

UPDATE

EQUITY RESEARCH

International Care Company

ISIM
NTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Digital Healthcare | Italy

Production 07/04/2023, h. 18:30

Published 11/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 4,20

prev. € 5,20

Risk



Medium

Upside potential

149,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,68
Target price	€ 4,20
Upside/(Downside) potential	149,8%
Ticker	ICC IM
Market Cap (€/mln)	€ 7,61
EV (€/mln)	€ 7,16
Free Float	26,29%
Share Outstanding	4,528,408
52-week high	€ 2,03
52-week low	€ 1,44
Average daily volumes (3 months)	1.500

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	5,89	7,00	9,20	11,00
VoP	6,49	7,30	9,50	11,30
EBITDA	(0,34)	0,25	1,70	2,70
EBIT	(1,00)	(0,45)	0,95	1,95
Net Profit	(0,86)	(0,30)	0,85	1,65
EBITDA margin	N.A.	3,6%	18,5%	24,5%
EBIT margin	N.A.	N.A.	10,3%	17,7%
Net Profit margin	N.A.	N.A.	9,2%	15,0%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-4,65%	0,24%	5,79%	-18,64%
to FTSE Italia Growth	-3,49%	0,40%	1,21%	-9,08%
to Euronext STAR Milan	-1,04%	-2,17%	-7,97%	-9,67%
to FTSE All-Share	-1,94%	-7,65%	-22,07%	-28,85%
to EUROSTOXX	-4,55%	-7,02%	-19,72%	-31,32%
to MSCI World Index	-5,57%	-5,06%	-6,78%	-11,27%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N.A.	28,6x	4,2x	2,7x
EV/EBIT	N.A.	N.A.	7,5x	3,7x
P/E	N.A.	N.A.	8,4x	4,3x

FY22A Results

I ricavi 2022 della Società si attestano intorno ad un valore pari a € 5,89 mln, per un valore della produzione di € 6,49 mln, rispetto ai € 5,54 mln del FY21A. L'EBITDA, pari a - € 0,34 mln, è in significativo calo. Il risultato negativo deriva da una serie di fattori, in linea con la serie di lanci e sviluppi di progetti che hanno interessato l'esercizio, che comportano un incremento delle voci di costi per servizi e del personale, in ragione sia delle nuove assunzioni di operatori di Centrale che di altri collaboratori. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,66 mln, si attesta ad un valore negativo di -€ 1,00 mln. Il Net Income è -€ 0,86 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 7,30 mln ed un EBITDA pari a € 0,25 mln, corrispondente ad una marginalità del 3,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 11,30 mln (CAGR 22A-25E: 20,3%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 2,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 24,5%), in crescita rispetto a - € 0,34 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del -5,8%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di I.C.C. sulla base della 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 € 19,0 mln. Il target price è di € 4,20, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	4,80	5,89	7,00	9,20	11,00
Other Revenues	0,74	0,61	0,30	0,30	0,30
Value of Production	5,54	6,49	7,30	9,50	11,30
COGS	0,30	0,45	0,45	0,50	0,55
Services	2,22	3,45	3,50	3,75	4,00
Use of assets owned by others	0,15	0,17	0,20	0,25	0,25
Employees	2,20	2,64	2,75	3,15	3,60
Other Operating Expenses	0,13	0,13	0,15	0,15	0,20
EBITDA	0,54	(0,34)	0,25	1,70	2,70
<i>EBITDA Margin</i>	<i>11,2%</i>	<i>-5,8%</i>	<i>3,6%</i>	<i>18,5%</i>	<i>24,5%</i>
D&A	0,69	0,66	0,70	0,75	0,75
EBIT	(0,15)	(1,00)	(0,45)	0,95	1,95
<i>EBIT Margin</i>	<i>-3,1%</i>	<i>-17,0%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>17,7%</i>
Financial Management	(0,00)	(0,08)	0,00	0,00	0,00
EBT	(0,15)	(1,08)	(0,45)	0,95	1,95
Taxes	(0,06)	(0,21)	(0,15)	0,10	0,30
Net Income	(0,09)	(0,86)	(0,30)	0,85	1,65
BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	4,04	3,80	3,65	3,45	3,25
Account receivable	1,29	1,99	2,00	2,20	2,40
Inventories	0,02	0,09	0,05	0,05	0,05
Account payable	0,47	0,86	1,15	1,30	1,50
Operating Working Capital	0,83	1,22	0,90	0,95	0,95
Other receivable	1,07	1,22	0,90	0,55	0,50
Other payable	0,80	0,70	1,30	1,60	1,80
Net Working Capital	1,11	1,74	0,50	(0,10)	(0,35)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,33	0,40	0,65	0,80	0,95
NET INVESTED CAPITAL	4,82	5,14	3,50	2,55	1,95
Share Capital	4,96	5,16	5,16	5,16	5,16
Reserves	1,20	1,28	0,42	0,12	0,97
Net Income	(0,09)	(0,86)	(0,30)	0,85	1,65
Equity	6,07	5,58	5,28	6,13	7,78
Cash & Cash Equivalent	1,85	0,92	2,18	3,88	6,03
Financial Debt	0,60	0,47	0,40	0,30	0,20
Net Financial Position	(1,25)	(0,45)	(1,78)	(3,58)	(5,83)
SOURCES	4,82	5,14	3,50	2,55	1,95

