

ISCC Fintech	Italy	Euronext Growth Milan	Fintech Credit Management
Rating: BUY	Target Price: € 11.90	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE Italia Growth	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE Italia Star	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE Italia All-Share	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE Italia Small Cap	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Stock Data

Price	€ 5.40
Target price	€ 11.90
Upside/(Downside) potential	120.4%
Bloomberg Code	ISCC IM
Market Cap (€m)	€ 69.65
EV (€m)	€ 65.96
Free Float	21.49%
Share Outstanding	12,900,000
52-week high	€ 7.00
52-week low	€ 5.20
Average daily volumes (3m)	n.m.

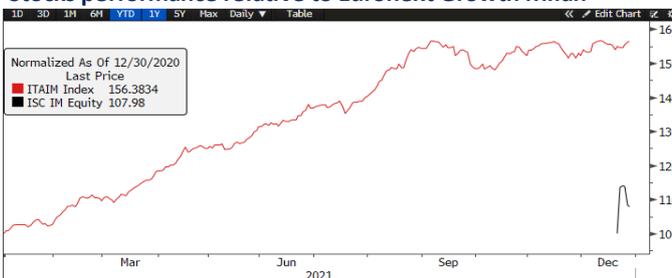
Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Assets Under Management	110.7	609.0	1016.0	910.0
EBITDA Adj.	0.0	-0.5	0.4	15.1
EBIT	0.0	-0.5	-0.2	14.5
Net Profit	0.0	-0.5	-0.7	12.3
EBITDA Adj. margin	9.8%	n.m.	15.4%	77.9%
EBIT margin	9.8%	n.m.	n.m.	74.8%
Net Profit margin	n.m.	n.m.	n.m.	67.0%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA Adj. (x)	n.m.	n.m.	n.m.	4.4
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	n.m.	4.6
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	5.7

Antonio Tognoli

antonio.tognoli@integraesim.it

Stocks performance relative to Euronext Growth Milan



Company Overview

La Integrated System Credit Consulting Fintech (ISCC Fintech) è una società specializzata nella gestione del credito e nella riscossione parziale o totale di crediti insoluti (Credit Management). La società nasce con l'obiettivo di creare una struttura efficiente e snella nel settore del recupero crediti che potesse sfruttare l'esperienza trentennale del Gruppo Conafi nel settore finanziario e del credito. Conafi SpA infatti, fino al 2017 in qualità di Intermediario finanziario e oggi tramite Prestitò Srl, opera nel settore dei piccoli finanziamenti retail da rimborsarsi mediante cessione del quinto dello stipendio (CQS), della pensione (CQP) o mediante delegazione di pagamento (DP). L'attività di ISCC Fintech consiste nell'analisi approfondita e nel successivo acquisto di portafogli granulari di non performing loans (NPL) e nella gestione completa del recupero del credito in via giudiziale e stragiudiziale.

Market

Lo stock di crediti deteriorati lordi in Italia, dopo il picco nel 2015 con € 362 mld, ha registrato una progressiva riduzione grazie agli interventi regolatori della BCE e alle misure governative di sostegno all'economia, che hanno permesso di frenare il processo di deterioramento del credito. Riteniamo che lo stock complessivo di NPL in Italia nel 2021 ricomincerà a crescere con una stima di crediti da recuperare che potrebbe raggiungere € 430 mld alla fine del 2023E. La gran parte dei competitors svolge esclusivamente attività di service con operatività prevalentemente stragiudiziale, mentre pochi sono quelli che acquistano direttamente crediti NPL e che effettuano una lavorazione sia stragiudiziale che giudiziale completa.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di ISCC Fintech sulla base della metodologia DCF e dell'Excess Return. 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 €148,4 mln, mentre l'Excess Return di € 158,0 mln. Ne risulta pertanto un equity value medio pari a circa € 153,2 mln, vale a dire € 11,9 per azione. Iniziamo quindi la copertura con un target price di € € 11,9, BUY rating e MEDIUM risk. Riteniamo che a livelli di rischio comparabili, l'investimento in ISCC Fintech possa offrire rendimenti superiori rispetto a quello alternativo in un BTP.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia della Società CONAFI (da cui nasce ISCC)	4
1.3	Struttura del Gruppo CONAFI	5
1.4	Key People.....	6
2.	Business Overview	8
2.1	Value Proposition.....	8
2.2	Industry Business System.....	9
2.3	Business Model	10
2.4	Clienti e fornitori	11
3.	Il mercato	12
3.1	Le transazioni di NPL.....	15
3.2	I <i>competitors</i>	17
3.3	S.W.O.T Analysis.....	18
4.	Economics & Financials.....	19
5.	I risultati FY20A	20
6.	Estimates Assumptions FY21E – FY24E.....	21
6.1	FY21E – FY24E Estimates.....	22
7.	Use of proceeds	25
8.	Valutazione	26
8.1	Il DCF	26
8.2	L'Excess Return	28
8.3	I multipli	29
9.	Considerazioni finali.....	29

