

<b>I.C.C.</b>	<b>Italy</b>	<b>Euronext Growth Milan</b>	<b>Digital Healthcare</b>
<b>Rating:</b> BUY (unch.)	<b>Target Price:</b> € 6,00 (prev. € 5,77)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,73%	-34,38%	N/A	N/A
to FTSE Italia Growth	-2,45%	-25,05%	N/A	N/A
to Euronext STAR Milan	-1,25%	-19,48%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	-2,43%	-24,85%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	-3,33%	-24,85%	N/A	N/A
to MSCI World Index	-3,58%	-28,70%	N/A	N/A

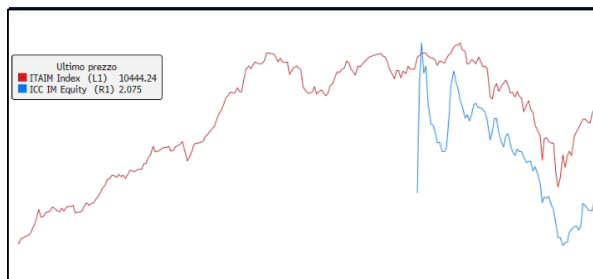
Stock Data	
Price	€ 2,08
Target price	€ 6,00
Upside/(Downside) potential	188,4%
Bloomberg Code	ICC IM Equity
Market Cap (€m)	€ 9,42
EV (€m)	€ 8,17
Free Float	26,29%
Share Outstanding	4.528.408
52-week high	€ 4,20
52-week low	€ 1,59
Average daily volumes (3m)	12.000

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	4,8	6,4	8,9	10,0
VoP	5,5	6,8	9,2	10,3
EBITDA	0,5	0,9	2,3	2,7
EBIT	-0,1	0,3	1,6	1,9
Net Profit	-0,1	0,2	1,4	1,4
EBITDA margin	11,2%	15,0%	25,3%	26,5%
EBIT margin	N.A.	4,2%	17,6%	19,2%
Net Profit margin	N.A.	2,6%	15,3%	14,1%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	15,1	8,6	3,6	3,1
EV/EBIT (x)	N.A.	30,7	5,2	4,3
P/E (x)	N.A.	57,6	6,9	6,7

**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



### FY21A Results

I ricavi della Società, nell'esercizio FY21A appena concluso, si attestano intorno ad un valore pari a € 4,80 mln, in aumento sia rispetto al valore di € 4,52 mln del FY20A (+6,4%) che rispetto alle nostre stime, pari a € 4,25 mln (+13,0%), e sono trainati principalmente dall'ottima performance della divisione Digital Health - DOC24 (28,6% del totale ricavi), considerata strategica per lo sviluppo futuro di I.C.C., che fa registrare una crescita dell'83,3%. L'EBITDA, pari a € 0,54 mln, è in significativa crescita rispetto al valore negativo del FY20A (- € 0,34 mln). Negativo il valore del Net Income, pari a -€ 0,09 mln. La NFP raggiunge invece un valore cash positive di € 1,25 mln, in miglioramento rispetto al valore negativo del FY20A di € 0,14 mln.

### FY22E - FY24E Estimates

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY21A, confermiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo i ricavi FY22E pari a € 6,35 mln ed un EBITDA pari a € 0,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 10,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 27,68%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 2,65 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 26,5%), in crescita rispetto a € 0,54 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 € 27,2 mln. Il target price è di € 6,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
Revenues	4,52	4,80	6,35	8,90	10,00
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>9,20</b>	<b>10,30</b>
COGS	0,17	0,30	0,25	0,30	0,30
Services	2,69	2,22	2,80	3,50	3,80
Use of assets owned by others	0,12	0,15	0,20	0,25	0,25
Employees	1,92	2,20	2,45	2,75	3,15
Other Operating Expenses	0,30	0,13	0,15	0,15	0,15
<b>EBITDA</b>	<b>(0,32)</b>	<b>0,54</b>	<b>0,95</b>	<b>2,25</b>	<b>2,65</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-7,0%</i>	<i>11,2%</i>	<i>15,0%</i>	<i>25,3%</i>	<i>26,5%</i>
D&A	0,62	0,69	0,68	0,68	0,73
<b>EBIT</b>	<b>(0,94)</b>	<b>(0,15)</b>	<b>0,27</b>	<b>1,57</b>	<b>1,92</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>-20,8%</i>	<i>-3,1%</i>	<i>4,2%</i>	<i>17,6%</i>	<i>19,2%</i>
Financial Management	0,11	(0,00)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
<b>EBT</b>	<b>(0,83)</b>	<b>(0,15)</b>	<b>0,26</b>	<b>1,56</b>	<b>1,91</b>
Taxes	(0,05)	(0,06)	0,09	0,20	0,50
<b>Net Income</b>	<b>(0,78)</b>	<b>(0,09)</b>	<b>0,16</b>	<b>1,36</b>	<b>1,41</b>