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	(1,00)	(0,45)	0,95	1,95
Taxes	(0,21)	(0,15)	0,10	0,30
NOPAT	(0,78)	(0,30)	0,85	1,65
D&A	0,66	0,70	0,75	0,75
Change in receivable	(0,70)	(0,01)	(0,20)	(0,20)
Change in inventories	(0,07)	0,04	0,00	0,00
Change in payable	0,38	0,29	0,15	0,20
Change in others	(0,24)	0,91	0,65	0,25
Change in NWC	(0,62)	1,24	0,60	0,25
Change in provisions	0,07	0,25	0,15	0,15
OPERATING CASH FLOW	(0,68)	1,89	2,35	2,80
Capex	(0,41)	(0,55)	(0,55)	(0,55)
FREE CASH FLOW	(1,10)	1,34	1,80	2,25
Financial Management	(0,08)	0,00	0,00	0,00
Change in Debt to Bank	(0,13)	(0,07)	(0,10)	(0,10)
Change in Equity	0,38	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,93)	1,26	1,70	2,15

Source: ICC and Integrae SIM estimates

Company Overview

International Care Company («I.C.C.») nasce nel 2018 tramite il conferimento degli asset dei rami aziendali di Centrale Operativa di assistenza World Wide da parte di FD Service e dei servizi di telemedicina digitale da parte di FD W.OR.L.D. CARE. Queste 2 società sono state successivamente fuse all'interno di FD Holding (già Filo Diretto), importante *player* del mercato assicurativo e assistenza italiano, in cui opera da oltre 30 anni con un marchio riconosciuto a livello internazionale. Grazie al conferimento, I.C.C. diviene fin dalla sua nascita uno dei principali operatori italiani nell'offerta di servizi di assistenza, con particolare focus su servizi di assistenza sanitaria digitale.

La Società è in grado, tramite una moderna, multilingue e polifunzionale Centrale Operativa H24, di gestire più di 70.000 dossier annui grazie all'esperienza trentennale nel settore, il network esteso a livello Italia (10.000 provider) e Mondo (720.000 provider) e la piattaforma proprietaria DOC 24, sviluppata interamente *in-house*. La Società, con sede ad Agrate Brianza (MB), opera a livello internazionale nel mercato dei servizi di assistenza alla persona, anche tramite la propria partecipata International Assistance Group (con sede a Parigi), di cui detiene il 9,53%. La Società è iscritta presso il registro delle PMI Innovative a partire dal 2021.

FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	5,89	(0,34)	-5,8%	(1,00)	(0,86)	(0,45)
FY22E	6,35	0,95	15,0%	0,27	0,16	(1,25)
Change	-7,3%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

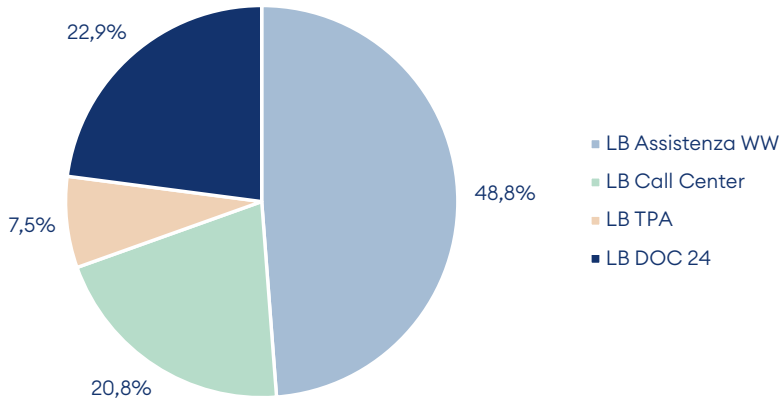
Source: Integrae SIM

Tramite il comunicato stampa del 28 marzo 2023, l'ing. Gualtiero Ventura, Presidente e Amministratore Delegato di International Care Company, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“Il 2022 è stato per noi un anno di grandi sfide ed investimenti: un anno di snodo cruciale per il processo di crescita di questa Società che sono certo contribuirà a consolidare il posizionamento di International Care Company come protagonista dell'innovazione nel settore dei servizi assistenziali e della telemedicina. I risultati di questo esercizio sono il riflesso di una precisa scelta strategica: la volontà di continuare ad investire sia sulla ricerca di soluzioni tecnologiche all'avanguardia che sul miglioramento costante in termini di qualità ed efficienza dei servizi che offriamo ai nostri partner e clienti finali. Questa scelta ha portato ICC ad essere Partner of Choice di moltissimi clienti di rilievo a livello internazionale e siamo certi che, ancorché abbia determinato un risultato non positivo nell'anno appena concluso, darà i risultati attesi consolidandoli nel medio e lungo periodo.”*

I ricavi della Società, nell'esercizio FY22A appena concluso, si attestano intorno ad un valore pari a € 5,89 mln (dato comprensivo della variazione delle rimanenze e degli incrementi di immobilizzazioni per lavori interni), in aumento del 22,5% rispetto al valore di € 4,80 mln del FY21A ma leggermente inferiori rispetto alle nostre stime, pari a € 6,35 mln (-7,3 %). In termini di valore della produzione, il risultato complessivo, dopo altri ricavi per € 0,61 mln, è di € 6,49 mln, rispetto ai € 5,54 mln del FY21A.

L'incremento di ricavi è riconducibile a un incremento generalizzato di tutte le linee di business, in particolare, alla BU Assistenza World Wide (che registra ricavi pari a € 2,72 mln verso i € 1,99 mln del FY22A, in crescita del 36,6%) e alla BU Call Center (la quale si attesta a € 1,15 mln verso i € 0,96 mln del FY22A, in crescita del 20,9%). Le due Business Unit contribuiscono rispettivamente per il 48,8% e per il 20,8% del fatturato complessivo.

