

<b>I.C.C.</b>	<b>Italy</b>	<b>Euronext Growth Milan</b>	<b>Digital Healthcare</b>
<b>Rating: BUY (unch.)</b>	<b>Target Price: € 5,20 (prev. € 6,00)</b>		<b>Update</b>
			<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-13,59%	-7,13%	-21,67%	N.A.
to FTSE Italia Growth	-11,05%	-4,91%	-7,66%	N.A.
to Euronext STAR Milan	-9,29%	3,60%	-0,60%	N.A.
to FTSE All-Share	-10,57%	-3,44%	-7,34%	N.A.
to EUROSTOXX	-9,97%	-3,89%	-10,46%	N.A.
to MSCI World Index	-6,07%	-0,04%	-1,89%	N.A.

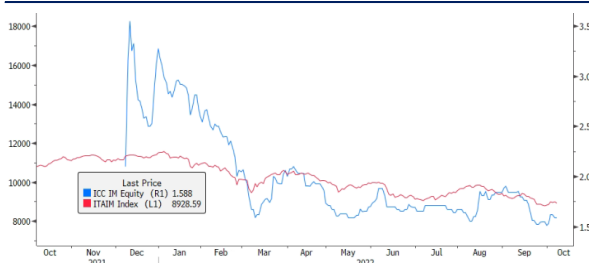
Stock Data	
Price	€ 1,59
Target price	€ 5,20
Upside/(Downside) potential	227,4%
Bloomberg Code	ICCIM Equity
Market Cap (€m)	€ 7,20
EV (€m)	€ 5,95
Free Float	26,29%
Share Outstanding	4.528.408
52-week high	€ 4,20
52-week low	€ 1,44
Average daily volumes (3m)	2.000

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	4,8	6,4	9,2	11,2
VoP	5,5	6,8	9,5	11,5
EBITDA	0,5	0,1	2,1	2,6
EBIT	-0,1	-0,6	1,4	1,9
Net Profit	-0,1	-0,5	1,0	1,3
EBITDA margin	11,2%	2,4%	22,3%	23,2%
EBIT margin	N.A.	N.A.	14,7%	16,5%
Net Profit margin	N.A.	N.A.	10,3%	11,2%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	11,0	39,7	2,9	2,3
EV/EBIT (x)	N.A.	N.A.	4,4	3,2
P/E (x)	N.A.	N.A.	7,6	5,8

**Mattia Petracca** [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
**Giuseppe Riviello** [giuseppe.riviello@integraesim.it](mailto:giuseppe.riviello@integraesim.it)

### Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### 1H22A Results

Il valore della produzione si attesta a € 3,04 mln in crescita del 34,9% rispetto all'1H21A in cui ammontava a € 2,25 mln. Tale incremento, insieme alle maggiori richieste ricevute dai clienti per l'attività di centrale operativa di ICC, denota l'efficacia della strategia intrapresa dalla Società per aumentare la fidelizzazione dei clienti end-user e del modello B2B2C. L'EBITDA è negativo per € 0,15 mln; il calo è principalmente dovuto all'importante incremento dei costi per servizi attribuibili sia all'attività della Centrale Operativa per utilizzo di fornitori esterni che alla gestione della direzione Sanitaria e del Team di professionisti che collaborano con la Società. Negativo anche il Net Income, pari a -€ 0,45 mln (vs € 0,20 mln all'1H21A).

### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22A pari a € 6,80 mln ed un EBITDA pari a € 0,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 2,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 11,50 mln (CAGR 20A-25E: 27,5%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 2,60 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 23,2%), in crescita rispetto a € 13,99 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 11,2%).