<b>BALANCE SHEET (€/mIn)</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>4,00</b>	<b>3,65</b>	<b>3,30</b>
Account receivable	1,22	1,29	1,40	2,00	2,25
Inventories	0,01	0,02	0,01	0,01	0,01
Account payable	0,78	0,47	0,95	1,15	1,30
<b>Operating Working Capital</b>	<b>0,45</b>	<b>0,83</b>	<b>0,46</b>	<b>0,86</b>	<b>0,96</b>
Other receivable	0,72	1,07	0,75	0,50	0,55
Other payable	0,91	0,80	1,40	1,70	1,85
<b>Net Working Capital</b>	<b>0,26</b>	<b>1,11</b>	<b>(0,19)</b>	<b>(0,34)</b>	<b>(0,34)</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>3,31</b>	<b>2,66</b>	<b>2,17</b>
Share Capital	6,15	4,96	4,96	4,96	4,96
Reserves	(1,63)	1,20	1,11	1,28	2,63
Net Income	(0,78)	(0,09)	0,16	1,36	1,41
<b>Equity</b>	<b>3,74</b>	<b>6,07</b>	<b>6,23</b>	<b>7,59</b>	<b>9,00</b>
Cash & Cash Equivalent	0,39	1,85	3,42	5,33	7,13
Financial Debt	0,53	0,60	0,50	0,40	0,30
<b>Net Financial Position</b>	<b>0,14</b>	<b>(1,25)</b>	<b>(2,92)</b>	<b>(4,93)</b>	<b>(6,83)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>3,88</b>	<b>4,82</b>	<b>3,31</b>	<b>2,66</b>	<b>2,17</b>

<b>CASH FLOW (€/mIn)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
EBIT	(0,94)	(0,15)	0,27	1,57	1,92
Taxes	(0,05)	(0,06)	0,09	0,20	0,50
<b>NOPAT</b>	<b>(0,89)</b>	<b>(0,09)</b>	<b>0,17</b>	<b>1,37</b>	<b>1,42</b>
D&A	0,62	0,69	0,68	0,68	0,73
Change in receivable	0,52	(0,08)	(0,11)	(0,60)	(0,25)
Change in inventories	0,00	(0,00)	0,00	0,00	0,00
Change in payable	(0,83)	(0,31)	0,48	0,20	0,15
Change in others	(0,49)	(0,47)	0,93	0,55	0,10
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,80)</i>	<i>(0,85)</i>	<i>1,30</i>	<i>0,15</i>	<i>0,00</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>2,33</b>	<b>2,35</b>	<b>2,30</b>
Capex	(0,14)	(0,73)	(0,64)	(0,33)	(0,39)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(1,24)</b>	<b>(1,03)</b>	<b>1,68</b>	<b>2,02</b>	<b>1,91</b>
Financial Management	0,11	(0,00)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
Change in Debt to Bank	0,53	0,07	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in Equity	(0,00)	2,42	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(0,59)</b>	<b>1,46</b>	<b>1,57</b>	<b>1,91</b>	<b>1,80</b>

