SCM non percepisce compensi, in ambito finanziario, dalle società prodotte, per operare scelte che siano libere da qualsiasi conflitto di interesse;
- **Trasparenza:** tutti i clienti della Società sanno con precisione quali sono i costi;
- **Consapevolezza:** l'obiettivo della Società è quello di mettere il cliente in condizione di scegliere con il massimo livello di consapevolezza.

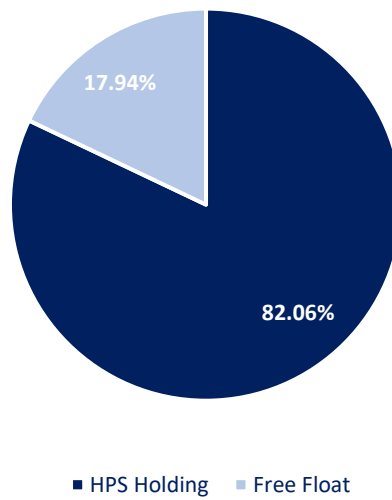
**Fig. 1 – Company Story**



- Nel 2009, viene fondata SCM SIM. Dall’apertura del primo ufficio a Milano nel 2010, SCM ha conosciuto una continua espansione, grazie principalmente all’ingresso di consulenti con importanti portafogli di clienti;
- Nel 2014, viene raggiunto il Break-even operativo;
- Nel 2016, la Società si quota sul mercato AIM Italia attraverso un processo di IPO offrendo 209.880 azioni ad un prezzo per azione pari a € 10,59, effettuando una raccolta totale pari approssimativamente a € 2.2 mln. La capitalizzazione di mercato iniziale era pari ad € 20,2 mln.
- Nel 2020, Con l’acquisizione di Pramerica Life, storico partner assicurativo di SCM, da parte del Gruppo Eurovita, si è aperta l’opzione di acquisire un gruppo di “Life Planner” Pramerica ed il portafoglio a loro legato. Nei primi mesi del 2020 la collaborazione con il management di Eurovita ha portato alla conclusione lo spin off della rete con l’ingresso di 20 consulenti assicurativi che hanno apportato un portafoglio di circa 250 milioni di euro, ripartito su circa 6.500 clienti.

1.2 Azionariato

**Fig. 2 – Shareholding**



Source: SCM

La quota di controllo del capitale sociale di SCM SIM è detenuta da HPS – Holding di Partecipazioni Societarie Srl (82,06%), suo socio fondatore. La quota di mercato è invece pari al 17,94%.

### 1.3 Key People

#### **Antonello Sanna** – Amministratore Delegato

Ha lavorato per vent'anni nel Gruppo Generali, nelle divisioni vendite e formazione. Nel 2003 ha assunto il ruolo di Direttore Territoriale Nord Est di Banca Generali, che contava circa 500 promotori finanziari e 4 miliardi di masse. Dal 2005 al 2008 è stato Direttore Commerciale di Banca Sara che contava 450 promotori e circa 1,4 mld di masse, portandola a 2,5 mld di masse, e consigliere di Sara Life. Dal 2009 ricopre il ruolo di CEO di SCM.

#### **Maria Leddi** – Presidente

È stata Segretario Generale della Fondazione Cassa di Risparmio di Torino, Direttore della Regione Piemonte e professore a contratto presso la facoltà di Scienze Politiche all'Università degli Studi di Torino. Amministratore di enti e di istituzioni pubbliche e private, è stata Senatore della Repubblica nella XVI legislatura, ricoprendo l'incarico di Segretario della Commissione Finanze e Tesoro. È stata inoltre componente del Comitato Antiriciclaggio in seno alla Commissione Antimafia e membro della Giunta delle Immunità e del Comitato per i Procedimenti di Accusa.

#### **Corrado Morana** – CFO

È stato financial controller presso Banca Sistema e Coordinatore di progetti di Data Warehouse. È stato inoltre capo della Pianificazione e Controllo presso Banca Sara.

#### **Alessandro Forza** – Vice Direttore Generale

Laureato in Economia con master in Business Administration. Ha oltre 25 di esperienza nel mercato assicurativo e finanziario. Per più di 13 anni nel Gruppo Generali è stato Capo Area di Banca Generali e consulente interno di Alleanza Assicurazioni. Successivamente ha guidato la rete di Cattolica Previdenza e ha ricoperto per più di 10 anni la carica di Chief Distribution Officer e Marketing Director in Pramerica Italia, Gruppo Prudential Financial, creando un modello di bancassicurazione multicanale.

#### **Massimo Nicolazzi** – Presidente Comitato Investimenti

Ha conseguito la laurea in giurisprudenza presso l'Università di Torino e un Master in Legge presso l'Università del Michigan. Ha maturato una vasta esperienza manageriale del settore energetico, avendo ricoperto cariche esecutive in Agip/Eni e Lukoil e infine come CEO di Centrex Europe AG. Ha sviluppato e gestito importanti progetti energetici in Europa Centrale e Orientale, Kazakistan, Libia e altri paesi del Mediterraneo. È docente di economia delle fonti energetiche presso l'Università di Torino e autore di numerose pubblicazioni in materia energetica, tra cui la monografia "Elogio del petrolio".

