

<b>ASSITECA</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Insurance</i>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: Euro 3,0</b>	<b>Initiation of coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-13,93%	-12,02%	-12,13%	-14,37%
to FTSE AIM Italia	-2,26%	-11,96%	-17,90%	-24,14%
to FTSE STAR Italia	-1,59%	-4,66%	-10,88%	-17,05%
to FTSE All-Share	-2,64%	-9,01%	-12,72%	-15,31%
to EUROSTOXX	-3,35%	-10,54%	-15,84%	-18,93%
to MSCI World Index	-4,06%	-9,09%	-17,69%	-28,99%

#### Stock Data

Price	€ 2,10
Target price	€ 3,00
Upside/(Downside) potential	43%
Bloomberg Code	ASSI IM EQUITY
Market Cap (€m)	69
EV (€m)	94
Free Float	21,40%
Share Outstanding	32.673.353
52-week high	€ 3,10
52-week low	€ 2,06
Average daily volumes (3m)	3.800

Key Financials (€m)	2017A	2018A	2019E	2020E
Gross Sales	67,4	70,4	73,6	76,9
EBITDA	9,9	10,8	11,9	13,0
EBIT	8,7	9,6	10,6	11,7
Net Profit	4,6	5,4	5,9	6,7
EPS (€)	0,14	0,16	0,18	0,20
EBITDA margin	14,7%	15,4%	16,1%	16,9%
EBIT margin	13,0%	13,7%	14,5%	15,2%

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA (x)	9,5	8,7	7,9	7,2
EV/EBIT (x)	10,8	9,8	8,8	8,0
P/E (x)	14,8	12,8	11,7	10,3

**Antonio Tognoli**

+39 02 87208 703

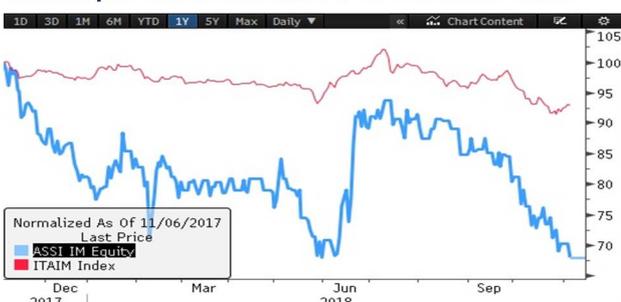
antonio.tognoli@integraesim.it

**Mattia Petracca**

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### Company overview

Assiteca è il maggior broker assicurativo italiano indipendente (il 3° in assoluto dopo le multinazionali AON e Marsh). Assiteca si rivolge ad aziende medie e piccole, ed è focalizzata sui rami danni (e solo marginalmente sul ramo RC auto). Assiteca nasce nel 1982 svolgendo da subito il ruolo di aggregatore di realtà italiane minori, sviluppandosi parallelamente anche per crescita interna. Oggi Assiteca vanta un portafoglio clienti di oltre 3.900 aziende, €680 mln di premi intermediati, 30.000 sinistri gestiti annualmente, 20 sedi in Italia e oltre 100 presenze nel mondo.

#### Risultati al 30 giugno 2018

I risultati consolidati del bilancio al 30/6/18 sono in miglioramento rispetto a quello scorso anno. I ricavi lordi pari crescono del 4% YoY a €67,4 mln, l' Ebitda è in aumento del 10,3% YoY a €9,9 mln, mentre l'utile netto cresce del 29,4% YoY a €4,6 mln. La crescita dei ricavi è stata conseguita per linee interne attraverso il potenziamento delle attività di sviluppo commerciale e all'ampliamento dell'offerta di nuovi servizi di consulenza che integrano e completano la tradizionale attività di brokeraggio assicurativo.