### Valuation Update

Data la mancanza di società comparabili, abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di I.C.C. sulla base della sola metodologia DCF. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 23,6 mln. Il target price è di € 5,20, rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
Revenues	4,52	4,80	6,35	9,20	11,20
Other Revenues	0,36	0,74	0,45	0,30	0,30
<b>Value of Production</b>	<b>4,87</b>	<b>5,54</b>	<b>6,80</b>	<b>9,50</b>	<b>11,50</b>
COGS	0,17	0,30	0,50	0,50	0,60
Services	2,69	2,22	3,00	3,50	4,00
Use of assets owned by others	0,12	0,15	0,20	0,25	0,25
Employees	1,92	2,20	2,75	3,00	3,80
Other Operating Expenses	0,30	0,13	0,20	0,20	0,25
<b>EBITDA</b>	<b>(0,32)</b>	<b>0,54</b>	<b>0,15</b>	<b>2,05</b>	<b>2,60</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-7,0%</i>	<i>11,2%</i>	<i>2,4%</i>	<i>22,3%</i>	<i>23,2%</i>
D&A	0,62	0,69	0,70	0,70	0,75
<b>EBIT</b>	<b>(0,94)</b>	<b>(0,15)</b>	<b>(0,55)</b>	<b>1,35</b>	<b>1,85</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>-20,8%</i>	<i>-3,1%</i>	<i>-8,7%</i>	<i>14,7%</i>	<i>16,5%</i>
Financial Management	0,11	(0,00)	(0,10)	(0,05)	(0,05)
<b>EBT</b>	<b>(0,83)</b>	<b>(0,15)</b>	<b>(0,65)</b>	<b>1,30</b>	<b>1,80</b>
Taxes	(0,05)	(0,06)	(0,20)	0,35	0,55
<b>Net Income</b>	<b>(0,78)</b>	<b>(0,09)</b>	<b>(0,45)</b>	<b>0,95</b>	<b>1,25</b>

<b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
<b>Fixed Assets</b>	<b>3,99</b>	<b>4,04</b>	<b>3,80</b>	<b>3,60</b>	<b>3,30</b>
Account receivable	1,22	1,29	1,40	1,75	2,00
Inventories	0,01	0,02	0,10	0,10	0,10
Account payable	0,78	0,47	0,60	1,10	1,40
<b>Operating Working Capital</b>	<b>0,45</b>	<b>0,83</b>	<b>0,90</b>	<b>0,75</b>	<b>0,70</b>
Other receivable	0,72	1,07	1,30	1,10	0,95
Other payable	0,91	0,80	0,95	1,30	1,55
<b>Net Working Capital</b>	<b>0,26</b>	<b>1,11</b>	<b>1,25</b>	<b>0,55</b>	<b>0,10</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,37	0,33	0,50	0,65	0,80
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3,88</b>	<b>4,82</b>	<b>4,55</b>	<b>3,50</b>	<b>2,60</b>
Share Capital	6,15	4,96	5,16	5,16	5,16
Reserves	(1,63)	1,20	1,11	0,66	1,61
Net Income	(0,78)	(0,09)	(0,45)	0,95	1,25
<b>Equity</b>	<b>3,74</b>	<b>6,07</b>	<b>5,82</b>	<b>6,77</b>	<b>8,02</b>
Cash & Cash Equivalent	0,39	1,85	1,62	3,62	5,72
Financial Debt	0,53	0,60	0,35	0,35	0,30
<b>Net Financial Position</b>	<b>0,14</b>	<b>(1,25)</b>	<b>(1,27)</b>	<b>(3,27)</b>	<b>(5,42)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>3,88</b>	<b>4,82</b>	<b>4,55</b>	<b>3,50</b>	<b>2,60</b>

<b>CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
EBIT	(0,94)	(0,15)	(0,55)	1,35	1,85
Taxes	(0,05)	(0,06)	(0,20)	0,35	0,55
<b>NOPAT</b>	<b>(0,89)</b>	<b>(0,09)</b>	<b>(0,35)</b>	<b>1,00</b>	<b>1,30</b>
D&A	0,62	0,69	0,70	0,70	0,75
Change in receivable	0,52	(0,08)	(0,11)	(0,35)	(0,25)
Change in inventories	0,00	(0,00)	(0,08)	0,00	0,00
Change in payable	(0,83)	(0,31)	0,13	0,50	0,30
Change in others	(0,49)	(0,47)	(0,07)	0,55	0,40
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,80)</i>	<i>(0,85)</i>	<i>(0,14)</i>	<i>0,70</i>	<i>0,45</i>
Change in provisions	(0,03)	(0,04)	0,17	0,15	0,15
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>(1,10)</b>	<b>(0,30)</b>	<b>0,38</b>	<b>2,55</b>	<b>2,65</b>
Capex	(0,1)	(0,7)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(1,24)</b>	<b>(1,03)</b>	<b>(0,08)</b>	<b>2,05</b>	<b>2,20</b>
Financial Management	0,11	(0,00)	(0,10)	(0,05)	(0,05)
Change in Debt to Bank	0,53	0,07	(0,25)	0,00	(0,05)
Change in Equity	(0,00)	2,42	0,20	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(0,59)</b>	<b>1,46</b>	<b>(0,23)</b>	<b>2,00</b>	<b>2,10</b>