#### **Francesco Barbato** – Partner

È Consulente Finanziario dal 1994. Inizia la sua attività lavorativa nel Gruppo Sanpaolo-Imi. Nel 2006 approda nel progetto di Telecom – Banca di Roma che diventerà Banca Sara. Nel 2009 dà vita, come cofondatore, a SCM, dove oggi ricopre il ruolo di membro del CDA.

#### **Roberto Santoro** – Partner

È presidente del CDA di HPS Holding, società che controlla SCM SIM SpA, di cui è Socio Fondatore e membro del CDA. Attualmente ricopre il ruolo di Wealth Manager con particolare attenzione alla protezione dei patrimoni e al passaggio generazionale. In passato è stato

responsabile territoriale di Milano e Bergamo per conto di Banca Sara Private SpA e ha cominciato la sua carriera nel campo della finanza nel 2001 in Banca Mediolanum. Dal 2016 è anche Presidente di Awe Sport Srl società di marketing sportivo e Director di Sport Invest Management Ltd, holding di partecipazioni con base a Londra.

## 2. Il Business Model

La *mission* di SCM, attraverso un *business* innovativo che abbraccia ogni ambito della pianificazione patrimoniale, è quella di supportare i clienti nella definizione dei propri obiettivi e nel disegnare un percorso che permetta loro di raggiungerli. Agendo fianco a fianco con i suoi clienti, fornendo strategie, soluzioni e strumenti in grado di aiutarli a gestire e preservare il loro patrimonio, creando un percorso comune che permette di affrontare:

- Livelli di rischio e costi nella gestione patrimoniale;
- Esigenze familiari e problemi di successione aziendale;
- Gestione del patrimonio e potenziale cessione.

### 2.1 Value proposition

SCM struttura la propria offerta attorno a cinque pilastri che permettono di differenziare la *Value Proposition* della rendendola unica rispetto ai competitors/comparables. Questi sono:

- **Indipendenza:** SCM è completamente slegata da banche e altri gruppi finanziari;
- **Flat Fee:** la commissione che i clienti pagano non dipende dall'*asset allocation* o dalla selezione di prodotti specifici;
- **Trasparenza:** la struttura dei costi è trasparente e i clienti sanno quanto pagano e cosa comprende il loro portafoglio in qualsiasi momento del processo di investimento;
- **Sicurezza:** SCM opera con primarie istituzioni finanziarie, presso le quali sono depositati i patrimoni dei clienti, nel rigoroso rispetto della normativa vigente;
- **Nessun rimborso:** SCM non guadagna alcuna commissione degli emittenti dei prodotti in cui i clienti investono, al fine di evitare qualsiasi conflitto di interessi. L'unica commissione che SCM riceve proviene dai suoi clienti.

### 2.2 Servizi offerti

Il modello di business di SCM SIM è basato sul contributo fondamentale dei consulenti finanziari e assicurativi, al cui sviluppo in termini di *recruiting* e di qualità del portafoglio clienti è strettamente connesso l'incremento delle masse in gestione e in consulenza della SIM e sulla selezione di target di clientela coerenti con il business della Società; il cliente tipo cui si rivolge l'offerta di servizi della SIM, infatti, ha un patrimonio medio di oltre un milione di euro.

Il modello di business di SCM si fonda sull'offerta dei seguenti servizi:

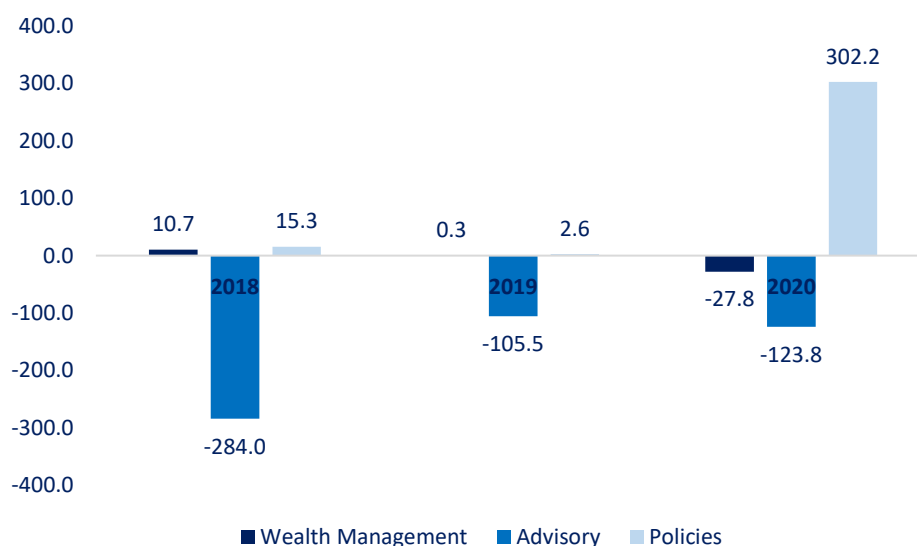
- **Servizio di Gestione di portafogli** con l'offerta di diverse linee di gestione adeguate al profilo di rischio e alle esigenze della clientela; il servizio, ereditato dalla migliore tradizione anglosassone, imposta la delega di gestione di SCM su conti correnti individuali intestati al cliente, garantendo trasparenza e il massimo della sicurezza per il controllo incrociato fra SIM e Banca; l'ottenimento dell'autorizzazione alla detenzione della liquidità e degli strumenti finanziari della clientela ha consentito di razionalizzare ulteriormente il rapporto con il cliente per ciò che concerne la prestazione del servizio di gestione di portafogli e la riduzione dei costi a carico del medesimo. A tal proposito, si osserva che la suddetta modalità operativa consente al cliente di interfacciarsi con un solo intermediario (la SIM) che riveste il duplice ruolo di gestore e depositario della liquidità e degli strumenti finanziari oggetto del servizio di gestione;
- **Servizio di Consulenza** in materia di investimenti che consiste nella prestazione di raccomandazioni personalizzate al cliente, esclusivamente su iniziativa della SIM per il tramite dell'Area Investimenti (cd consulenza attiva), riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario o prodotto finanziario o riguardo ad