Source: Integrae SIM estimates

## 1.1 FY21A Results

**Table 2 – FY21A vs FY21E**

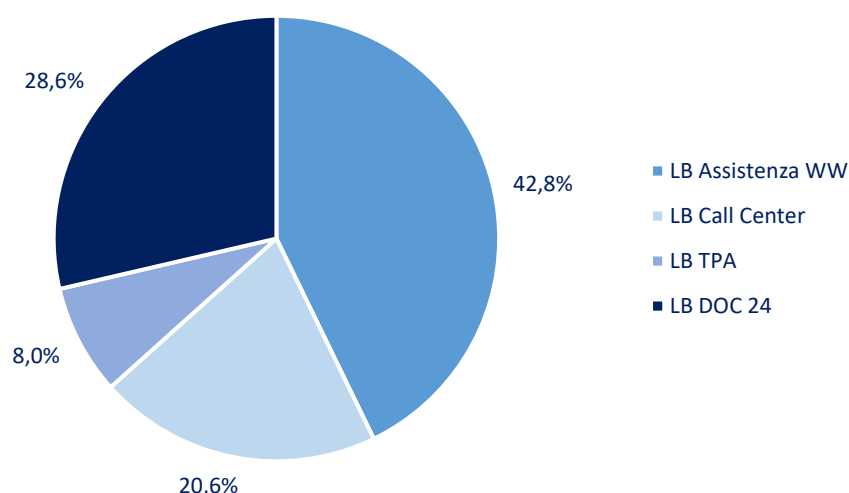
€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY21A	4,80	0,54	11,2%	-0,15	-0,09	(1,2)
FY21E	4,25	-0,15	-3,6%	-0,76	-0,77	(1,6)
Change	13,0%	N.A	14,8%	80,5%	-87,9%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, l'ing. Gualtiero Ventura, Presidente e Amministratore Delegato di International Care Company, commentando i risultati semestrali, dichiara che: " Il 2021 è stato un anno di grande importanza e altrettante soddisfazioni per la Società, culminato nel processo di quotazione su Euronext Growth Milan l'8 dicembre 2021. Per noi non si tratta di un traguardo, ma di una prima tappa fondamentale che proietta International Care Company in un futuro da pioniere e protagonista dell'innovazione nel settore dei servizi assistenziali e della telemedicina. La Società ha saputo reagire con tempestività ed efficacia alle trasformazioni e ai nuovi paradigmi che si sono imposti nell'ultimo triennio e le performance raggiunte nel corso dell'anno ne sono la perfetta testimonianza. L'accesso al mercato dei capitali rappresenta poi un enorme punto di svolta nel nostro percorso di crescita e ci permette di guardare con estremo ottimismo al futuro di International Care Company. I miei ringraziamenti vanno a tutta la squadra ICC e ad ogni singolo dipendente della nostra Centrale Operativa: il loro impegno, la loro professionalità e la loro passione sono i perfetti ingredienti di una ricetta di successo, che ci permette di presentare risultati di cui sono estremamente fiero."

I ricavi della Società, nell'esercizio FY21A appena concluso, si attestano intorno ad un valore pari a € 4,80 mln, in aumento sia rispetto al valore di € 4,52 mln del FY20A (+6,4%) che rispetto alle nostre stime, pari a € 4,25 mln (+13,0%). In termini di valore della produzione, il risultato complessivo, dopo altri ricavi per € 0,74 mln, è di €5,54 mln, rispetto ai € 4,87 mln del FY20A.

**Chart 1 – Revenues Breakdown by BU**

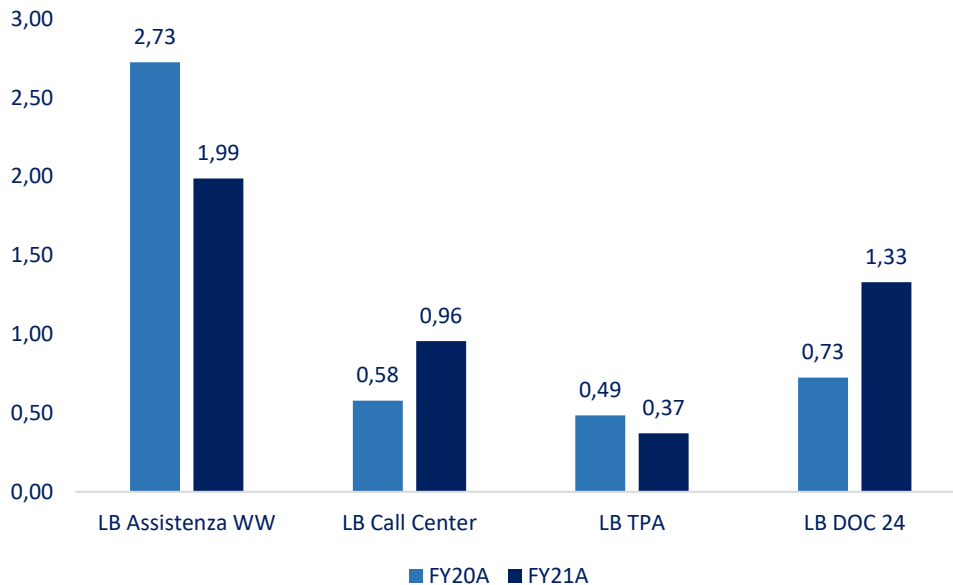


Source: Integrae SIM

I ricavi generati sono riconducibili, in gran parte, alla Business Unit Assistenza *World Wide*, riguardante i servizi di assistenza nazionale e internazionale alla clientela in situazioni di emergenza in particolare per l'assistenza dei viaggiatori all'estero.

