

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

ISCC Fintech

Euronext Growth Milan | Credit Management | Italy

Production 12/04/2023, h. 18:30

Published 13/04/2023, h. 18:30



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 10,00

unchanged

Risk



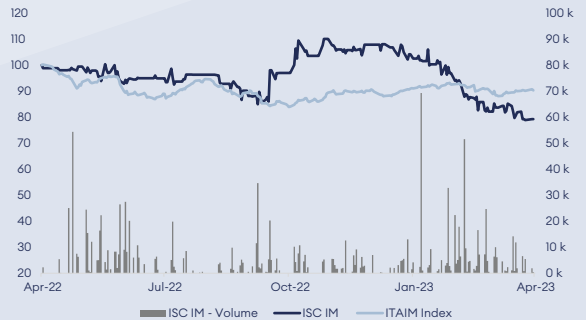
Medium

Upside potential

157,8%

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Value of Production	4,84	20,00	35,00	45,00
EBITDA	0,95	15,30	29,30	37,80
EBIT	0,03	14,00	28,00	36,40
Net Profit	(0,03)	9,80	19,40	25,55
NFP	(4,29)	(8,53)	(21,89)	(43,50)
EBITDA margin	19,7%	76,5%	83,7%	84,0%
EBIT margin	0,5%	70,0%	80,0%	80,9%
Net Profit margin	N/A	49,0%	55,4%	56,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 3,88
Target price	€ 10,00
Upside/(Downside) potential	157,8%
Ticker	ISC IM
Market Cap (€/mln)	€ 50,05
EV (€/mln)	€ 45,76
Free Float	24,81%
Share Outstanding	12.900.000
52-week high	€ 5,50
52-week low	€ 3,76
Average daily volumes (3 months)	6.500

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-3,48%	-26,52%	-18,32%	-20,74%
to FTSE Italia Growth	-4,80%	-9,75%	-25,68%	-10,83%
to Euronext STAR Milan	-5,43%	-7,39%	-37,90%	-13,30%
to FTSE All-Share	-8,81%	-24,83%	-50,30%	-31,32%
to EUROSTOXX	-9,96%	-27,58%	-48,04%	-34,68%
to MSCI World Index	-9,23%	-14,37%	-34,23%	-14,38%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	48,1x	3,0x	1,5x	1,2x
EV/EBIT	n.m.	3,3x	1,6x	1,3x
P/E	N/A	5,1x	2,6x	2,0x

FY22A Results

Nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2022, il Gruppo ha chiuso l'esercizio registrando ricavi per € 4,45 mln, in fortissima crescita rispetto al dato di fine anno 2021, che ammon-
tava a € 1,35 mln. L'EBITDA di periodo è pari a € 0,95 mln, rispetto al dato dell'esercizio
precedente in sostanziale pareggio, con una marginalità sul valore della produzione pari al
19,7% (vs 0,7% al FY21A). L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,93 mln, è pari a
€ 0,03 mln, in sostanziale pareggio, con un EBIT margin dello 0,5%. Negativo invece il Net
Income, pari a -€ 0,03 mln (-€ 0,34 mln al FY21A).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre
stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della
produzione FY23E pari a € 20,00 mln ed un EBITDA pari a € 15,30 mln, corrispondente ad
una marginalità del 76,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produ-
zione possa aumentare fino a € 45,00 mln (CAGR 22A-25E: 110,3%) nel FY25E, con EBITDA
pari a € 37,80 mln (corrispondente ad una marginalità del 84,0%), in crescita rispetto a
€ 0,95 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 19,7%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di ISCC Fintech sulla base delle metodo-
logie DCF e Excess Return. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini pruden-
ziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 151,8 mln.
L'equity value di ISCC Fintech utilizzando il metodo Excess Return risulta essere pari € 106,3
mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 129,0 mln. **Il target price è di € 10,00,
rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	1,35	4,45	19,90	34,85	44,80
Other Revenues	0,14	0,39	0,10	0,15	0,20
Value of Production	1,49	4,84	20,00	35,00	45,00
COGS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Services	1,10	2,70	3,00	3,50	4,50
Use of Asset Owned by Others	0,03	0,07	0,05	0,05	0,05
Employees	0,34	0,96	1,50	2,00	2,50
Other Operating Expenses	0,01	0,15	0,15	0,15	0,15
EBITDA	0,01	0,95	15,30	29,30	37,80
<i>EBITDA Margin</i>	<i>0,7%</i>	<i>19,7%</i>	<i>76,5%</i>	<i>83,7%</i>	<i>84,0%</i>
D&A	0,40	0,93	1,30	1,30	1,40
EBIT	(0,39)	0,03	14,00	28,00	36,40
<i>EBIT Margin</i>	<i>-26,2%</i>	<i>0,5%</i>	<i>70,0%</i>	<i>80,0%</i>	<i>80,9%</i>
Financial Management	(0,03)	(0,03)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	(0,42)	(0,01)	13,90	27,90	36,30
Taxes	(0,08)	0,03	4,10	8,25	10,75
Net Income	(0,34)	(0,03)	9,80	19,65	25,55
Minorities	0,01	0,03	0,01	0,01	0,01