un determinato servizio di investimento; la scelta dei titoli viene effettuata dall'Area Investimenti che trasmette il portafoglio al cliente che ha la libertà di trasmettere integralmente l'ordine alla propria banca o di eseguirne solo una parte;

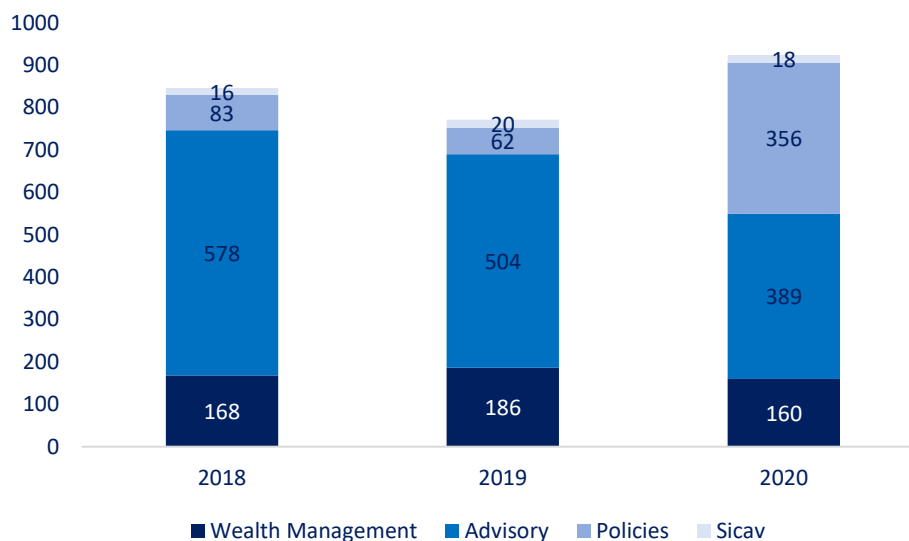
- **Servizio di Consulenza generica** avente ad oggetto un'attività di consulenza finanziaria che non prevede l'erogazione di raccomandazioni personalizzate e si estrinseca in attività quali la valutazione del rischio di portafoglio, il calcolo del VAR, l'*Asset Allocation* di un portafoglio per area geografica o per settore di attività e la conseguente elaborazione di piani pluriennali di investimento definendo le sole strategie di allocazione, esclusivamente a livello di tipologia di strumenti finanziari;
- **Servizio di Collocamento**, senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente, svolto nel rispetto della valutazione di adeguatezza;
- **Servizio accessorio di Distribuzione di Prodotti Assicurativi**, con l'obiettivo di ottimizzare i prodotti e i servizi offerti alla propria clientela. La distribuzione, da parte della Società e dei relativi addetti iscritti nella sezione "E" del Registro Unico degli Intermediari assicurativi, è effettuata unicamente con riferimento al collocamento di contratti assicurativi standardizzati.

Fig. 3 – Collection trends by service (€ mln)



Source: SCM

Nell'anno 2020 si è registrata un'inversione del trend di crescita della raccolta che è risultata positiva per oltre € 150 mln. La variazione più importante ha riguardato il comparto assicurativo sul quale sono state raccolte masse per oltre 300 milioni, derivanti in gran parte dall'acquisizione di una parte della rete commerciale di Eurovita avvenuta nel mese di maggio del 2020. La raccolta è invece risultata negativa in consulenza Mifid per circa € 124 mln e nelle gestioni patrimoniali per quasi € 28 mln.