#### Valuation Update

**Rating BUY, target price €3,0 per azione, risk medium.** Abbiamo condotto la valutazione del Gruppo Assiteca attraverso il DCF e la metodologia dei multipli. L'equity value calcolato con il DCF porta ad un valore di €98,8 mln million (WACC 8,1%). Tale valore tiene conto di un premio per il rischio addizionale del 2,5%. La valutazione tramite i multipli, porta ad una valutazione di €122,5 mln, alla quale abbiamo applicato uno sconto del 20% per tenere conto della minore capitalizzazione rispetto ai comparables presi a campione, raggiungendo un valore di €98 mln.

## Summary

1. Company Overview .....	3
1.1 L'attività .....	3
1.2 Il modello di business .....	4
2. I dati storici e le stime .....	6
2.1 I risultati dell'esercizio al 30 giugno 2018.....	6
2.2 Le stime per il 2018-21F.....	7
3. I financials.....	8
4. La valutazione .....	9
4.1 I modelli adottati .....	9
4.2 Il modello DCF .....	9
4.3 I multipli .....	10

## 1. Company Overview

### 1.1 L'attività

Assiteca è il maggior broker assicurativo italiano indipendente (il 3° in assoluto dopo le multinazionali AON, Marsh). Assiteca si rivolge alle aziende medie e piccole, ed è focalizzata sui rami danni (e solo marginalmente sul ramo RC auto).

Assiteca nasce nel 1982 svolgendo da subito il ruolo di aggregatore di realtà italiane minori, sviluppandosi parallelamente anche per crescita interna. Oggi Assiteca vanta un portafoglio clienti di oltre 3.900 aziende, €680 mln di premi intermediati, 30.000 sinistri gestiti annualmente, 20 sedi in Italia e oltre 100 presenze nel mondo.

Oltre alla capogruppo, l'attività è svolta attraverso altre società direttamente o indirettamente controllate, che costituiscono il "gruppo Assiteca". Lo svolgimento dell'attività è garantito da oltre 577 tra dipendenti e collaboratori con un livello di fidelizzazione piuttosto alto. Assiteca si relaziona con le compagnie di assicurazione per conto e nell'interesse del proprio cliente con lo scopo di reperire sul mercato le migliori soluzioni assicurative rispondenti alle esigenze del cliente stesso. Il rapporto di brokeraggio è un rapporto fiduciario, che si basa sulle relazioni e sulla presenza del broker sul mercato assicurativo da lungo tempo. L'intervento del broker si esplicita su una singola esigenza assicurativa su base «spot», oppure sui bisogni globali dell'azienda cliente. Nel qual caso si redige un vero e proprio «progetto assicurativo».

L'attività del broker assicurativo consiste:

- nel valutare il rischio assicurabile e predisporre, nell'interesse del cliente, le migliori soluzioni da sottoporre alle compagnie assicurative. Successivamente il broker assicurativo gestisce le polizze (negoiazione, disdetta, eventuale sinistro);
- nel percepire in modo trasparente una commissione dalle compagnie (trattenuta dal premio versato dal cliente). La prestazione per il cliente è gratuita;
- al pari delle compagnie assicurative, la sua attività è vigilata dall'IVASS.

## 1.2 Il modello di business

Assiteca si relaziona con le compagnie di assicurazione per conto e nell'interesse del proprio cliente con lo scopo di reperire sul mercato le migliori soluzioni assicurative rispondenti alle esigenze del cliente stesso.

Assiteca possiede forza contrattuale nei confronti delle compagnie che gli permette di ottenere soluzioni assicurative più convenienti a parità di rischio da assicurare. Il rapporto di brokeraggio è un rapporto fiduciario, che si basa sulle relazioni e sulla presenza del broker sul mercato assicurativo da lungo tempo. L'intervento del broker si esplicita su una singola esigenza assicurativa su base «spot», oppure sui bisogni globali dell'azienda cliente. Nel qual caso si redige un vero e proprio «progetto assicurativo».

**Fig. 1 – Il modello di business**



Fonte: Assiteca

Il modello di business di Assiteca presenta le seguenti caratteristiche:

- il cliente è la tipica media impresa italiana;
- l'attività di accumulo e prevedibilità dei risultati (contratti rinnovati annualmente);
- l'alto tasso di fedeltà dei clienti;
- notevoli economie di scala;
- mercato dei molto frammentato e trend di aggregazione tuttora in corso (tutte le maggiori società di brokeraggio sono cresciute attraverso acquisizioni).