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	4,69	4,72	3,75	2,85	1,90
Account receivable	0,04	0,00	0,10	0,20	0,30
Account payable	0,50	0,58	0,60	0,70	0,80
Operating Working Capital	(0,46)	(0,58)	(0,50)	(0,50)	(0,50)
Other Receivable	2,14	10,18	20,00	30,00	40,00
Other Payable	3,81	4,12	7,00	10,00	15,00
Net Working Capital	(2,14)	5,49	12,50	19,50	24,50
Severance Provision and Indemnities	0,14	0,08	0,55	0,60	0,70
NET INVESTED CAPITAL	2,42	10,13	15,70	21,75	25,70
Share Capital	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Reserves and Retained Profits	14,70	14,35	14,29	24,09	43,49
Net Profit	(0,35)	(0,06)	9,80	19,40	25,55
Equity	14,43	14,37	24,17	43,57	69,12
Minorities Equity	0,02	0,04	0,05	0,06	0,07
Cash and Cash Equivalent	13,38	5,64	9,83	23,09	44,60
Financial debt	1,35	1,35	1,30	1,20	1,10
Net Financial Position	(12,03)	(4,29)	(8,53)	(21,89)	(43,50)
TOTAL SOURCES	2,42	10,13	15,70	21,75	25,70

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	0,03	14,00	28,00	36,40
Taxes	0,03	4,10	8,50	10,75
NOPAT	(0,00)	9,90	19,50	25,65
D&A	0,93	1,30	1,30	1,40
Change in receivable	0,04	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in payable	0,08	0,02	0,10	0,10
Other Changes	(7,74)	(6,94)	(7,00)	(5,00)
Change in NWC	(7,63)	(7,01)	(7,00)	(5,00)
Change in Provisions	(0,05)	0,47	0,05	0,10
OPERATING CASH FLOW	(6,76)	4,65	13,85	22,15
Investments	(0,96)	(0,33)	(0,40)	(0,45)
FREE CASH FLOW	(7,71)	4,33	13,45	21,70
Financial Management	(0,03)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in Payable to Banks	0,00	(0,05)	(0,10)	(0,10)
Change in Equity	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(7,74)	4,18	13,25	21,50

Source: ISCC Fintech and Integrae SIM estimates

Company Overview

La Integrated System Credit Consulting Fintech (abbreviata ISCC Fintech) è una Società costituita nel dicembre del 2019 dal Gruppo Conafi, da cui è controllata al 60,85%, specializzata nella gestione del credito e nella riscossione parziale o totale di crediti insoluti (*Credit Management*). La Società nasce con l'obiettivo di creare una struttura efficiente e snella nel settore del recupero crediti che potesse sfruttare l'esperienza trentennale del Gruppo Conafi nel settore finanziario e del credito. Conafi SpA infatti, fino al 2017 in qualità di Intermediario finanziario e oggi tramite Prestitò Srl (Società di mediazione creditizia iscritta all'OAM al n. M439), opera nel settore dei piccoli finanziamenti retail da rimborsarsi mediante cessione del quinto dello stipendio (CQS), della pensione (CQP) o mediante delegazione di pagamento (DP).