**Fig. 4 – Mass trend (€ mln)**


Source: SCM

Al 31 dicembre 2020 le masse totali ammontano a circa € 924 mln. In particolare, i patrimoni di gestione sono pari a € 160 mln, in calo rispetto al 2019 (€ 186 mln). Anche le masse riferite alla consulenza calano nel 2020 rispetto agli anni passati e si attestano ad un valore pari a € 389 mln. Per quanto concerne, invece, le masse riguardanti le polizze, nel 2020 si è verificato un forte incremento di queste ultime rispetto al 2019 (€ 62 mln) attestandosi ad un valore pari a € 356 mln.

Le attività commerciali 2020 sono state influenzate da un fattore di instabilità macroeconomica correlato alla diffusione del Covid 19 che ha inciso sensibilmente sulle prospettive globali di crescita futura, influenzando il quadro macroeconomico generale, i mercati finanziari, e di riflesso l'ambito di attività in cui opera SCM.

Durante il primo semestre del 2020 l'attività si è concentrata su due driver principali:

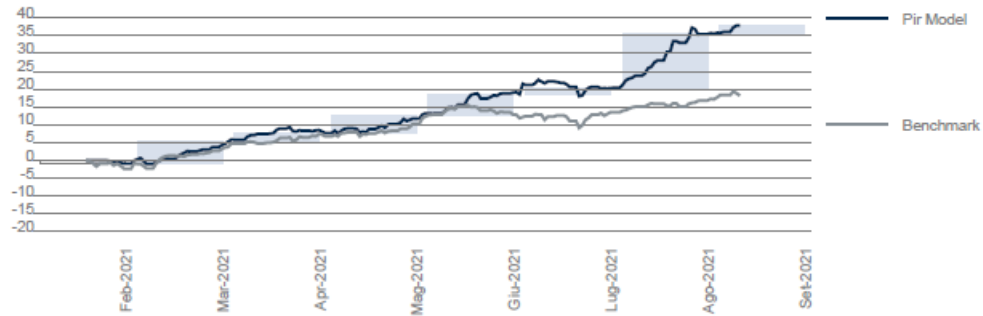
- Gestione della clientela in portafoglio legata in prevalenza agli impatti della pandemia sui mercati finanziari attraverso modalità informatiche. Ciò, ha richiesto nuovi schemi e abitudini a cui gli stakeholder si sono dovuti adeguare;
- Incremento del numero dei consulenti di SCM.

### 2.3 Piani Individuali di Risparmio (PIR)

La Società, alla fine dell'anno, ha introdotto nella gamma degli investimenti disponibili la nuova linea di gestione patrimoniale che adotta le regole del PIR Alternativo. Il Piano Individuale di Risparmio (c.d. PIR) è finalizzato ad incentivare l'allocazione del risparmio delle famiglie verso le piccole e medie imprese del territorio nazionale, allo scopo di agevolare la crescita del sistema imprenditoriale italiano. Il PIR Alternativo, secondo la cui logica è strutturata la linea, si rivolge ad investitori con un elevato grado di conoscenza della tipologia di strumenti finanziari che lo compongono, della loro rischiosità ed eventuale complessità. L'investimento è adeguato ai clienti con elevata tolleranza al rischio e capacità di sopportazione delle perdite e un livello di conoscenza ed esperienza medio - alto. L'investimento è, infine, adeguato a clienti con un orizzonte di investimento di medio - lungo periodo, stante l'applicabilità del vantaggio fiscale a seguito di un *holding period* continuativo di cinque anni. L'investimento in PIR, infatti, beneficia di un'importante agevolazione fiscale che consiste nella detassazione dei redditi qualificabili

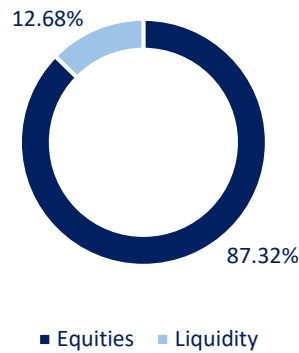
come redditi di capitale o come redditi diversi di natura finanziaria derivanti dagli investimenti effettuati nel PIR - al netto dei costi del servizio - nonché nell'esenzione dall'imposta di donazione e successione relativa agli strumenti finanziari che compongono il PIR in caso di trasferimento mortis causa.