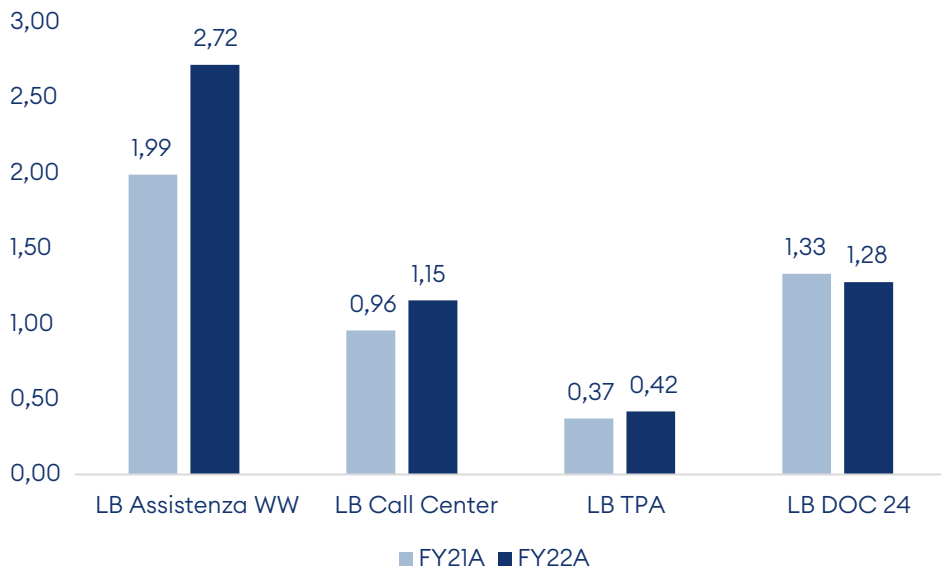
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: International Care Company

Si ricorda che i ricavi della divisione Assistenza World Wide vanno parzialmente “neutralizzati” in quanto in parte relativi alla rifatturazione dei costi esterni, sostenuti dalla Società. Questi ricavi sono direttamente proporzionali al numero dei casi gestiti, al luogo e alla gravità del sinistro, e generano costi di pari importo, non generando nessuna marginalità.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY21A VS FY22A



Source: International Care Company

In miglioramento anche la BU TPA Gestione Sinistri (produttiva del 7,5% del fatturato totale per il FY22A), la quale registra una crescita pari al 12,7%, ottenendo ricavi per FY22A pari a € 0,42 mln, a fronte di ricavi FY21A pari a € 0,37 mln.

In leggera decrescita infine (-4,0%) il fatturato relativo alla BU Digital Health - DOC 24 (produttiva del 22,0% dei ricavi complessivi per il 2022), la quale produce ricavi per € 1,28 mln verso € 1,33 mln dell'FY21A. Si segnala che, DOC 24 ha osservato nel 2021 una posta straordinaria pari a € 0,32 mln di ricavi di competenza dell'esercizio conseguente a degli accordi relativi all'uscita dal capitale di un Socio. Al netto della posta straordinaria i ricavi della BU Digital Health - DOC 24 per il FY21A sarebbero pari a € 1,02 mln e l'incremento di fatturato della divisione tra 2021 e 2022 sarebbe pari al 24,7%.

L'EBITDA, pari a - € 0,34 mln, è in significativo calo sia rispetto al valore positivo del FY21A (€ 0,54 mln) che rispetto ai valori stimati nel nostro precedente report, in cui era atteso un risultato positivo e pari a € 0,95 mln. Il risultato negativo deriva da una serie di fattori rilevanti, in linea con la serie di lanci e sviluppi di progetti che hanno interessato l'esercizio, che comportano un incremento delle voci di costi per servizi e del personale, in ragione sia delle nuove assunzioni di operatori di Centrale che di altri collaboratori.

La marginalità del FY22A è anche impattata dalla posticipazione dell'attivazione di alcuni contratti relativi alla BU Digital Health - DOC 24 e della presentazione del prodotto AIDACARE (relativo al controllo a distanza delle persone anziane e destinato al canale B2C). Questa dinamica comporta che i costi relativi alle iniziative siano stati imputati all'esercizio 2022, senza che vi sia un corrispondente riconoscimento dei ricavi, che saranno invece imputati all'esercizio 2023.