ISCC Fintech, che detiene la licenza per l'esercizio dell'attività di agenzia d'affari per il recupero stragiudiziale dei crediti conto terzi ex art. 115 T.U.L.P.S., ha ulteriormente sviluppato il database interno della capogruppo, completo di tutte le informazioni finanziarie e reddituali dei soggetti a cui è stata fornita consulenza, oltre all'annesso *framework fintech* interno di proprietà, appositamente reingegnerizzato per gestire l'intero processo di recupero del credito. L'attività di ISCC Fintech consiste nell'analisi approfondita e nel successivo acquisto di portafogli granulari di *non performing loans* (NPL) e nella gestione completa del recupero del credito in via giudiziale e stragiudiziale.

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	4,84	0,95	19,7%	0,03	(0,03)	(4,29)
FY22E	5,50	2,00	36,4%	0,70	0,45	(6,21)
Change	-12,0%	-52,4%	16,7%	-96,4%	N.A.	N.A.

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Gianluca De Carlo, Amministratore Delegato della Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Il bilancio dell’esercizio 2022 si chiude con un risultato che ci soddisfa pienamente, per il percorso intrapreso sino ad oggi e per il modello di business implementato che ci ha oltretutto permesso di sviluppare un servizio innovativo rivolto alle istituzioni finanziarie per la creazione di valore nel rispetto dei postulati ESG.”*

Nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2022, il Gruppo ha chiuso l’esercizio registrando ricavi per € 4,45 mln, in fortissima crescita rispetto al dato di fine anno 2021, che ammontava a € 1,35 mln. Il risultato ottenuto trae origine dalla lavorazione e valorizzazione dei portafogli di crediti NPL derivanti dall’attività di recupero stragiudiziale, secondo la modalità Phone Collection che nel 2021 aveva generato la quasi totalità del fatturato; in aggiunta a questa BU, il 2022 ha visto anche un’impennata dell’attività di rivendita di portafogli di crediti cartolarizzati, che ha contribuito per circa € 2,91 mln rispetto ai € 0,31 mln generati nell’esercizio precedente. I proventi dell’attività di rivendita, come comunicato dalla Società, sono riconducibili alla cessione pro-soluto di un portafoglio di crediti NPL effettuata dalla Capogruppo nel dicembre del 2022, nell’ambito di un’operazione di cartolarizzazione.

Il valore della produzione, dopo altri ricavi per € 0,39 mln, ammonta a € 4,84 mln, più che triplicando il dato FY21A pari a € 1,49 mln. In particolare, gli altri ricavi includono l’effetto economico dei contributi derivanti dai costi di quotazione e dagli investimenti in beni strumentali per la trasformazione digitale delle imprese.

L’EBITDA di periodo è pari a € 0,95 mln, rispetto al dato dell’esercizio precedente in sostanziale pareggio e con una marginalità sul valore della produzione pari al 19,7% (vs 0,7% al FY21A). Per quanto estremamente positivo, l’EBITDA ha risentito fortemente dell’incremento dei costi di struttura della controllata Lawyers, che nel corso dell’esercizio ha effettuato delle azioni di potenziamento per efficientare la gestione delle crescente mole del portafoglio crediti NPL per il recupero giudiziale, che nel corso dell’esercizio ha generato solamente € 0,39 mln (rispetto a € 0,17 mln del FY21A). Ad oggi, la rinnovata rete di professionisti di Lawyers conta più di 200 avvocati convenzionati e specializzati nelle attività di recupero crediti.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,93 mln, è pari a € 0,03 mln, in sostanza le pareggio, con un EBIT margin dello 0,5%. Negativo invece il Net Income, pari a -€ 0,03 mln (-€ 0,34 mln al FY21A).