Allo scopo di migliorare la propria offerta assicurativa, Assiteca aggiorna continuamente il progetto assicurativo in relazione all'evoluzione della realtà aziendale del cliente e all'emergere di nuove aree di rischio, dovute, ad esempio, a variazioni legislative o a nuove tecnologie, spesso anticipandone i bisogni.

Con questo scopo il personale di Assiteca svolge le seguenti attività:

- Visite programmate agli insediamenti produttivi, con stesura di rapporti tecnici ai fini della previsione, prevenzione e copertura dei rischi;
- promuove l'analisi di nuove necessità assicurative emergenti;
- valuta le conseguenze assicurative in seguito a cambiamenti nel quadro legislativo;
- Individuazione di variazioni rispetto all'originale analisi dei rischi;
- Studio delle statistiche di danno, per determinare cause, frequenza e valore dei sinistri, per migliorare la prevenzione dei rischi e verificare possibilità e convenienza di autoritenzione di parte o totalità del rischio;
- controllo del budget assicurativo.

**Fig. 2 – Il modello di offerta assicurativa**



Fonte: Assiteca

Il progetto assicurativo si traduce in un piano di intervento organizzato per priorità ben definite. Esso si traduce in 2 modalità di gestione: la gestione delle polizze e la gestione dei sinistri. La gestione delle polizze comprende le seguenti attività:

- formazione del personale aziendale addetto;
- gestione delle scadenze;
- gestione di strumenti per la sicurezza delle coperture assicurative (scadenziari, modulistica ecc.) e per la stesura dei budget di spesa;
- rinnovo dei contratti e analisi di situazioni assicurative emergenti.

La gestione dei sinistri che si svolge secondo le seguenti modalità:

- consegna al cliente di un manuale delle procedure da seguire in caso di sinistro;
- presenza del responsabile sinistri presso il cliente, per concordare la migliore impostazione della denuncia e verificare la sua compatibilità con quanto garantito;
- acquisizione dei documenti da trasmettere al perito incaricato e quantificazione del danno;
- consulenza di un legale di fiducia specializzato;
- definizione del danno e perfezionamento dei relativi atti;
- indicazione periodica del numero e dello stato di avanzamento delle pratiche di liquidazione e risarcimento dei danni.

## 2. I dati storici e le stime

### 2.1 I risultati dell'esercizio al 30 giugno 2018

I risultati consolidati al 30 giugno 2018 sono in miglioramento rispetto a quelli del 30 giugno 2017: i ricavi lordi pari crescono del 4% YoY a €67,4 milioni, L'Ebitda è in aumento del 10,3% YoY a €9,9 mln, mentre l'utile netto cresce del 29,4% YoY a €4,6 mln.

**Fig. 3 – Il risultati del 30 giugno 2018 vs il 30 giugno 2017**

P&L (Dati in €/000)	30/06/2018	30/06/2017	Diff. %
Ricavi Lordi	67363	64783	4,0%
Ricavi Netti	60405	57045	5,9%
Ebitda	9885	8965	10,3%
<i>Ebitda margin</i>	14,7%	13,8%	
Ebit	8737	7785	12,2%
<i>Ebit margin</i>	13,0%	12,0%	
Utile netto	4632	3580	29,4%

Fonte: Assiteca

Diverse sono le motivazioni delle buone performance, ma soprattutto della crescita degli ultimi cinque anni, pari al 30%, in netta controtendenza rispetto all'andamento del settore. La crescita dei ricavi è stata conseguita per linee interne attraverso il potenziamento delle attività di sviluppo commerciale volte al rafforzamento del portafoglio clienti e all'ampliamento dell'offerta, attraverso la controllata Assiteca Consulting S.r.l., di nuovi servizi di consulenza che integrano e completano la tradizionale attività di brokeraggio assicurativo.