La divisione ha contribuito al fatturato complessivo per il 42,8%, ma essendo l'attività strettamente legata alla rifatturazione dei costi, sostenuti dalla Società per gestire l'assistenza dei clienti in Italia e all'estero, questi ricavi sono direttamente proporzionali al numero dei casi gestiti, al luogo e alla gravità del sinistro, e generano costi di pari importo, non garantendo nessuna marginalità. Inoltre, anche a causa delle restrizioni agli spostamenti imposte in tutto il mondo per gestire la pandemia da Covid-19, i dossier gestiti si sono concentrati maggiormente in Europa e meno in altri continenti, con una media di costo inferiore rispetto ai dossier gestiti negli USA o in Asia.

**Chart 2 – Revenues Breakdown by BU FY21A vs FY20A**



Source: Integrae SIM

In valore assoluto, come mostrato nel grafico, i ricavi di questa BU, rispetto all'esercizio precedente, sono in riduzione del 27,1%, (da € 2,73 mln del FY20A a € 1,99 mln del FY21A). Escludendo l'effetto dei ricavi da rifatturazione, i ricavi della BU Assistenza sono pari a € 0,76 mln nel FY21A rispetto al valore pari a € 0,90 mln FY20A, per una differenza tra i due anni che si riduce ad una variazione del 15,6%.

Per quanto riguarda le altre Business Unit, si segnala l'ottima performance della divisione *Digital Health* - DOC24 (28,6% del totale ricavi), considerata strategica per lo sviluppo futuro di I.C.C, che fa registrare una crescita dell'83,3% passando da un valore di € 0,73 mln del FY20A al valore pari a € 1,33 mln dell'esercizio appena concluso. Come previsto in fase di IPO, la Società si è concentrata sullo sviluppo di questa BU aumentando la presenza nel mercato e offrendo nuovi servizi anche in collaborazione con diversi operatori del settore, cercando di anticipare i trend di mercato favoriti dalle politiche di intervento del PNRR che prevede, infatti, interventi statali per circa € 4,5 mld nell'assistenza di prossimità telemedicina e nell'innovazione, ricerca e digitalizzazione dell'assistenza sanitaria.

In crescita anche la BU Call Center (20,6% del totale ricavi), che passa da € 0,58 mln a € 0,96 mln (+65,2%), mentre la BU TPA - Gestione Sinistri conto terzi (8,0% del totale ricavi) registra una lieve contrazione (-23,6%) attestandosi ad un valore pari a € 0,37 mln vs € 0,49 mln del FY20A.

L'EBITDA, pari a € 0,54 mln, è in significativa crescita sia rispetto al valore negativo del FY20A (- € 0,34 mln) che rispetto ai valori stimati nel nostro precedente report, in cui era atteso un risultato pari a - € 0,15 mln. Il risultato è trainato dal maggior volume di ricavi generati (+26,9%, al netto dei ricavi da rifatturazione) oltre a tenere conto di un effetto straordinario dovuto ad un'attività che ha compreso la rendicontazione di costi di ricerca e sviluppo antecedenti al 31/12/2015, prima del conferimento degli asset dei rami aziendali di Centrale Operativa di Assistenza WW da parte di F.D. Service e dei servizi di telemedicina digitale di FD W.OR.L.D. Care che hanno dato vita alla Società. L'EBITDA *margin*, di conseguenza, è anch'esso positivo pari all'11,2%.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,69 mln, si attesta ad un valore negativo di -€ 0,15 mln, comunque in crescita rispetto alle attese (-€ 0,76 mln) e all'esercizio precedente (-€ 0,94 mln). Negativo anche il Net Income, pari a - € 0,09 mln.

La NFP raggiunge invece un valore *cash positive* di € 1,25 mln, in miglioramento rispetto al valore negativo del FY20A di € 0,14 mln.