Sebbene rallentati dal forte aumento dei costi sostenuti, i risultati consolidati mostrano un'impennata sia delle attività di Phone Collection che della rivendita dei portafogli cartolarizzati, oltre a confermare ottime prospettive per quanto riguarda il completamento delle azioni legali in corso (recupero giudiziale da parte della controllata Lawyers) che daranno risultato nei prossimi periodi.

L'integrazione e la collaborazione tra le risorse umane, il modello operativo completo e strutturato basato sulla piattaforma tecnologica proprietaria ISCC WEB e l'esperienza trentennale del Gruppo Conafi nel settore finanziario e del credito, oltre alla collaborazione di studi di avvocati in tutta Italia facenti capo alla Lawyers StA, stanno consentendo a ISCC Fintech di essere sempre più efficiente nell'attività di valutazione di portafogli NPL da acquistare e soprattutto nell'individuazione delle esposizioni più solvibili in tempi sempre più ridotti: grazie ai propri modelli e sistemi di analisi e di valorizzazione di portafogli, la Società ha saputo estrarre, dalla lavorazione di oltre 50.000 posizioni, 4.000 posizioni per un GBV (Gross Book Value) pari a € 40,00 mln caratterizzate da piena solvibilità, quindi perfette candidate per un possibile recupero giudiziale (tramite assegnazione alla Lawyers). Proprio da questa attività è scaturito il sopracitato contratto di cessione del portafoglio di crediti NPL con GBV di circa € 10,00 mln, che ha generato un impatto economico di circa € 2,91 mln.

Nel corso dell'esercizio 2022 sono stati effettuati da parte di ISCC ulteriori acquisti di portafogli di crediti NPL *unsecured*, riconducibili al mercato secondario e derivanti prevalentemente da contratti bancari e credito al consumo, per un corrispettivo pari a € 6,24 mln a fronte di un valore nominale di € 644,55 mln, per 74.016 posizioni complessive; il 3 aprile 2023 è stato anche perfezionato un contratto di acquisto di un ennesimo portafoglio di crediti NPL, dal valore nominale di circa € 4,8 mln che conta 1.873 posizioni, portando il portafoglio complessivo della Società a circa € 802,30 mln per un totale di 105.475 posizioni.

La Società quindi prosegue nell'efficientamento delle attività di analisi di un'immensa mole di crediti in tempi brevi, capacità che la rende unica sul territorio italiano e che presenta delle potenzialità assolutamente rilevanti, anche considerate le dimensioni del mercato italiano dei crediti insoluti: il Gross Book Value delle transazioni NPL ha raggiunto i € 31,6 mld nel 2022 e si prevede per i prossimi anni un andamento simile, mentre lo stock complessivo di NPL e UTP (*Unlikely to Pay*) si attesta a circa € 324,00 mld. ISCC gode quindi di un importante vantaggio competitivo, non essendo presenti operatori sul territorio in grado di gestire queste masse di documentazione, e con il consolidarsi della struttura operativa ed organizzativa sarà anche possibile sviluppare un servizio innovativo rivolto alle istituzioni finanziarie, per la creazione di valore nel rispetto dei postulati ESG.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