Rilevante è stato anche l'apporto ai della controllata Assiteca Agricoltura S.r.l. che ha registrato ricavi in crescita di oltre il 30% YoY e pari a €4,25 mln, grazie soprattutto all'aumento dei valori assicurati (circa 16%) conseguito grazie a un'azione commerciale più incisiva e allo sviluppo di nuove collaborazioni con altri intermediari.

Importante ai fini della crescita futura, la crescita per linee esterne. Nel mese di marzo 2018, Assiteca ha firmato un accordo preliminare per l'acquisto del 100% del capitale azionario di Assidea S.r.l. (cfr. comunicato stampa del 19.03.2018), broker assicurativo fondato nel 1992 attivo nell'offerta di servizi rivolti sia alla Pubblica Amministrazione, sia al segmento "Corporate", con sedi a Bari, Campobasso, Pescara e Savona. L'operazione è in fase di definizione contrattuale e si ritiene possa essere perfezionata a inizio 2019. Il prezzo di acquisto, in caso di chiusura positiva, sarà soggetto a un meccanismo di aggiustamento che opererà per un periodo di osservazione di 3 anni;

La posizione finanziaria netta, inclusi i debiti per acquisizioni migliora di €3,4 mln rispetto al giugno 2017 e risulta pari a €23,7 mln (€27,1 mln al 30 giugno 2017). La variazione è stata interamente generata dal cash flow operativo della società, non essendo influenzata da operazioni di natura straordinaria. La PFN risulta pari a 0,94x l'equity (1.20x al 30 giugno 2017) e 2,4x volte l'EBITDA (3x al 30 giugno 2017).

Positiva anche la ricomposizione del debito, la cui parte a breve diminuisce al 37% (51% al 30 giugno 2017).

Il CdA proporrà alla prossima assemblea degli azionisti la distribuzione di un dividendo, pari a €0,07 per azione, in crescita del 40% all'esercizio precedente.

## 2.2 Le stime per il 2018-21F

Le nostre stime prevedono una crescita interna del 4,5% YoY, derivante sia dall'ulteriore sviluppo di Assiteca Consulting sia da ulteriori prodotti che verranno offerti alla clientela. Non escludiamo possibili acquisizioni, di società con prodotti e/o servizi che completino quelli già offerti. Le acquisizioni consentono infatti una serie di vantaggi, quali l'ottenimento di portafogli clienti stabili, la possibilità di effettuare cross-selling e inevitabili economie di scala.

In Spagna nel corso degli ultimi due anni il management di Assiteca ha lavorato all'integrazione delle filiali e si presenta ora al mercato con una offerta di prodotti concorrenziale. Sul mercato spagnolo sono presenti diverse opportunità di aggregazioni sia in Catalogna che nella regione di Madrid.

A partire dal mercato spagnolo si possono aprire delle opportunità di acquisizione interessanti nell'America Latina (in particolare Cile e Messico).

Con questo scenario riteniamo che i principali driver di crescita dei ricavi possano essere:

- ipotesi di trascinamento positivo dell'1% annuo generato dalla ripresa economica;
- ipotesi di churn rate del -1% circa l'anno;
- provvigioni passive allineate alla crescita delle provvigioni attive;
- definizione puntuale delle «teste» in organico e dei relativi costi per ogni società tenendo conto degli incrementi necessari a soddisfare l'incremento del business;

### 3. I financials

<b>P&amp;L (dati in € mln)</b>	<b>30.6.17A</b>	<b>30.6.18A</b>	<b>30.6.19F</b>	<b>30.6.20F</b>	<b>30.6.21F</b>
Ricavi lordi	64,8	67,4	70,4	73,6	76,9
Provvigioni passive	-7,7	-7,0	-6,9	-6,8	-6,8
Ricavi netti	57,0	60,4	63,5	66,7	70,1
Costi operativi	-48,1	-50,5	-52,7	-54,9	-57,1
<b>EBITDA</b>	<b>9,0</b>	<b>9,9</b>	<b>10,8</b>	<b>11,9</b>	<b>13,0</b>
<i>Ebitda margin</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,4%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,9%</i>
Ammortamenti	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3
<b>EBIT</b>	<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>9,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,7</b>
<i>Ebit margin</i>	<i>12,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,5%</i>	<i>15,2%</i>
Gestione finanziaria	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,0
Risultati straordinari	-0,8	-0,5	0,0	0,0	0,0
<b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>	<b>6,1</b>	<b>7,3</b>	<b>8,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,7</b>
Utile di terzi	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6
Imposte	-2,4	-2,4	-2,7	-3,0	-3,4
<b>UTILE NETTO</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,7</b>