Relativamente alla BU Digital Health - DOC 24, l'attivazione dei contratti in questione (siglati a inizio 2021) era prevista tra marzo e giugno. A causa di tale ritardo e a fronte di significativi costi relativi alle risorse interne (IT, compliance, parte commerciale, centrale operativa) sostenuti durante l'esercizio 2022, l'azienda non ha potuto registrare i ricavi inerenti ai contratti nell'esercizio 2022. Per quanto concerne, invece, il progetto AIDACARE, il lancio, pianificato originariamente per luglio 2022, si è verificato ufficialmente il 13 dicembre.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,66 mln, si attesta ad un valore negativo di -€ 1,00 mln, valore inferiore rispetto alle attese (€ 0,27 mln) e all'esercizio precedente (-€ 0,15 mln). Il Net Income si attesta a pari a -€ 0,86 mln, a fronte dei -€ 0,09 mln del FY21A.

La NFP si attesta su un valore *cash positive* di € 0,45 mln, in peggioramento sia rispetto al valore, già *cash positive* del FY21A (pari a di € 1,25 mln), sia alle nostre ultime stime (pari a € 2,92 mln). Ciò è causato da una diminuzione della cassa pari al 50,3% rispetto all'esercizio precedente (nonostante una contestuale diminuzione del debito finanziario pari al 21,0%). Durante l'esercizio 2022 ICC ha provveduto a finalizzare e rendere operativi alcuni importanti progetti indicati già nella relazione sulla gestione contenuta nel bilancio 2021:

- La nuova release di Digital Health - DOC 24 e l'integrazione di nuovi servizi nella piattaforma allo scopo di migliorare la UX experience;
- Il sito Digital Clinic, inerente alla BU Digital Health - DOC 24 e l'integrazione del nuovo servizio di Check Salute, che, sfruttando una tecnologia innovativa e unica in Italia può misurare i principali parametri vitali attraverso la cam di un PC, senza bisogno di alcun dispositivo medico;
- Il progetto AIDACARE (Assistenza Integrata Dedicata agli Anziani), che abbina la consulenza al caregiver e alla possibilità di fornire assistenza tramite un network capillare di livello nazionale e attraverso l'impiego della domotica.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY25E

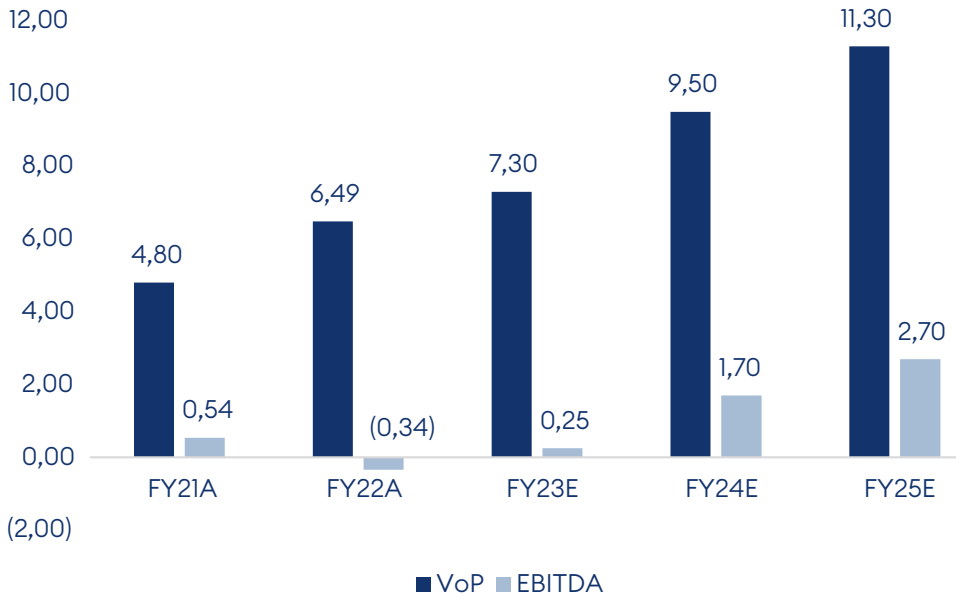
€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
VoP			
New	7,3	9,5	11,3
Old	9,2	10,3	0,0
Change	-20,7%	-7,8%	N.A
EBITDA			
New	0,2	1,7	2,7
Old	2,3	2,7	N.A
Change	-88,9%	-35,9%	N.A
EBITDA %			
New	3,6%	18,5%	24,5%
Old	25,3%	26,5%	N.A
Change	-21,7%	-8,0%	N.A
EBIT			
New	(0,5)	0,9	2,0
Old	1,6	1,9	N.A
Change	-128,7%	-50,4%	N.A
Net Income			
New	(0,3)	0,8	1,7
Old	1,4	1,4	N.A
Change	-122,1%	-39,7%	N.A
NFP			
New	(1,8)	(3,6)	(5,8)
Old	(4,9)	(6,8)	N.A
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