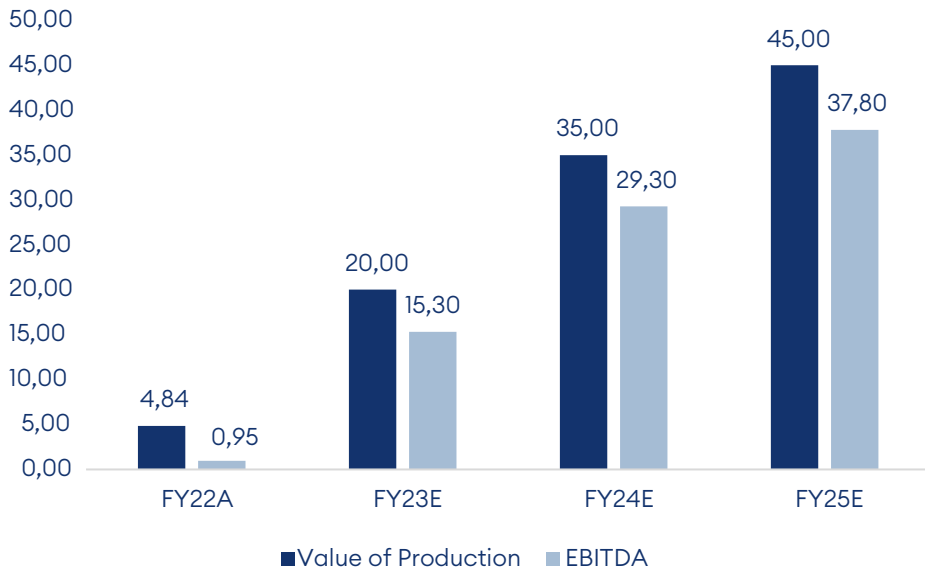
€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
VoP			
New	20,0	35,0	45,0
Old	24,5	35,0	N.A.
Change	-18,4%	0,0%	N.A.
EBITDA			
New	15,3	29,3	37,8
Old	19,8	29,3	N.A.
Change	-22,7%	0,0%	N.A.
EBITDA %			
New	76,5%	83,7%	84,0%
Old	80,8%	83,7%	N.A.
Change	-4,3%	0,0%	N.A.
EBIT			
New	14,0	28,0	36,4
Old	18,5	28,0	N.A.
Change	-24,3%	0,0%	N.A.
Net Income			
New	9,8	19,4	25,6
Old	12,9	19,4	N.A.
Change	-24,0%	0,0%	N.A.
NFP			
New	(8,5)	(21,9)	(43,5)
Old	(13,1)	(26,5)	N.A.
Change	N/A	N/A	N.A.

Source: Integrae SIM

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

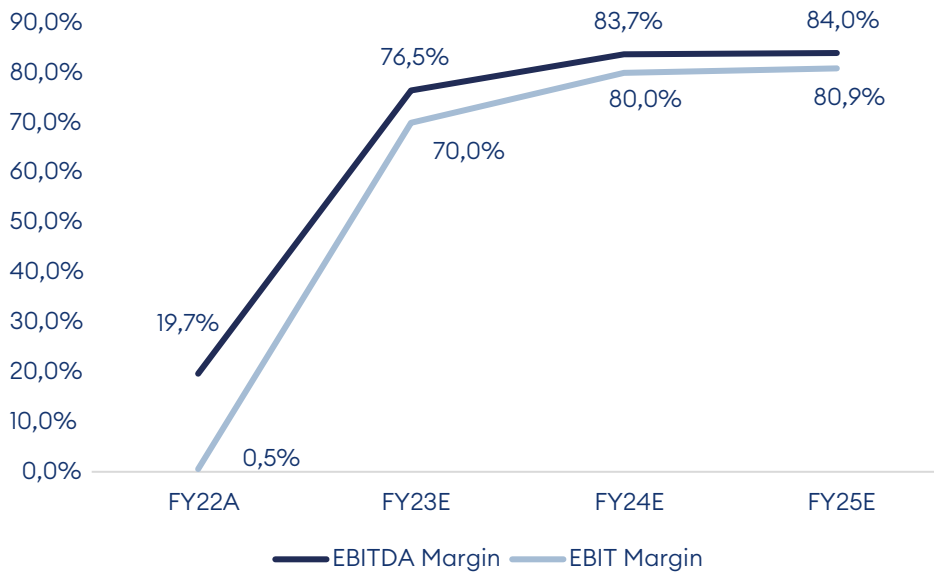
In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 20,00 mln ed un EBITDA pari a € 15,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 76,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 45,00 mln (CAGR 22A-25E: 110,3%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 37,80 mln (corrispondente ad una marginalità del 84,0%), in crescita rispetto a € 0,95 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 19,7%). L'elevata marginalità è ampiamente spiegata dalla capacità della Società di efficientare sempre di più la valorizzazione dei portafogli NPL detenuti e dalla definizione di una struttura flessibile che consente di minimizzare i costi fissi; a parità di struttura, pertanto, riteniamo che possano aumentare esponenzialmente le attività di recupero giudiziale e stragiudiziale contestualmente alla rivendita di posizioni cartolarizzate.