<b>A&amp;L (dati in € mln)</b>	<b>30.6.17A</b>	<b>30.6.18A</b>	<b>30.6.19F</b>	<b>30.6.20F</b>	<b>30.6.21F</b>
Attività immateriali	39,2	39,6	42,7	46,0	49,4
Attività materiali	2,0	2,1	2,2	2,4	2,4
Attività finanziarie	2,6	3,2	3,4	4,0	4,2
Crediti tributari	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Imposte anticipate	1,1	1,6	1,9	2,1	2,3
<b>Totale attivo fisso</b>	<b>45,5</b>	<b>47,1</b>	<b>50,8</b>	<b>55,0</b>	<b>58,9</b>
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>14,3</b>	<b>13,8</b>	<b>12,9</b>	<b>12,0</b>	<b>11,8</b>
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>59,8</b>	<b>60,9</b>	<b>63,7</b>	<b>67,0</b>	<b>70,7</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>22,1</b>	<b>24,5</b>	<b>28,2</b>	<b>32,5</b>	<b>37,5</b>
Patrimonio netto di terzi	0,2	0,6	0,7	0,7	0,8
T.F.R.	10,3	12,1	12,6	12,9	13,0
<b>Debiti finanziari netti</b>	<b>27,1</b>	<b>23,7</b>	<b>22,2</b>	<b>20,9</b>	<b>19,4</b>
<b>COPERTURE</b>	<b>59,8</b>	<b>60,9</b>	<b>63,7</b>	<b>67,0</b>	<b>70,7</b>

<b>Cash Flow (dati in € mln)</b>	<b>30.6.17A</b>	<b>30.6.18A</b>	<b>30.6.19F</b>	<b>30.6.20F</b>	<b>30.6.21F</b>
PFN iniziale	22,5	27,1	23,7	22,2	20,9
Utile netto	3,6	5,0	5,8	6,4	7,3
Utile di terzi	0,1	0,3	0,5	0,6	0,6
Variazione fondi	0,6	1,8	-0,5	-0,3	-0,1
Ammortamenti imm.ni materiali	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3
Variazione capitale circolante netto	3,5	2,3	0,9	0,9	0,2
Altro	9,9	-9,8	-5,6	-6,3	-7,2
<b>CASH FLOW DELLA GESTIONE CORRENTE</b>	<b>18,9</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>
Capex	-12,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,0
- dividendi	-1,0	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
- oneri finanziari	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,0
<b>CASH FLOW DA ATTIVITA' INVESTIMENTO</b>	<b>-14,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,6</b>
<b>CASH FLOW DELL'ESERCIZIO</b>	<b>4,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,5</b>
<b>PFN finale</b>	<b>27,1</b>	<b>23,7</b>	<b>22,2</b>	<b>20,9</b>	<b>19,4</b>

Fonte: Assiteca e stime Integrae SIM

## 4. La valutazione

### 4.1 I modelli adottati

Abbiamo condotto la valutazione di Assiteca sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

### 4.2 Il modello DCF

Di seguito i dati di input:

**Fig. 4 – I dati di input**

<b>Wacc calculation</b>	
Risk Free Rate	2,00%
Market Premium	7,27%
Beta Unlevered	0,64
Tax Rate (Ires + IRAP)	28,82%
D/E (average)	65,86%
Beta Relevered	0,94
Alfa (specific risk)	2,50%
Ke	11,33%
Kd	4,50%
<b>Wacc</b>	<b>8,11%</b>

Fonte: Stime Integrae SIM

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC dell'8,11%.