1. Company Overview

1.1 L'attività

La **Integrated System Credit Consulting Fintech** (abbreviata ISCC Fintech) è una società costituita nel dicembre del 2019 dal Gruppo Conafi, da cui è controllata al 63,18%, specializzata nella gestione del credito e nella riscossione parziale o totale di crediti insoluti (*Credit Management*).

La società nasce con l'obiettivo di creare una struttura efficiente e snella nel settore del recupero crediti che potesse sfruttare l'esperienza trentennale del Gruppo Conafi nel settore finanziario e del credito. **Conafi SpA** infatti, fino al 2017 in qualità di Intermediario finanziario e oggi tramite Prestitò Srl (Società di mediazione creditizia iscritta all'OAM al n. M439), opera nel settore dei piccoli finanziamenti retail da rimborsarsi mediante cessione del quinto dello stipendio (CQS), della pensione (CQP) o mediante delegazione di pagamento (DP).

ISCC Fintech, che detiene la licenza per l'esercizio dell'attività di agenzia d'affari per il recupero stragiudiziale dei crediti conto terzi ex art. 115 T.U.L.P.S., ha ulteriormente sviluppato il database interno della capogruppo, completo di tutte le informazioni finanziarie e reddituali dei soggetti a cui è stata fornita consulenza, oltre all'annesso framework fintech interno di proprietà, appositamente reingegnerizzato per gestire l'intero processo di recupero del credito. L'attività di ISCC Fintech consiste nell'analisi approfondita e nel successivo acquisto di portafogli granulari di **non performing loans¹ (NPL)** e nella gestione completa del recupero del credito in via giudiziale e stragiudiziale. Il mercato di riferimento è definito granulare in quanto le dimensioni dei crediti vengono lavorate fino a € 30 mila nel settore *unsecured* (finanziarie e utilities senza quindi alcuna garanzia sottostante) e da € 30 mila a € 150 mila sul settore *secured* (con garanzia sottostante).

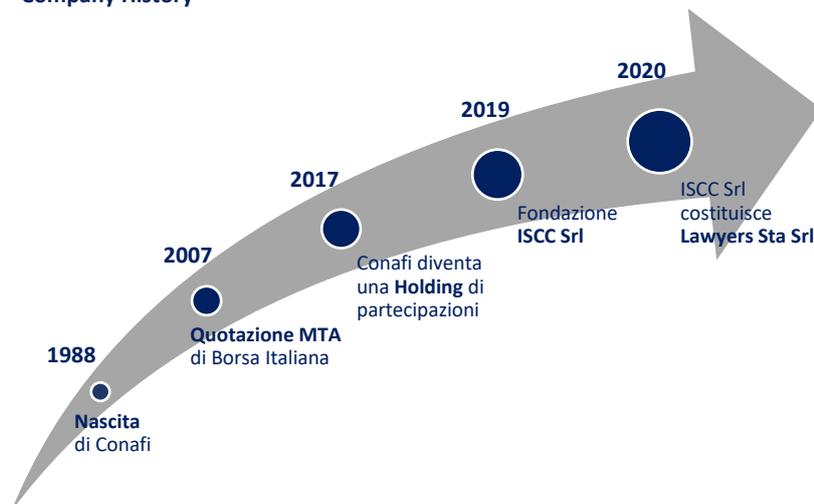
Lo sviluppo della piattaforma integrata ISCC-Tech ingloba al suo interno *know-how*, tecnologia, modelli matematici di *scoring* economico/patrimoniali e di gestione degli incassi e solleciti relativi all'analisi e alla valutazione di fattibilità del recupero del credito. La Società ha quindi iniziato ad affiancare gli intermediari creditizi (banche, società di gestione, studi legali ecc.) per l'agevolazione e accelerazione del recupero di ogni genere di credito nei confronti della clientela *retail* (dipendenti statali, pubblici, privati o pensionati), sia che si tratti di accordi per cui è già stato definito un piano di rientro, sia in casi più spinosi come appunto *NPL* o **unlikely to pay² (UTP)**.