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

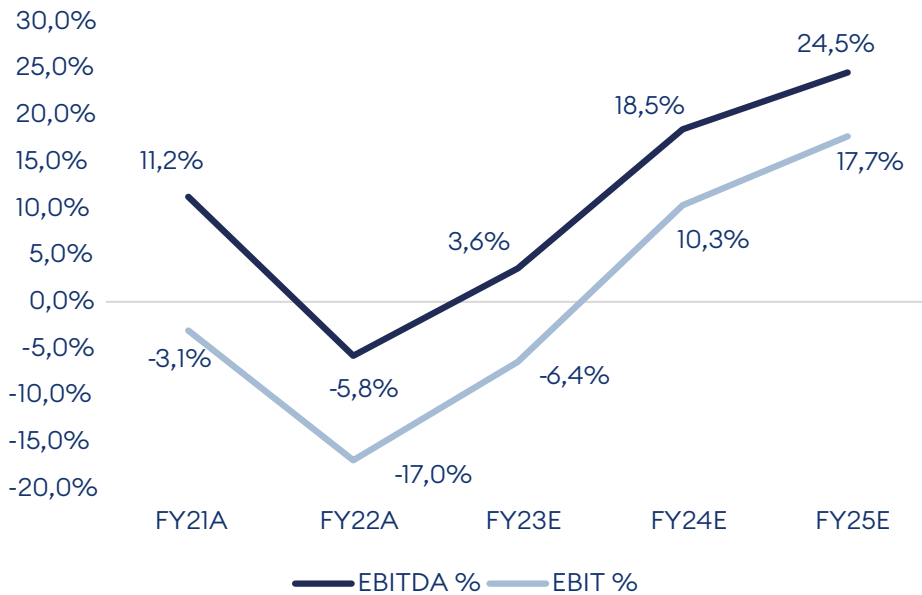
In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 7,30 mln ed un EBITDA pari a € 0,25 mln, corrispondente ad una marginalità del 3,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 11,30 mln (CAGR 22A-25E: 20,3%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 2,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 24,5%), in crescita rispetto a - € 0,34 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del -5,8%).

CHART 3 - VOP AND EBITDA FY21A-25E



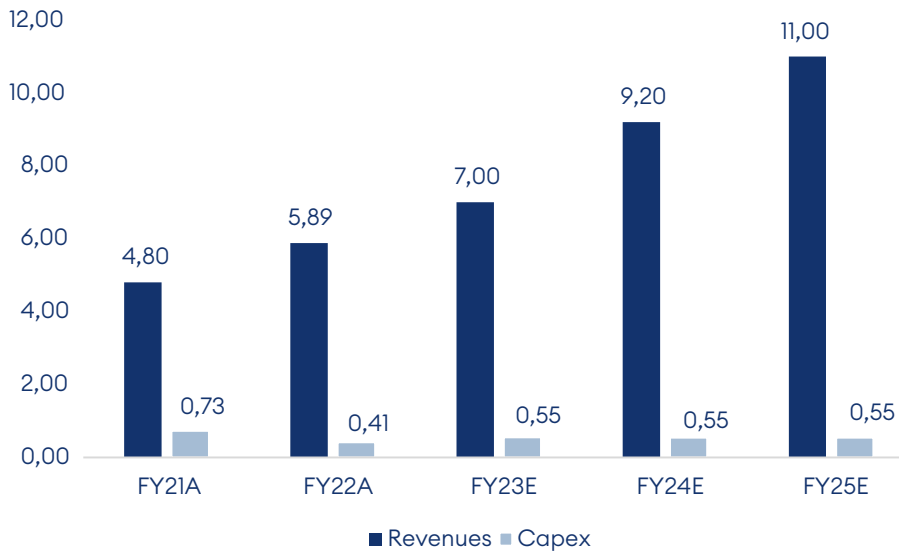
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN FY21A-25E