**Fig. 5 – Pir Model Performance (YTD)**



Source: SCM

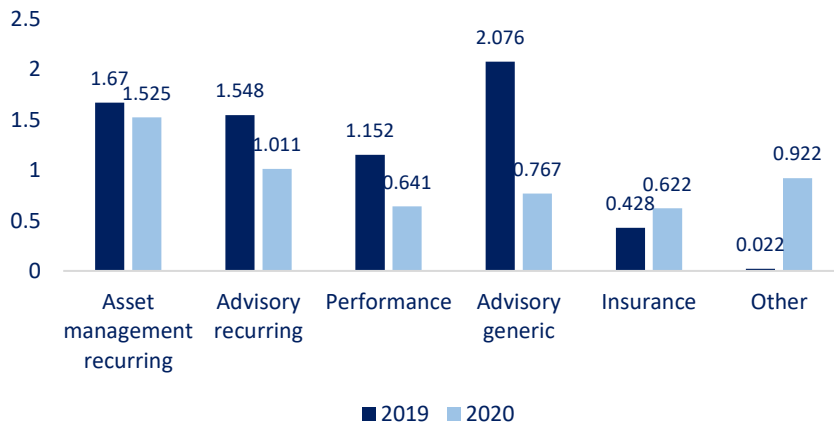
**Fig. 6 – Pir Asset Allocation**



Source: SCM

## 2.4 Fees

**Fig. 7 – Breakdown Fee Income (€ mln)**



Source: SCM

I servizi di SCM sono addebitati ai clienti con una commissione determinata in percentuale sul patrimonio investito, integrata da commissioni legate alle performance. Le commissioni fisse non dipendono dall'*asset allocation* o dalla selezione dei prodotti, mentre le commissioni di performance sono legate all'effettiva creazione di valore nel portafoglio del cliente. La riduzione dei ricavi da *fees* per quasi la totalità dei servizi offerti è riconducibile alla situazione pandemica del 2020 che ha inciso sull'attività in cui opera SCM.

## 2.5 Clienti

L'offerta di SCM si rivolge ai clienti High Net Worth Individual (HNWI), in quanto si presuppone che essi apprezzino maggiormente i servizi *Tailor Made* e l'approccio di consulenza personalizzato, rispetto ai servizi di gestione patrimoniale tradizionali che commercializzano prodotti standard. Nel mercato di riferimento, i clienti sono comunemente classificati in 4 segmenti: *Mass Market*, *Affluent*, *HNWI* (riferito ai singoli soggetti) e *Family Office* (riferito alle famiglie). All'interno dei *Mass Market* vengono considerati i clienti *Asset under Management* (AuM) inferiori a € 0,50 mln, negli *Affluent* quelli con AuM tra € 0,50 mln e € 2,00 mln, negli HNWI quelli superiori ai € 2,00 mln di AuM e nei *Family Office* le famiglie con *Assets* superiori ai € 5,00 mln.

### 3. Economics & Financials

**Fig. 8 – Economics & Financials**

<b>INCOMESTATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY20A</b>	<b>1H21A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Interest Margin</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.01</b>	<b>0.10</b>	<b>0.11</b>	<b>0.15</b>
Fees Income	5.53	3.08	6.00	7.50	8.30
Fees Expenses	2.32	1.15	2.20	2.60	3.00
<b>Brokerage Margin</b>	<b>3.18</b>	<b>1.93</b>	<b>3.90</b>	<b>5.01</b>	<b>5.45</b>
Employees	1.68	0.96	1.96	2.10	2.15
Other Operating costs	1.61	0.90	1.78	1.80	1.85
<b>EBITDA</b>	<b>-0.11</b>	<b>0.06</b>	<b>0.16</b>	<b>1.11</b>	<b>1.45</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-2.0%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.7%</i>	<i>14.8%</i>	<i>17.5%</i>
Financial assets valued at amortized cost	0.03	0.02	0.03	0.02	0.02
D&A	0.28	0.16	0.30	0.31	0.31
<b>EBIT</b>	<b>-0.43</b>	<b>-0.11</b>	<b>-0.17</b>	<b>0.78</b>	<b>1.12</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>-7.7%</i>	<i>-3.6%</i>	<i>-2.8%</i>	<i>10.4%</i>	<i>13.5%</i>
Financial Management	0.27	0.00	0.10	0.10	0.10
<b>EBT</b>	<b>-0.16</b>	<b>-0.11</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.88</b>	<b>1.22</b>
Taxes	-0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
<b>Net Income</b>	<b>-0.14</b>	<b>-0.12</b>	<b>-0.08</b>	<b>0.87</b>	<b>1.21</b>

<b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY20A</b>	<b>1H21A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Fixed Assets</b>	<b>0.65</b>	<b>0.58</b>	<b>0.55</b>	<b>0.51</b>	<b>0.47</b>
Financial assets valued at amortized cost	3.17	2.55	2.60	2.80	2.90
Financial liabilities valued at amortized cost	1.04	0.74	0.80	0.84	0.88
<b>Operating Working Capital</b>	<b>2.13</b>	<b>1.82</b>	<b>1.80</b>	<b>1.96</b>	<b>2.02</b>
Other receivable	1.30	1.51	1.55	1.60	1.66
Other payable	0.68	0.59	0.61	0.65	0.70
<b>Net Working Capital</b>	<b>2.76</b>	<b>2.73</b>	<b>2.74</b>	<b>2.91</b>	<b>2.98</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0.16	0.17	0.17	0.18	0.19
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3.25</b>	<b>3.13</b>	<b>3.12</b>	<b>3.24</b>	<b>3.26</b>
Share Capital	2.01	2.01	2.01	2.01	2.01
Reserves	1.39	1.25	1.19	1.26	1.24
Net Income	-0.14	-0.12	-0.08	0.87	1.21
<b>Equity</b>	<b>3.25</b>	<b>3.13</b>	<b>3.12</b>	<b>4.14</b>	<b>4.46</b>
Cash & Cash Equivalent	0.00	0.00	0.00	0.90	1.20
Short Term Debt to Bank	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
M/L Term Debt to Bank	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0.00)</b>	<b>(0.00)</b>	<b>0.00</b>	<b>(0.90)</b>	<b>(1.20)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>3.25</b>	<b>3.13</b>	<b>3.12</b>	<b>3.24</b>	<b>3.26</b>