¹ I **Non Performing Loans** (NPL, in italiano "crediti deteriorati") sono prestiti la cui riscossione da parte delle banche è incerta. Costituiscono una delle tre categorie di **Non Performing Exposures (NPE)**, che si distinguono in base alla diversa probabilità di recuperare il credito e alla scadenza: -le esposizioni scadute e/o sconfinanti (*Past Due*) eccedono i limiti di affidamento da oltre 90 giorni;

² le inadempienze probabili (**Unlikely To Pay, dette UTP**) sono le esposizioni per le quali la banca valuta improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni contrattuali senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie; -le sofferenze (NPL appunto) sono le esposizioni verso soggetti in stato di insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili. Un alto livello di crediti deteriorati può rappresentare un problema per l'economia reale, per effetto dei vincoli di bilancio, di redditività e di capitale a cui sono soggetti gli enti creditizi che li detengono.

1.2 Storia della Società CONAFI (da cui nasce ISCC)

Fig. 1 – Company History



Source: Integrae SIM

1988: nasce il Gruppo Conafi, come società di consulenza organizzativa, finanziaria e assicurativa con particolare riferimento al mercato del credito al consumo mediante Cessione del Quinto dello stipendio.

12 aprile 2007: le azioni di Conafi Prestitò SpA vengono ammesse alla negoziazione sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana.

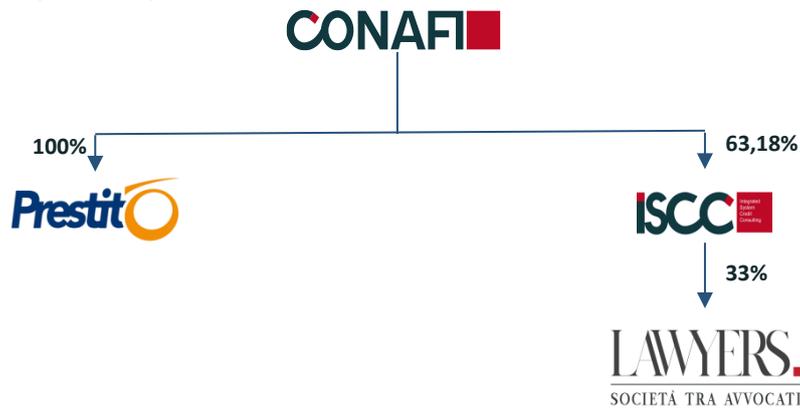
2017: per razionalizzare le attività, la capogruppo Conafi SpA dopo una riduzione graduale dell'attività iniziata in seguito alla crisi del 2008 decide, pur rimanendo il valore della struttura e delle competenze molto alto, di cessare l'attività di intermediazione finanziaria e trasformarsi, cambiando il proprio oggetto sociale in Holding di Partecipazioni e determinando una sostanziale riduzione del personale.

24 dicembre 2019: al termine di un lungo periodo di studi, riorganizzazione interna, reingegnerizzazione della piattaforma informatica e formazione del personale, nasce ISCC Fintech Srl, che entra da protagonista nel mercato dei *non performing loans (NPL)* beneficiando dell'esperienza trentennale del Gruppo nel recupero crediti e l'intermediazione finanziaria. A pochi mesi dalla fondazione, nell'aprile del 2020, ISCC Fintech Srl ottiene la licenza per l'esercizio dell'attività di agenzia d'affari per il recupero stragiudiziale dei crediti conto terzi ex art. 115 T.U.L.P.S.