CHART 1 – VOP AND EBITDA FY22A-25E



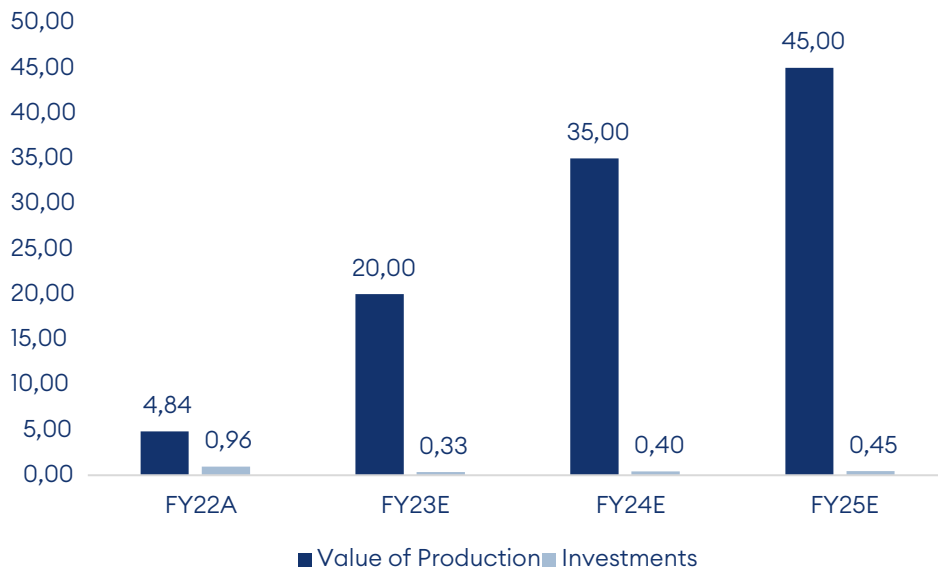
Source: Integræ SIM

CHART 2 – MARGIN FY22A-25E



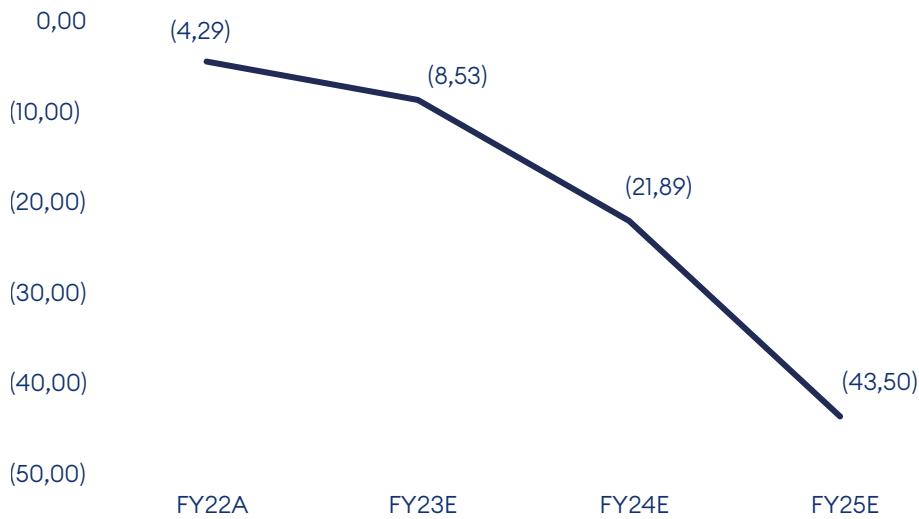
Source: Integræ SIM

CHART 3 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di ISCC Fintech sulla base delle metodologie DCF e Excess Return.

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				14,5%
D/E 11,1%	Risk Free Rate 3,5%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,5%	
K_d 2,0%	Market Premium 9,7%	β Relevered 1,1	K_e 15,9%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 14,5%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	40,0	26,0%
TV actualized DCF	116,1	74,0%
Enterprise Value	156,1	100%
NFP	(4,3)	
Equity Value	151,8	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 151,8 mln.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
Growth Rate (g)		13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%
	2,5%	190,3	181,6	173,6	166,4	159,7	153,6	147,9
	2,0%	183,3	175,2	167,9	161,1	154,9	149,2	143,9
	1,5%	176,9	169,4	162,6	156,3	150,5	145,1	140,2
	1,0%	171,0	164,0	157,7	151,8	146,4	141,3	136,7
	0,5%	165,5	159,1	153,1	147,7	142,6	137,8	133,4
	0,0%	160,5	154,5	148,9	143,8	139,0	134,5	130,3
	-0,5%	155,9	150,3	145,0	140,2	135,7	131,4	127,5

Source: Integrae SIM

Excess Return Method

La metodologia basata sull’Excess Return indica la capacità aziendale di generare valore, inteso come eccesso dei risultati rispetto ai costi sostenuti. Per calcolare l’equity value di ISCC, abbiamo sommato il valore creato durante il periodo di previsione (excess return) al patrimonio netto iniziale, considerato una proxy accettabile del valore corrente delle attività al netto delle passività.