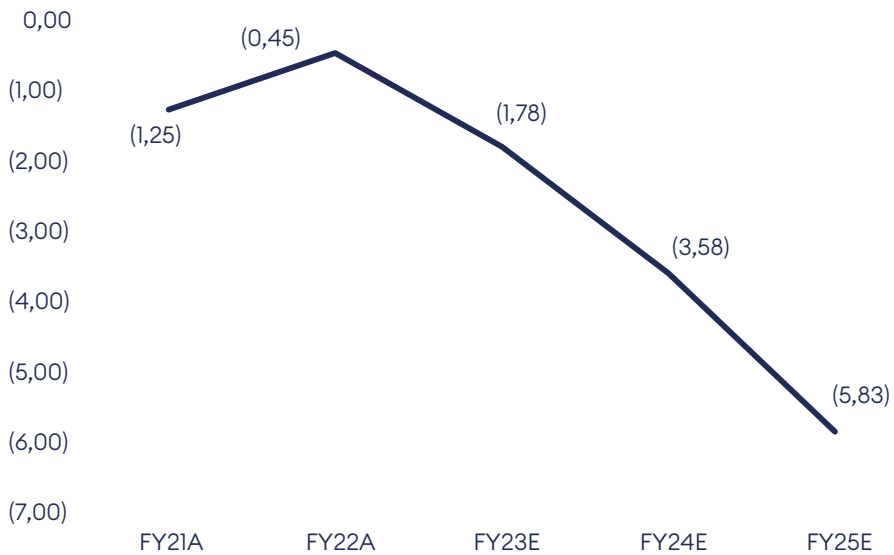
Source: Integrae SIM

CHART 5 - CAPEX FY21A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 6 - NFP FY21A-25E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			14,26%
D/E 11,1%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,5%
K_d 2,0%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,1	K_e 15,7%

Source: *Integrae SIM*

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 14,26%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	5,6	30,0%
TV actualized DCF	12,9	70,0%
Enterprise Value	18,6	100%
NFP	0,4	
Equity Value	19,0	

Source: *Integrae SIM*

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 19,0 mln. Il target price è quindi € 4,20 (prev. € 5,20). Confermiamo rating BUY e MEDIUM risk.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
		12,8%	13,3%	13,8%	14,3%	14,8%	15,3%	15,8%
Growth Rate (g)	2,5%	23,8	22,7	21,6	20,7	19,8	19,0	18,2
	2,0%	23,0	21,9	21,0	20,1	19,3	18,5	17,8
	1,5%	22,2	21,3	20,4	19,5	18,8	18,0	17,4
	1,0%	21,6	20,6	19,8	19,0	18,3	17,6	17,0
	0,5%	20,9	20,1	19,3	18,5	17,9	17,2	16,6
	0,0%	20,4	19,6	18,8	18,1	17,5	16,9	16,3
	-0,5%	19,8	19,1	18,4	17,7	17,1	16,5	16,0

Source: Integrae SIM

TABLE 7 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N.A.	74,3x	10,9x	6,9x
EV/EBIT	N.A.	N.A.	19,5x	9,5x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N.A.	28,6x	4,2x	2,7x
EV/EBIT	N.A.	N.A.	7,5x	3,7x

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 Rivello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
04/04/2022	2,08	Buy	6,00	Medium	Update
10/10/2022	1,59	Buy	5,20	Medium	Update

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

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

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

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 ICC SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by ICC SpA
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.