## 1.2 FY22E – FY24E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY24E**

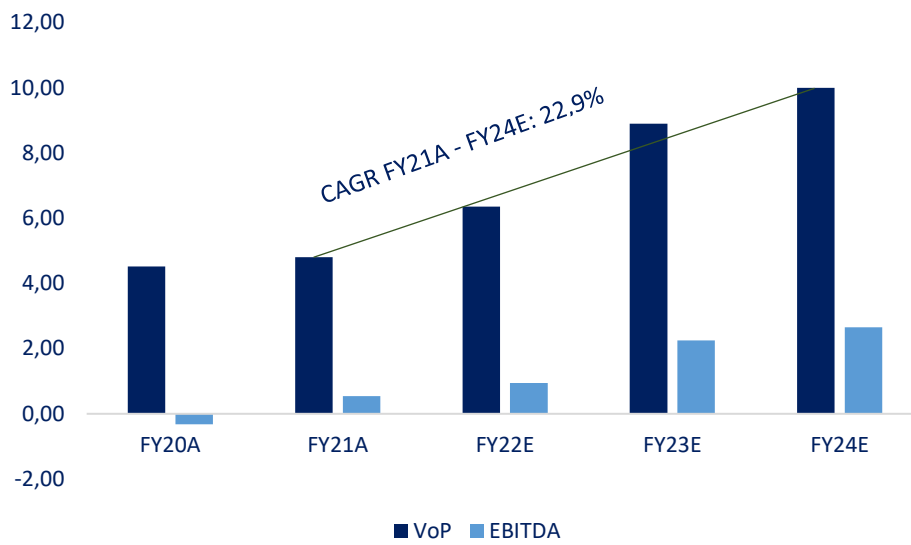
€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Revenues</b>			
New	<b>6,4</b>	<b>8,9</b>	<b>10,0</b>
Old	6,4	8,9	10,0
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>			
New	<b>0,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>
Old	0,9	2,3	2,7
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>15,0%</b>	<b>25,3%</b>	<b>26,5%</b>
Old	15,0%	25,3%	26,5%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>			
New	<b>0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
Old	0,3	1,6	1,9
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Net Income</b>			
New	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
Old	0,2	1,4	1,4
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>NFP</b>			
New	<b>(2,9)</b>	<b>(4,9)</b>	<b>(6,8)</b>
Old	(2,0)	(4,1)	(6,0)
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY21A, confermiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

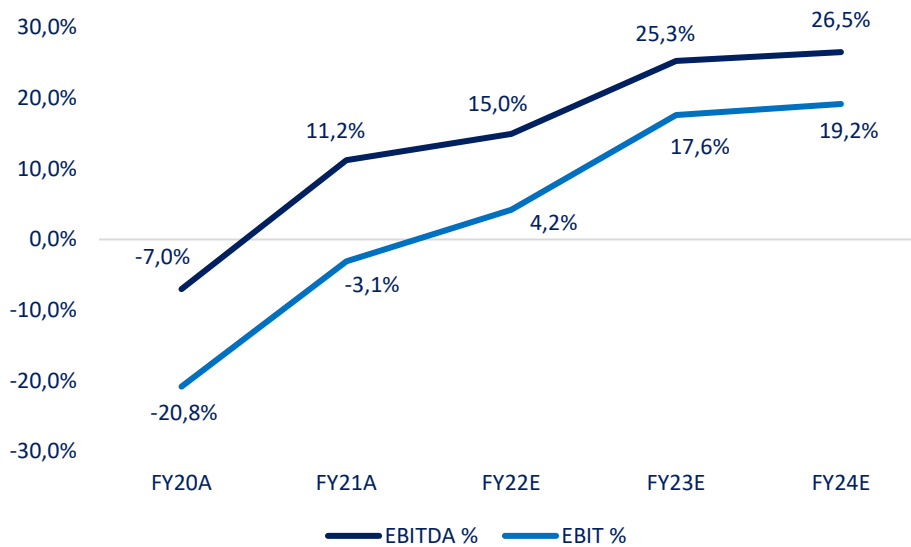
In particolare, stimiamo i ricavi FY22E pari a € 6,35 mln ed un EBITDA pari a € 0,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 10,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 27,68%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 2,65 mln (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 26,5%), in crescita rispetto a € 0,54 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 11,2%).