Source: ICC and Integrae SIM estimates

## 1.1 1H22A Results

**Table 2 – 1H22A vs 1H21A**

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	2,62	-0,15	-5,6%	-0,48	-0,45	(0,95)
1H21A	2,13	0,07	3,2%	-0,24	-0,20	(1,25)*
Change	23,1%	N.A	-8,8%	-101,3%	120,7%	N.A

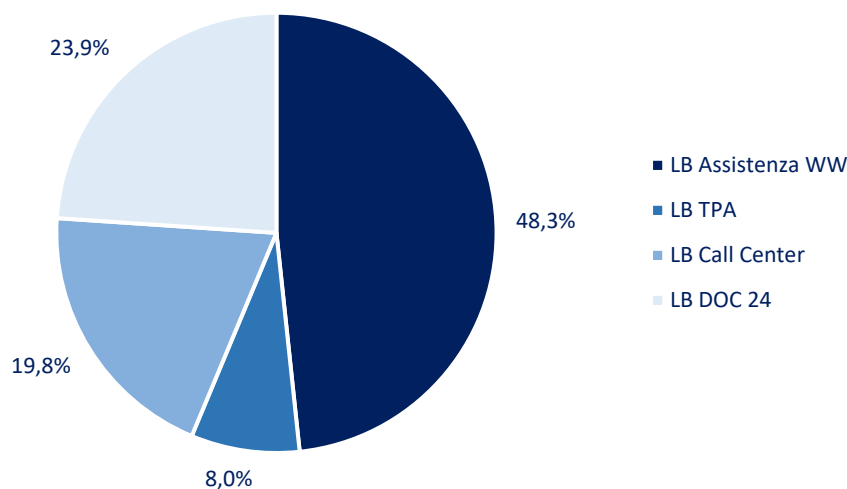
Source: Integrae SIM

\*NFP al 31/12/2021

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Come sottolineato nel momento della nostra quotazione in Borsa, il nostro ingresso su Euronext Growth Milan non ha rappresentato un traguardo, ma una prima tappa fondamentale per raccogliere capitali e continuare il nostro processo di crescita. Una crescita che, fedele alla nostra qualità di PMI innovativa, risulta fondata su investimenti e sperimentazione. Siamo convinti della bontà delle nostre strategie e della scelta di continuare ad investire sulla differenziazione dei nostri servizi a valore aggiunto ed essere in prima linea per cogliere tutte le opportunità che l’assistenza in generale, la telemedicina e la terza e quarta età presenteranno nel prossimo futuro. I primi sei mesi del 2022 hanno infatti confermato questa linea strategica che ha portato alla chiusura di importanti contratti pluriennali”.*

Al termine del primo semestre del 2022, il valore della produzione si attesta a € 3,04 mln in crescita del 34,9% rispetto all’1H21A in cui ammontava a € 2,25 mln. Tale incremento, insieme alle maggiori richieste ricevute dai clienti per l’attività di centrale operativa di ICC, denota l’efficacia della strategia intrapresa dalla Società per aumentare la fidelizzazione dei clienti *end-user* e del modello B2B2C; specifichiamo comunque che parte della crescita è riconducibile alla Linea di Business SV3 Rifatturazione che non genera alcun tipo di margini, in quanto, essendo una rifatturazione, i ricavi generati (€ 0,80 mln) corrispondono ai costi per servizi sostenuti .

**Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment**



Source: ICC

La Società, nel bilancio al 30 giugno 2022, registra ricavi dalle vendite per complessivi € 2,43 mln, trainati dalla linea di business Assistenza Worldwide, che con € 1,18 mln ricopre il 48,3% del fatturato della Società ed è la prima area per incidenza.

La BU, infatti, con 1.595 dossier gestiti in più, è riuscita ad aumentare significativamente il numero di clienti serviti e a registrare una crescita del fatturato pari al 72,3%.

Seguono, come peso sui ricavi della Società, le business unit DOC 24 e Call Center che con € 0,58 mln e € 0,48 mln hanno rappresentato rispettivamente il 23,9% e il 19,8% del totale. Infine, la linea TPA si attesta ad un valore di € 0,19 mln contribuendo all'8,0% del fatturato.