**Fig. 5 – I dati di output**

<b>Cash Flow</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>TV</b>
<b>EBIT</b>	<b>9.637</b>	<b>10.647</b>	<b>11.707</b>	<b>12.292</b>	
Operating Taxes	-2.777	-3.068	-3.374	-3.543	
<b>NOPLAT</b>	<b>6.860</b>	<b>7.579</b>	<b>8.333</b>	<b>8.749</b>	
Depreciations	<b>1.180</b>	<b>1.220</b>	<b>1.280</b>	<b>1.350</b>	
Δ NWC	892	900	200	200	
Δ Funds	-489	-300	-100	-100	
Investments	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000	
<b>FCFO</b>	<b>7.443</b>	<b>8.399</b>	<b>8.713</b>	<b>9.199</b>	<b>129.471</b>
<b>Discounted FCFO</b>	<b>6.885</b>	<b>7.186</b>	<b>6.896</b>	<b>6.736</b>	<b>94.795</b>
FCFO actualized	27.703				
TV actualized DCF	94.795				
<b>Enterprise Value</b>	<b>122.498</b>				
NFP 2018	-23.722				
<b>Equity Value</b>	<b>98.776</b>				

Fonte: stime Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €98,8**. Il valore tiene conto di un premio per il rischio addizionale del 2,5%.

**Fig. 6 – Sensitivity analysis**

	Wacc						
	6,61%	7,11%	7,61%	8,11%	8,61%	9,11%	9,61%
<b>G</b>	117,0	106,6	97,6	89,7	82,8	76,7	71,2
0,25%	121,6	110,5	100,9	92,5	85,3	78,8	73,1
0,75%	126,6	114,6	104,4	95,6	87,8	81,1	75,0
1,00%	132,0	119,1	108,2	98,8	90,6	83,5	77,1
1,25%	138,0	124,0	112,3	102,2	93,6	86,0	79,3
1,50%	144,5	129,4	116,7	106,0	96,7	88,7	81,7
1,75%	151,7	135,2	121,5	110,0	100,1	91,6	84,2

Fonte: Stime Integrae SIM

### 4.3 I multipli

Il nostro campione è formato da società che operano nello stesso settore di Assiteca, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste le società con i multipli per il periodo 2018-20F (Fonte: InfFinancials), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

**Fig. 7 – Comparables**

Company	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E		
	2018A	2019A	2020A	2018A	2019A	2020A	2018A	2019A	2020A
Willis Towers Watson PLC	11,5	10,8	10,3	13,7	11,9	11,5	15,9	14,2	13,1
Arthur J. Gallagher & Co.	13,1	11,7	11,1	25,3	21,4	18,8	21,7	19,0	17,4
Brown & Brown Inc.	13,0	11,7	10,9	16,5	14,5	14,1	22,9	20,8	18,9
Marsh & McLennan Companies Inc.	13,0	11,8	11,0	16,1	14,2	12,7	19,7	18,1	16,4
Aon plc	15,1	13,7	12,8	15,9	14,4	13,3	19,2	17,0	15,4
Steadfast Group Ltd, APRIL	11,8	11,0	10,1	13,7	12,1	11,2	21,4	19,4	19,2
Average	12,9	11,8	11,0	16,9	14,8	13,6	20,1	18,1	16,7

Fonte: Stime Integrae SIM

L'equity value medio 2018-2020F dei tre ratios presi in esame, calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di 122,5 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 20%, raggiungendo **un valore di €98 mln.**

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che caratterizza il titolo. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analysis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%).

**Iniziamo quindi la copertura di Assiteca con una rating BUY, un target price di €3,0 e un rischio medio.**

**Analyst/s certification**

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) 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 and Mattia Petracca. 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, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 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 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](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 on the risk associated with 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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
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 evaluating 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 traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ 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 is prohibited, unless expressly authorized.

### Conflict of interest

On the Integræ SIM website you can find the archive of the last 12 months regarding conflicts of interest between Integræ SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integræ SIM.