**Chart 3 – Value of Production and EBITDA FY20A - FY24E**



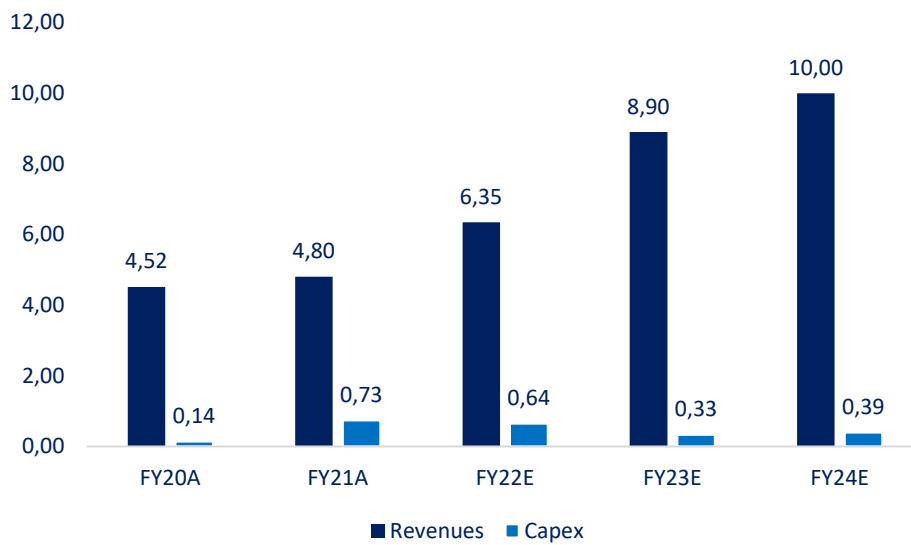
Source: Integrae SIM

**Chart 4 – Margin FY20A - FY24E**



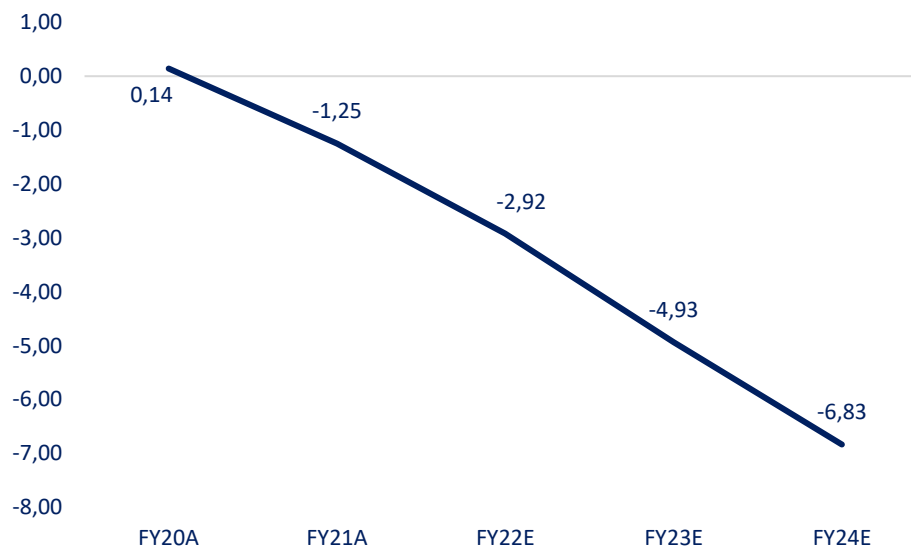
Source: Integrae SIM

**Chart 5 – Capex FY20A - FY24E**



Source: Integrae SIM

**Chart 6 – NFP FY20A - 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**

WACC		8,89%
Risk Free Rate	0,80% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	1,1
Ke	9,80% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC pari a 8,89%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		27,2
FCFO actualized	6,4	25%
TV actualized DCF	19,6	75%
<b>Enterprise Value</b>	<b>25,9</b>	<b>100%</b>
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 € 27,2 mln. Il *target price* è quindi di € 6,00 (prev. € 5,77). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

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

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
2,5%		41,0	37,3	34,3	31,8	29,6	27,7	26,0
2,0%		37,9	34,8	32,2	30,0	28,1	26,4	24,9
1,5%		35,4	32,7	30,5	28,5	26,8	25,3	23,9
1,0%		33,2	30,9	28,9	27,2	25,6	24,3	23,1
0,5%		31,4	29,3	27,6	26,0	24,6	23,4	22,3
0,0%		29,8	28,0	26,4	25,0	23,7	22,6	21,6
-0,5%		28,4	26,8	25,3	24,0	22,9	21,8	20,9

Source: Integrae SIM

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

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	27,3x	11,5x	9,8x
EV/EBIT	97,4x	16,6x	13,5x

Source: Integrae SIM

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

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	8,6x	3,6x	3,1x
EV/EBIT	30,7x	5,2x	4,3x

Source: Integrae SIM

## Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

### 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 Journalists guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are 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
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.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 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 the International Care Company SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by International Care Company SpA;
- In the IPO phase, it played the role of global coordinator.