L'EBITDA al 30 giugno 2022 è negativo per € 0,15 mln, rispetto al dato del 1H21A pari a € 0,07 mln; oltre allo scenario macroeconomico negativo, che ha contribuito anche al rallentamento dei ricavi, il calo è principalmente dovuto all'importante incremento dei costi per servizi attribuibili sia all'attività della Centrale Operativa per utilizzo di fornitori esterni che alla gestione della direzione Sanitaria e del Team di professionisti che collaborano con la Società. A tal proposito, l'incremento dei costi è un segnale che conferma l'investimento di I.C.C. in termini di incremento del personale qualificato, in seguito all'aumento delle richieste da parte dei clienti per un numero sempre maggiore di servizi a valore aggiunto. L'EBITDA *margin* è quindi negativo e pari a -5,6%, rispetto al 3,2% dell'1H21A, ma indica comunque una crescita sia in termini di fidelizzazione della clientela che in termini di offerta di servizi a valore aggiunto.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,33 mln, si attesta anch'esso ad un valore negativo pari a - € 0,48 mln, in decremento rispetto al dato, sempre negativo, del primo semestre dell'esercizio 2021, pari - € 0,24 mln. L'EBIT *margin*, di conseguenza, è del -18,1%. Negativo anche il Net Income, pari a - € 0,45 mln (vs € 0,20 mln all'1H21A).

A livello patrimoniale, si denota come la gestione finanziaria della Società, agevolata dall'aumento di capitale derivante dall'ammissione alle negoziazioni del titolo sul mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, ha consentito di rispettare i programmi di sviluppo previsti, riguardanti il rilascio della piattaforma DOC 24 *Digital Clinic* sul web e il progetto AIDACARE (Assistenza Integrata Dedicata agli Anziani), il cui lancio è previsto per fine ottobre 22. Al netto di queste attività, la NFP al 30 giugno 2022 raggiunge comunque un valore *cash positive* pari a € 0,95 mln, anche se in lieve peggioramento rispetto al dato di fine anno 2021 pari a € 1,25 mln di cassa.

## 1.2 FY22E – FY24E Estimates

**Table 2 – Estimates Updates FY22E - FY24E**

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Revenues</b>			
New	<b>6,4</b>	<b>9,2</b>	<b>11,2</b>
Old	6,4	8,9	10,0
Change	0,0%	3,4%	12,0%
<b>EBITDA</b>			
New	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>
Old	0,9	2,3	2,7
Change	-84,2%	-8,9%	-1,9%
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>2,4%</b>	<b>22,3%</b>	<b>23,2%</b>
Old	15,0%	25,3%	26,5%
Change	-12,6%	-3,0%	-3,3%
<b>EBIT</b>			
New	<b>(0,6)</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>
Old	0,3	1,6	1,9
Change	-306,8%	-13,8%	-3,5%
<b>Net Income</b>			
New	<b>(0,5)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>
Old	0,2	1,4	1,4
Change	-375,2%	-30,0%	-11,3%
<b>NFP</b>			
New	<b>(1,3)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(5,4)</b>
Old	(2,9)	(4,9)	(6,8)
Change	N.A	N.A	N.A

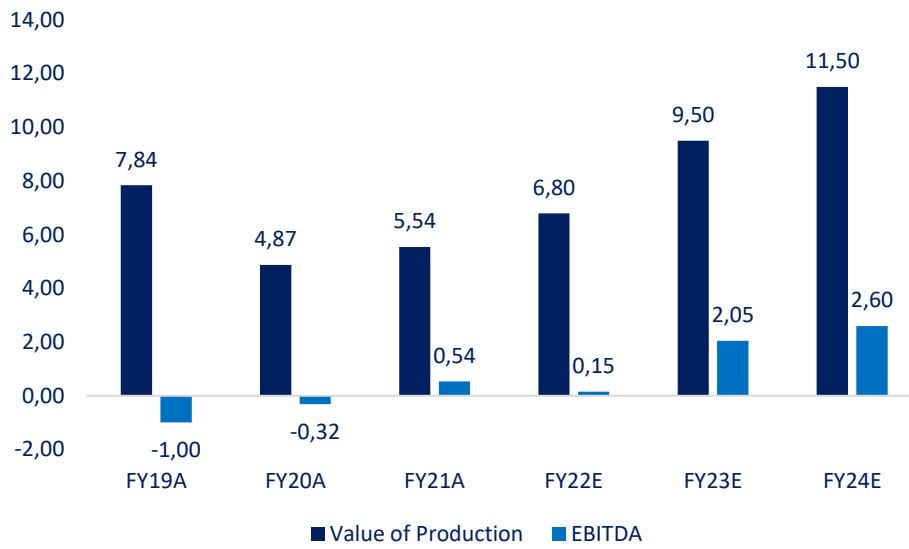
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY22A pari a € 6,80 mln ed un EBITDA pari a € 0,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 2,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 11,50 mln (CAGR 20A-25E: 27,5%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 2,60 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 23,2%), in crescita rispetto a € 13,99 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 11,2%).