<b>CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>1H21A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
EBIT	-0.12	-0.08	0.87	1.21
Taxes	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>NOPAT</b>	<b>-0.12</b>	<b>-0.08</b>	<b>0.87</b>	<b>1.21</b>
D&A	0.01	0.01	0.01	0.01
Change in receivable	0.62	(0.05)	(0.20)	(0.10)
Change in payable	(0.30)	0.06	0.04	0.04
Change in others	-0.29	-0.03	-0.01	-0.01
<i>Change in NWC</i>	<i>0.03</i>	<i>(0.01)</i>	<i>(0.17)</i>	<i>(0.07)</i>
Change in provisions	0.01	0.00	0.01	0.01
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>(0.07)</b>	<b>(0.08)</b>	<b>0.72</b>	<b>1.16</b>
Capex	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>0.00</b>	<b>(0.07)</b>	<b>0.75</b>	<b>1.19</b>
Financial Management	0.00	0.10	0.10	0.10
Change in Debt to Bank	0.00	0.00	0.00	0.00
Change in Equity	(0.00)	0.06	0.15	(0.89)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>0.00</b>	<b>0.10</b>	<b>1.00</b>	<b>0.40</b>

Source: Integrae SIM

### 3.1 1H21A Results

Il bilancio al 30 Giugno 2021 presenta commissioni attive pari a € 3,08 mln, in crescita rispetto ai € 2,00 mln del primo semestre del 2020. Si evidenzia la crescita delle commissioni nei prodotti assicurativi (+32%) e delle gestioni patrimoniali (+4%), mentre si registra una contrazione delle commissioni di consulenza.

Le commissioni passive risultano pari a € 1,15 mln, rispetto al valore del primo semestre dello scorso anno (€ 0,86 mln), evidenziando una crescita più contenuta, pari al 34%, rispetto alle commissioni attive dovuta anche alla diversa composizione rispetto all'anno precedente.

Il brokerage margin cresce di conseguenza in modo significativo rispetto al 30 giugno 2021, attestandosi a € 1,93 mln (+71% rispetto al margine negativo dello scorso anno pari a € 1,13 mln).

Non svolgendo attività industriale, i costi della Società riguardano solamente i costi per il personale e le altre spese amministrative. I costi operativi, pari a € 1,86 mln (in crescita del 16% rispetto a € 1,60 mln al 30.06.2020), crescono in minor proporzione rispetto alle entrate, a testimonianza della bontà delle politiche di contenimento dei costi introdotte dal management per mantenere una struttura organizzativa più snella.

Il Net Income risulta pari a € -0,12 mln, in netto miglioramento rispetto al risultato negativo del primo semestre del 2020 (€ -0,49 mln).

Gli Asset Under Management si attestano a circa € 900 mln, sostanzialmente in linea rispetto al 31 dicembre 2020 (€ 924 mln). Nel dettaglio, al 30 giugno 2021 i patrimoni in gestione sono pari a € 174 mln (€ 160 mln al 31.12.2020), i patrimoni derivanti dalla consulenza (in materia di investimenti, consulenza generica e raccolta di capitali derivante dalle operazioni di club deal) sono pari a € 347 mln (€ 389 mln al 31.12.2020). Il patrimonio della Sicav è pari a € 20 mln (€ 18 mln al 31.12.20) e il valore delle polizze assicurative si attesta a € 358 mln, in linea con il 31 dicembre 2020 (€ 356 mln).

### 3.2 2021-23E forecasts

Abbiamo effettuato le stime 2021-23E tenuto conto:

- dell'entrata di 20 consulenti provenienti da Pramerica Marketing (vedi comunicato stampa del 4 maggio 2020), ora Eurovita, che hanno consentito l'ingresso di circa € 100 mln assets in portafoglio di polizze assicurative. Si tratta di consulenti di elevata seniority e professionalità, molti dei quali qualificati più volte alla Million Dollar Round Table, l'associazione globale indipendente fondata nel 1907 che raccoglie oltre 72.000 professionisti di eccellenza nel settore assicurativo ramo vita e nei servizi finanziari provenienti da oltre 500 società in 70 Paesi del mondo;
- dell'arrivo di 4 nuovi private banker (1 ex Deutsche Bank e 3 ex Pramerica), che consentono di portare a 40 il numero di consulenti e rafforzano la strategia di consolidamento dell'intero team di advisory;
- della comunicazione che riteniamo sarà più mirata rispetto al passato e interamente digitale. Questo dovrebbe consentire una maggiore e graduale penetrazione del mercato a parità di costi;
- dell'aumento delle masse che, secondo le nostre stime, riteniamo possano raggiungere oltre 1,5 mld entro la fine del 2023E.