19 maggio 2020: la società ISCC Fintech Srl costituisce, in società con gli Avvocati Caputi Gaetano e Chiolo Simona, già consiglieri della capogruppo Conafi SpA (rispettivamente Presidente e componente del CdA), e l'Avv. Gianluca De Carlo (professionista esperto del settore del recupero crediti), la società Lawyers Società tra avvocati (Sta) Srl, partecipando al 33% del capitale della stessa. Il 27 novembre 2020 Lawyers Sta Srl riceve l'iscrizione all'elenco delle società tra avvocati presso l'Ordine degli avvocati di Torino, abilitazione che ha consentito di mettere in opera le attività organizzative necessarie all'avvio della consulenza legale.

1.3 Struttura del Gruppo CONAFI

Fig. 2 – Group



Source: Gruppo Conafi

ISCC è controllata per il 63,18% dalla capogruppo Conafi SpA, per il 22,48% dal mercato e dal 14,34% da altri azionisti con quote inferiore al 5%. Conafi a sua volta detiene anche la totalità del capitale sociale di Prestitò Srl. Conafi fa capo al fondatore Nunzio Chiolo, il quale detiene indirettamente il 64,5% delle azioni (56,7% tramite Nusia SpA e 7,8% tramite Alite SpA). ISCC Fintech possiede il 33% del capitale della società Lawyers - Società Tra Avvocati Srl, mentre la restante parte è divisa fra i tre soci fondatori Gaetano Caputi (22%) co-fondatore di Lawyers SpA e Presidente di Conafi SpA, Simona Chiolo (23%) e Gianluca De Carlo (22%).

1.4 Key People

Nunzio Chiolo – Presidente CDA - ISCC

Laureato in Economia Aziendale presso il Politecnico di Studi Economici Aziendali di Lugano, è Fondatore (Presidente fino a 02/2016) e Amministratore Delegato della Conafi S.p.A. Holding di partecipazioni. Dal 2015 è Presidente di Prestitò S.r.l. società di mediazione creditizia e dal 2019 è Presidente della ISCC S.r.l. società titolare di licenza ex art. 115 TULPS. Negli anni, ha ricoperto incarichi di responsabilità nelle varie società del Gruppo Conafi.

Andrea Brizio Falletti di Castellazzo – CFO - ISCC

Laureato in Economia e Commercio presso la Facoltà di Economia e Commercio Università degli Studi di Torino. Dopo l'esperienza presso la Grant Thornton Spa (Società di revisione), entra nel Gruppo Conafi nel 2004 in veste di Direttore dell'Area Amministrazione Finanza e Controllo e nel 2015 viene nominato Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili, carica che ricopre ancora oggi.

Sandra Barbieri – Amministratore Delegato ISCC e responsabile *Business Strategy*

Laureata in Economia Aziendale presso la Facoltà di Economia e Commercio Università degli Studi di Torino, entra a far parte del Gruppo Conafi nel 2004, con attività prevalente nell' Area Crediti. Dal 2009, sempre in Conafi S.p.A., si occupa di organizzazione e assume il ruolo di Responsabile dell'Area Organizzazione nel 2012. Dal 2020 è nel Consiglio di Amministrazione della ISCC Fintech S.r.l. ed è a capo della *Business Strategy*.

Emanuele Ferrero – membro CdA ISCC e responsabile *Operation unsecured* - ISCC

Laureato in Economia Aziendale presso la Scuola di Amministrazione Aziendale, Facoltà di Economia e Commercio dell'Università degli Studi di Torino, entra a far parte del Gruppo Conafi nel 2008 nell'area Corporate, gestendo le attività di back-office dei prodotti finanziari per le aziende distribuiti dalle società del Gruppo Conafi. Nel 2010 viene nominato Amm.re Delegato della Alta Italia Servizi S.r.l., società del Gruppo specializzata nell'erogazione di garanzie consortili per le imprese. Nel 2019 viene nominato Amm.re Delegato della Prestitò S.r.l., società di mediazione creditizia e marchio di rilievo nel settore dei finanziamenti retail, seguendone tuttora le attività di sviluppo e di organizzazione. Dal 2020 è nel Consiglio di Amministrazione della ISCC Fintech S.r.l. gestendo l'area delle *Operation*.