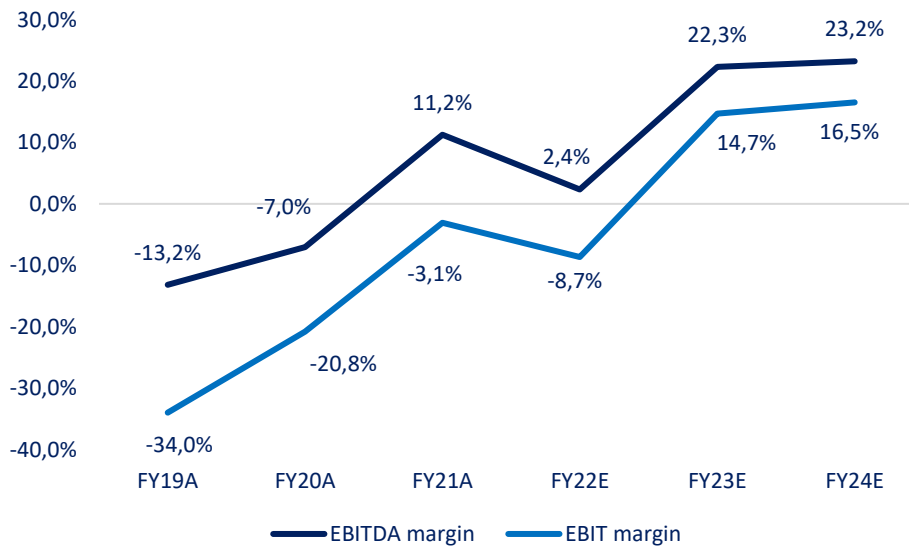
A livello patrimoniale, ci aspettiamo una NFP in costante miglioramento, che secondo le nostre stime può raggiungere un valore *cash positive* nel FY24E pari a € 5,42 mln. Il dato sarà a nostro parere trainato anche dalla generazione di cassa derivante dai nuovi contratti pluriennali con primarie realtà bancarie, assicurative e *utilities* che avranno effetto a partire dal secondo semestre 2022.