Secondo le nostre stime, il brokerage margin dovrebbe raggiungere € 3,9 mln nel FY21E (da € 3,18 mln del FY20) e crescere fino a € 5,45 mln nel FY23E. L'Ebitda che già era tornato positivo nei primi sei mesi dell'anno (€ 0,06 mln), ci aspettiamo che raggiunga a fine FY21E € 0,16 mln.

Il FY21 dovrebbe chiudere con un net income sostanzialmente piatto (€ - 0,08 mln), recuperando dalla perdita del 1H21 (€ -0,12 mln). Per effetto della modifica della struttura, che ha visto l'entrata di nuovi banker, ci aspettiamo che le masse complessive raggiungano circa € 1,5 mld alla fine del FY23 (da € 0,9 mld del 1H21).

#### 4. La valutazione

La valutazione non è un dato di fatto, bensì costituisce la stima di una specifica configurazione di valore riferita ad una certa data, tenendo conto delle finalità per le quali viene svolta. Qualsiasi valutazione richiede, pertanto, una dose significativa di giudizio da parte dell'analista e non può coincidere con la mera applicazione di una formula matematica.

Non esiste, in quanto non è oggettivamente determinabile, il valore "giusto" o il valore "vero" di un bene. Ogni valore è sempre e comunque frutto di una stima e, pertanto, è sempre una quantità approssimata e non scientificamente esatta.

Quando oggetto di stima è il valore di mercato, quest'ultimo può differire dal prezzo che si forma successivamente sul mercato per lo stesso bene (sia perché il prezzo si riferisce ad una data successiva, con aspettative diverse, con informazioni diverse, ecc. sia perché il prezzo riflette le caratteristiche e gli interessi dello specifico acquirente e dello specifico venditore e non quelli di un generico partecipante al mercato).

Il fair value è stato determinato assumendo i risultati stimati. La logica alla base della prospettiva adottata con questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso da quello recuperabile attraverso l'uso o l'investimento nell'attività stessa e quindi dal valore attuale dei risultati attesi dal detenere l'attività.

La metodica dei risultati attesi è aderente alla prospettiva tipica della Teoria della Finanza in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato.

La valutazione del servizio di gestione e di quello di consulenza consiste nel considerare una pluralità di elementi, spesso di natura intangibile, che nei business model tendono ad avere un rilievo primario. Per questa ragione in particolare, tra le diverse metodologie applicabili riteniamo particolarmente adatti il DCF e il metodo patrimoniale complesso, proprio perché consente una valutazione empirica ed autonoma del valore dei beni immateriali caratteristici, spesso non contabilizzati in bilancio.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che il mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società.

Non abbiamo valutato la società con la metodologia dei multipli a causa della evidente differenza dimensionale rispetto a tutti i comparables/competitors, che ne avrebbe inficiato significativamente l'equity value medio.

##### 4.1 Il DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value sono, come noto, funzione delle stime dei risultati relativi al business plan della società oggetto di analisi. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel nostro caso ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2023.



Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli e/o altre metodologie valutative non sarebbero in grado di approssimare.

Alla luce delle particolarità della società oggetto di valutazione, abbiamo i seguenti parametri:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal rendimento lordo del BTP a 3 anni, compatibile con il periodo di lunghezza temporale delle stime puntuali;
- Il Market Risk Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- Il Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- L'Alfa, ovvero il rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2,5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è quello unlevered della società a 1 anno. La scelta del periodo temporale è caduta sul dato che massimizza la significatività della regressione lineare;
- Il tasso di crescita g, per prudenza, è stato fissato all'1%;

Ne risulta un Wacc del 5,61%

**Fig. 9 – Wacc**

<b>WACC</b>		<b>5.61%</b>
Risk Free Rate	-0.30% $\alpha$ (specific risk)	2.50%
Market Premium	6.85% Beta Adjusted	0.5
D/E (average)	0.00% Beta Relevered	0.5
Ke	5.61% Kd	1.00%

Source: Integrae SIM

Sulla base delle nostre stime ed assunzioni, ne risulta un valore dell'equity di € 19,6 mln.

**Fig. 10 – L'equity value**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>19.6</b>
FCFO actualized	2.3	12%
TV actualized DCF	17.3	88%
<b>Enterprise Value</b>	<b>19.6</b>	100%
NFP (FY20E)	(0.0)	

Source: Integrae SIM

La sensitivity analysis

Fig. 11 – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		4.1%	4.6%	5.1%	5.6%	6.1%	6.6%	7.1%
Growth Rate (g)	2.5%	54.9	41.6	33.5	28.0	24.0	21.0	18.7
	2.0%	42.4	34.1	28.5	24.4	21.4	19.0	17.1
	1.5%	34.7	29.0	24.9	21.8	19.3	17.4	15.8
	1.0%	29.5	25.3	22.1	19.6	17.7	16.0	14.7
	0.5%	25.7	22.5	20.0	17.9	16.3	14.9	13.7
	0.0%	22.9	20.3	18.2	16.5	15.1	14.0	12.9
	-0.5%	20.6	18.5	16.8	15.4	14.2	13.1	12.2