Cristiano Altieri – *Operation secured* - ISCC

Laureato in Architettura presso l'Università Statale "la Terza" di Roma, è iscritto all'ordine degli architetti di Roma e Provincia dal 2000, e segue da allora la progettazione, realizzazione e direzione dei lavori di numerosi progetti anche in collaborazione con ICOREP2; ha ricevuto molteplici incarichi di collaborazione per la redazione di perizie estimative. In ISCC Fintech si occupa della *BU Operation* (settore *secured*).

Vincenzo Abbattista – *Operation secured* - ISCC

Laureato in Scienze Politiche indirizzo politico amministrativo presso l'Università degli Studi di Bari. Dal 2006 e fino a dicembre 2019 Quadro Direttivo della Conafi S.p.A. prima, e poi della Prestitò S.r.l., fino a febbraio 2021. Ha ricoperto numerose cariche nei Consigli di Amministrazione nelle diverse società appartenenti al Gruppo. Attualmente è Consigliere di Amministrazione della Prestitò S.r.l. - società di mediazione creditizia. In ISCC Fintech S.r.l. si occupa delle *Operation* (settore *secured*).

Giuseppe Pelegalli – consulente ISCC

Dal 2000 lavora nel settore bancario/finanziario, prima nella società Compass S.p.A. – Gruppo Bancario Mediobanca in qualità di credit manager di filiale, poi in due agenzie di recupero crediti nel ruolo di responsabile della rete esattoriale, direttore commerciale ed infine direttore generale nella prima e socio amministratore nella seconda. Dal 2021 è consulente per ISCC con l'obiettivo di creare e gestire la rete esattoriale, oltre ad avere un incarico per la ricerca di portafogli in cessione sul mercato.

Nadia Pugno – responsabile *Monitoring & Reporting* - ISCC

Laureata in Matematica presso l'Università degli Studi di Torino, ha un'esperienza decennale presso la Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestione in qualità di analista e successivamente Risk manager e Controllo di gestione. Entra a far parte del Gruppo Conafi nel 2006 ricoprendo il ruolo di Responsabile del Controllo di Gestione e dell'Area Gestione Finanziamenti. Da febbraio 2021 è in ISCC per gestire il settore Incassi, Monitoring e Reporting.

Rosanna Franzè – Area Master Legal

Laureata in Giurisprudenza presso l'Università degli Studi di Torino, e abilitazione all'esercizio della professione di Avvocato conseguita presso la Corte d'Appello di Torino, dal 2007 fa parte del Gruppo Conafi, all'interno dell'Area Legale e Affari Societari, di cui è stata nominata Responsabile nel 2016. Dal 2014 al 2017 ha ricoperto altresì il ruolo di Responsabile Antiriciclaggio e Responsabile della Funzione di Compliance. Attualmente gestisce l'Area Master Legal in coordinamento con la Lawyers Sta Srl.

Maria Laperchia – Dirigente Conafi

Entra a far parte del Gruppo nel 1998 e svolge attività in ambito commerciale e di contatto con la clientela, gestendo e coordinando in qualità di Dirigente sia la rete commerciale che la struttura interna.

Simona Chiolo – membro CdA Conafi e fondatrice Lawyers Sta Srl

Laureata in Giurisprudenza presso l'Università degli Studi di Torino, ha frequentato la Scuola per le Professioni Legali "Bruno Caccia e Fulvio Croce" presso la medesima università e ha conseguito l'abilitazione all'esercizio della professione di Avvocato presso la Corte d'Appello di Torino. È iscritta come Avvocato al Consiglio dell'Ordine degli Avvocati di Torino dal 25 settembre 2017. È consigliere di amministrazione della Conafi S.p.A. da maggio 2012; è socia fondatrice della Lawyers Società tra Avvocati S.r.l.

Gianluca De Carlo – fondatore Lawyers Sta Srl

Laureato in Giurisprudenza presso l'Università degli Studi di Siena, è iscritto all'Ordine degli Avvocati di Siena dal 2007, oltre ad essere esperto in esecuzioni civili (mobiliari ed immobiliari), diritto delle assicurazioni, NPL, diritto societario (fusioni ed acquisizioni), contrattualistica (studio e redazione contratti), recupero crediti ed in materia di sovra-indebitamento. È uno dei soci fondatori della Lawyers Società tra Avvocati Srl.