**Chart 3 – VoP and EBITDA FY19A - FY24E**



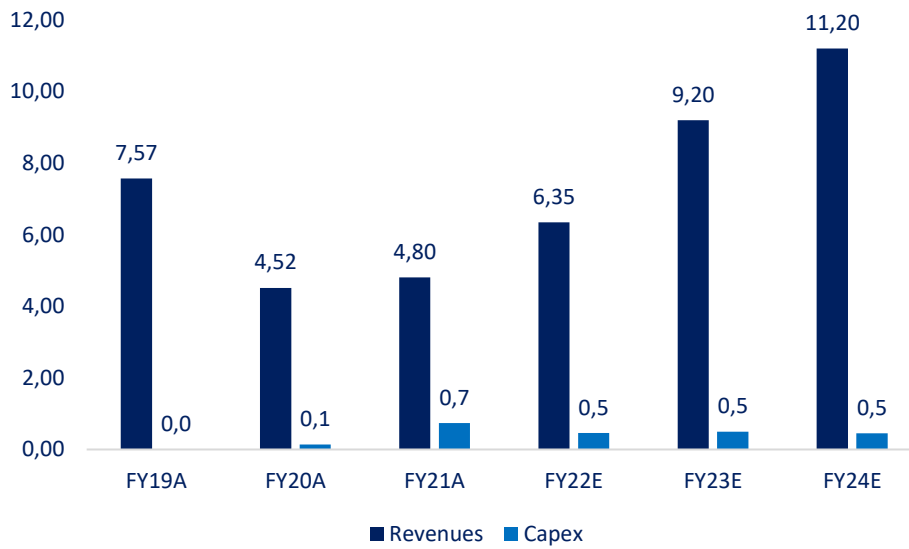
Source: Integrae SIM

**Chart 4 – Margin FY19A - FY24E**



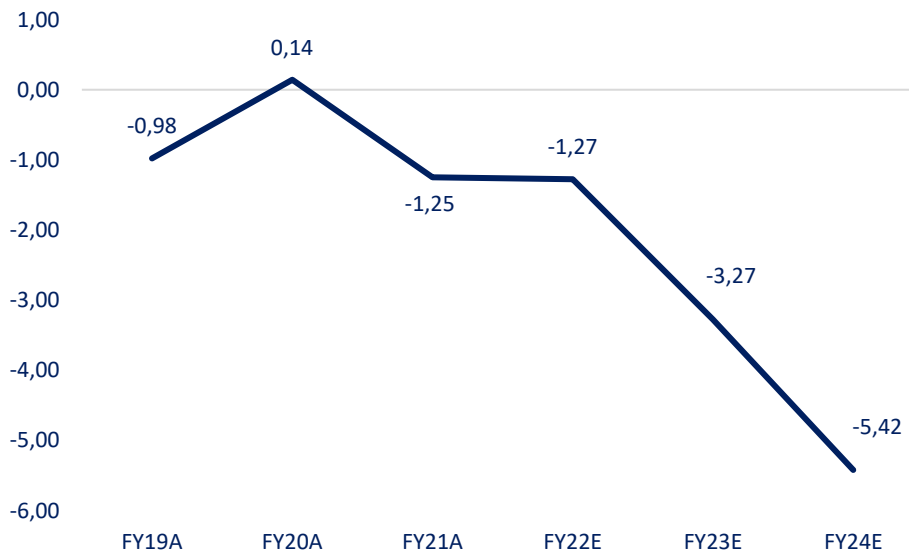
Source: Integrae SIM

**Chart 5 – Capex FY19A - FY24E**



Source: Integrae SIM

**Chart 6 – NFP FY19A - FY24E**



Source: Integrae SIM

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

<b>WACC</b>		<b>12,43%</b>
Risk Free Rate	2,18% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	1,1
Ke	13,73% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

For prudential purposes, we have included a specific risk of 2.5%. This results in a WACC of 12.43%.

**Table 5 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>23,6</b>
FCFO actualized	5,3	24%
TV actualized DCF	17,0	76%
<b>Enterprise Value</b>	<b>22,3</b>	100%
NFP (FY21A)	(1,2)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un ***equity value* di € 23,6 mln. Il target price, quindi, è di € 5,20 (prev. € 6,00). Confermiamo rating BUY e risk MEDIUM.**



**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln		WACC						
		10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%	13,9%
Growth Rate (g)	2,5%	30,8	29,1	27,5	26,1	24,9	23,8	22,7
	2,0%	29,4	27,9	26,5	25,2	24,0	23,0	22,0
	1,5%	28,2	26,8	25,5	24,3	23,3	22,3	21,4
	1,0%	27,2	25,8	24,7	23,6	22,6	21,7	20,8
	0,5%	26,2	25,0	23,9	22,9	21,9	21,1	20,3
	0,0%	25,3	24,2	23,1	22,2	21,3	20,5	19,8
	-0,5%	24,5	23,4	22,5	21,6	20,8	20,0	19,3

Source: Integrae SIM

**Table 7 – Target Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	148,8x	10,9x	8,6x
EV/EBIT	N.A.	16,5x	12,1x

Source: Integrae SIM

**Table 8 – Current Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	39,7x	2,9x	2,3x
EV/EBIT	N.A.	4,4x	3,2x

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 and Edoardo Luigi Pezzella 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
04/04/2022	2,08	Buy	6,00	Medium	Update
17/03/2022	1,78	Buy	5,80	Medium	Flash Note
07/03/2022	1,80	Buy	5,80	Medium	Flash Note
03/02/2022	2,46	Buy	5,80	Medium	Flash Note
13/01/2022	2,85	Buy	5,80	Medium	Flash Note
28/12/2021	2,78	Buy	6,00	Medium	Flash Note
21/12/2021	2,60	Buy	6,00	Medium	Flash Note
10/12/2021	2,65	Buy	6,00	Medium	Initiation of Coverage

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 formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integral.C.C.m.it](http://www.integral.C.C.m.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 >= 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 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.

#### 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 I.C.C. S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by I.C.C. S.p.A.
- In the IPO phase, it played the role of Global Coordinator.