Abbiamo considerato un periodo di previsione pari a 10 anni ed un costo dell’equity (Ke) calcolato con gli stessi input utilizzati per il metodo DCF.

TABLE 7 – COST OF EQUITY

Cost of Equity (Ke)			15,9%
D/E 11,1%	Risk Free Rate 3,5%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,5%
K _d 2,0%	Market Premium 9,7%	β Relevered 1,1	Tax Rate 27,9%

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – EXCESS RETURN VALUATION

Excess Return	% of EV	
Equity Invested	14,4	14,0%
PV of Equity Excess Return	91,9	86,0%
Equity Value	106,3	100%

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, ne risulta un **equity value pari a € 106,3 mln.**

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	129,0
Equity Value DCF (€/mln)	151,8
Equity Value Excess Return (€/mln)	106,3
Target Price (€)	10,0

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 129,0 mln. Il **target price** è quindi di € 10,0; confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	131,1x	8,2x	4,3x	3,3x
EV/EBIT	n.m.	8,9x	4,5x	3,4x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	48,1x	3,0x	1,6x	1,2x
EV/EBIT	n.m.	3,3x	1,6x	1,3x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
31/03/2022	5,01	Buy	11,90	Medium	Update
27/07/2022	4,59	Buy	11,90	Medium	Breaking News
05/08/2022	4,59	Buy	11,90	Medium	Breaking News
03/10/2022	4,63	Buy	10,00	Medium	Update
23/11/2022	5,15	Buy	10,00	Medium	Breaking News
04/01/2023	5,16	Buy	10,00	Medium	Breaking News
15/02/2023	4,55	Buy	10,00	Medium	Breaking News

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles

and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, 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 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:

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