2. Business Overview

2.1 Value Proposition

La diffusione della cessione diretta a terzi come modalità alternativa di gestione dei *non performing loans (NPL)* è una diretta conseguenza delle crescenti pressioni esercitate dalle autorità regolatrici (es. BCE) sulle banche e sugli intermediari creditizi, che puntano a mantenere sufficiente razionalizzazione dei bilanci con particolare riferimento a rischio di credito, patrimonio e crediti deteriorati.

Livelli elevati di *NPL* hanno notoriamente un impatto negativo sul credito bancario e sull'economia, per effetto dei vincoli di bilancio, redditività e capitale a cui sono soggetti gli enti che li detengono: mantenere posizioni rischiose comporta costi di gestione e recupero, oltre una sostanziale incertezza nel rapporto con i creditori e finanziatori.

I benefici della cessione degli *NPL* da parte delle banche e degli intermediari creditizi sono diversi e hanno un impatto fortemente positivo su una serie di aspetti:

- **Vantaggio finanziario:** l'impresa cedente riceve immediata liquidità consistente nel compenso dalla cessione dei crediti deteriorati, che avviene a titolo oneroso oltre che pro-soluto, il che implica il liberarsi da ogni responsabilità in merito all'adempimento da parte del debitore.
- **Riduzione dei costi di gestione:** le attività di recupero dei crediti inesigibili possono diventare esageratamente onerose, specie per chi non ha la struttura o l'*expertise* adatta ad ottimizzare i processi. In particolare, si possono evitare
 - Costi del personale per la gestione dei crediti deteriorati
 - Costi per l'affidamento delle pratiche ad agenzie di recupero crediti su cui difficilmente la banca ha un controllo sull'efficacia dell'attività
 - Costi di istruttoria e notifica elevati e non totalmente prevedibili
 - Spese legali legate all'avvio delle procedure giudiziali non ben quantificabili inizialmente
- **Miglioramento del Rating:** detenere crediti inesigibili peggiora le capacità di far fronte ai propri debiti e di conseguenza l'accesso al credito, ai finanziamenti e vari servizi finanziari da parte delle aziende industriali come del sistema bancario. Con la cessione, questi rischi vengono eliminati.
- **Vantaggio fiscale:** le perdite su crediti sono deducibili anche in caso di cancellazione dei crediti dal bilancio in applicazione dei principi contabili (siano OIC o IFRS), pertanto un'impresa può recuperare una percentuale minima del 24% delle imposte sui redditi relativi a crediti ceduti.

2.2 Industry Business System

Le principali tappe del recupero crediti possono essere raggruppate in tre macro categorie.

Fig. 3 – Business Process



Source: ISCC, elaborazione Integrae SIM

Trasformazione di un credito in NPL

Nel momento in cui un soggetto, titolare di un debito, interrompe i pagamenti per sopraggiunta impossibilità di onorare la sua obbligazione, l'*Originator* ovvero il creditore inizierà a mettere in atto tentativi di recupero, spesso senza riuscire a recuperare l'insoluto. Qualora questa situazione dovesse persistere, il perdurare del credito in stato di insolvenza determina la sua classificazione in *non performing loan*, ossia in "sofferenza".

Cessione del credito

L'*originator*, non riuscendo ad effettuare azioni di recupero efficaci, cede pro-soluto la sua posizione ad un soggetto autorizzato, detto cessionario, specializzato nei tentativi di gestione dei crediti *non performing* o *unlikely to pay*. Se i primi tentativi del cessionario vanno a buon fine e l'esito della riscossione è positivo, allora il processo finisce, altrimenti il credito viene nuovamente ceduto ad un terzo soggetto ad un valore ancora più basso perché la sua probabilità di recupero è diventata molto bassa.