Source: Integrae SIM

## 4.2 Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso si basa su criteri analitici ed empirici di stima dei beni immateriali, riferendosi sia alla constatazione dei costi storici e di sostituzione dei beni, sia alla ricostruzione del prezzo di mercato. I beni immateriali tipici che apportano valore aggiunto sono costituiti da fattori di professionalità e di organizzazione del personale e dal valore del portafoglio commissioni, suscettibili di autonoma valutazione. Di fondamentale importanza è il capitale umano considerato che per l'attività di gestione e consulenza assume rilievo strategico la componente di professionalità.

La formula applicativa è la seguente:  $W = K + (K' - t) + CU + V_{pc}$

Dove:

K = valore di mercato dell'azienda

K = patrimonio netto contabile

K' = rettifiche apportate al patrimonio netto

t = effetti fiscali delle rettifiche

CU = valore del capitale umano

V<sub>pc</sub> = valore del portafoglio di commissioni della massa gestita / amministrata / in consulenza.

Abbiamo prudenzialmente ritenuto opportuno non apportare rettifiche al patrimonio netto.

### 4.2.1 Il valore del capitale umano

Nel calcolo del valore empirico del capitale umano, alla luce dell'elevata specializzazione del personale dedicato ai servizi erogati, soprattutto con riferimento ai key employees, abbiamo ipotizzato di applicare al costo del personale, così come contabilizzato nei bilanci della società, un moltiplicatore pari al 2x (secondo l'evidenza empirica il range varia da 1,5x al 3x). Tale multiplo riteniamo che consenta di evitare una duplicazione di valore dal momento che il capitale umano è già indirettamente riflesso negli altri value driver che da esso in buona parte dipendono. **Secondo i nostri calcoli, il valore del capitale umano risulta pari a € 3,36 mln.**

### 4.2.2 Il valore del portafoglio

L'altro componente fondamentale nel calcolo del valore di mercato è quello del portafoglio commissioni. Tale valore non è di norma contabilizzato (a meno di operazioni di acquisizione di portafogli di terzi). Il portafoglio evidenzia la capacità di penetrazione sul mercato acquisita nel tempo ed esprime la capacità di raccogliere stabilmente e continuativamente una certa quantità di commissioni.

La dimensione del portafoglio commissioni è un indice rappresentativo della redditività del portafoglio. Il valore del portafoglio può quindi essere determinato applicando un opportuno multiplo alle commissioni incassate. Questo è esprimibile attraverso il metodo dei moltiplicatori delle commissioni sulla base degli extra-redditi attesi (rispetto ad una fisiologia remunerazione di mercato) e si basa sull'applicazione della formula del valore attuale di una rendita di durata illimitata. **Secondo le nostre stime ed assunzioni, il valore così stimabile risulta pari a € 9,36 mln.**

**Fig. 12 – Calcolo del valore delle commissioni**

Valore commissioni nette	
Commissioni Nette (mln)	3.21
Moltiplicatore (x)	2.92
Tasso risk free (%)	1.1
<b>Totale</b>	<b>9.36</b>

Source: Integrae SIM

#### 4.2.3 Il valore delle autorizzazioni

L'ultima considerazione riguarda il fatto che la prestazione del servizio di gestione / consulenza presuppone l'ottenimento di specifiche autorizzazioni da parte delle competenti autorità di vigilanza. Pertanto, le componenti che esprimono la capacità reddituale prospettica delle strutture devono tenere in considerazione il valore aggiunto fornito dai nulla osta rilasciati da parte degli organi di vigilanza e dai requisiti minimi per lo svolgimento delle attività.

**Abbiamo quantificato tale valore in € 1,5 mln.**

**Fig. 13 – Equity Value metodo patrimoniale complesso**

Equity Value metodo patrimoniale	
Patrimonio netto contabile	3.25
Valore commissioni	9.36
Valore capitale umano	3.36
Valore delle autorizzazioni	1.50
<b>Totale</b>	<b>17.48</b>

Source: Integrae SIM

Con tutti gli elementi a nostra disposizione, abbiamo quindi calcolato il valore dell'equity di SCM che risulta pari a risulta pari a 17,48 mln, vale a dire € 9,25 per azione.

**Fig. 14 – Equity Value**

Equity Value	mln
DCF	19.64
Metodo Patrimoniale Complesso	17.48
<b>Valore Medio</b>	<b>18.56</b>
Valore Medio per Azione	9.25

Source: Integrae SIM

Iniziamo pertanto la nostra copertura del titolo SCM Sim con un Target Price di € 9,25 per azione, Rating Buy, e Medium risk.

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission)  
Regulation No. 11971/1999****Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29<sup>th</sup>, 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 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. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

#### Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

#### Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the SCM Sim;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of corporate broker on financial instruments issued by SMC Sim.