Re-trade

Il titolare attuale del credito, dopo aver acquistato la posizione dall'*Originator*, la cede a sua volta ad un terzo soggetto autorizzato che, effettuata una valutazione, stabilisce un prezzo d'acquisto (in questo caso molto ridotto, data la scarsa possibilità di recupero). In base all'esito del *credit scoring*, il nuovo cessionario attiverà le proprie strategie di recupero, facendosi carico delle spese legali e avviando le procedure esecutive. Questo tipo di attività rappresenta il *core-business* di ISCC Fintech, che, appunto, si occupa dell'acquisizione di portafogli granulari e della riscossione dei crediti per conto terzi. Se la procedura ha successo, il credito viene recuperato insieme alle spese sostenute.

2.3 Business Model

Fig. 4 – Value Chain



Source: ISCC

Il processo inizia con l'individuazione da parte dei vertici aziendali di nuovi portafogli da acquistare sul mercato, scegliendo tra molteplici canali d'acquisto che differiscono a seconda del segmento/tipologia di crediti (principalmente *unsecured* finanziari o utilities, senza alcuna garanzia sottostante). ISCC Fintech è avvantaggiata in questa attività da una forte conoscenza del mercato e del merito creditizio della clientela grazie all'appartenenza al Gruppo Conafi.

Individuato un target d'acquisto, inizia la fase di *Due Diligence*, l'attività di investigazione e approfondimento di dati e informazioni relative ai crediti oggetto di trattativa. Questo passaggio comprende le seguenti fasi:

- Segmentazione dei portafogli;
- Raccolta delle informazioni;
- Analisi della documentazione;
- Verifica dei dati con il *database* proprietario;
- Elaborazione di un *Credit Scoring* proprietario;
- Individuazione di tipologie di lavorazione per segmento/rating;
- Elaborazione del *Business Plan* del singolo portafoglio.

Tramite la *Due Diligence* si possono anticipare le modalità di lavorazione e prevedere i costi delle operazioni in modo puntuale e definito. La piattaforma ISCC-Tech, supportata dai professionisti dello staff, consente di avere in tempo reale dati organizzati, statistiche puntuali, elaborazione di rating e pianificazione delle strategie di lavorazione. Questo rende il processo altamente velocizzato e permette di valutare, singolarmente e in breve tempo, migliaia di posizioni tramite una serie di verifiche incrociate sulla possibilità di identificare percorsi di recupero e rimborso sostenibili.

Il risultato di queste valutazioni è un *output* di fattibilità, da cui dipende il prezzo di acquisto e la tipologia di lavorazione e procedure da seguire per ogni posizione, sempre in base al segmento e al rating. Per ogni portafoglio viene elaborato un *Business Plan* che valuta le prospettive dell'investimento e le sue tempistiche: qualora la *Due Diligence* sia positiva, si procede con l'offerta e l'eventuale acquisto.

La fase successiva è l'*onboarding* sulla piattaforma ISCC-Tech del nuovo portafoglio acquisito. Si elaborano le strategie di lavorazione in base all'importo, al *Credit Scoring* e ai tempi di rientro previsti dal *business plan*; è fondamentale che ogni strategia abbia dei tipi di lavorazione, scontistiche e tempi di dilazione massimi ben definiti a priori. Una volta formulate, le strategie vengono comunicate alle *Unit Operation*.

Il sistema consente anche di effettuare attività di monitoraggio delle *performance* degli operatori interni ed esterni, con molteplici livelli di dettaglio: sono possibili monitoraggi in real time delle singole esposizioni e reportistica completa utile al mid e senior management per le scelte strategiche ed operative.

Il processo di recupero nel mercato avviene tramite la rete di recupero crediti la quale utilizza i seguenti canali:

- **Phone Collection:** è l'attività di recupero tramite contatto telefonico. Questo tipo di procedura è per lo più gestita internamente (40 i collaboratori interni dedicati), e solo in alcuni casi viene affidata a strutture terze.
- **Home Collection:** consiste nell'attività di recupero esattoriale presso il domicilio e necessita l'organizzazione di una rete di esattori che possano garantire una copertura efficace. A tal proposito ISCC Fintech si è organizzata contrattualizzando 6 strutture per circa 120 risorse umane dedicate alla *home collection*.
- **Master Legal:** attività di recupero tramite procedura giudiziale, viene svolta dalla controllata Lawyers Sta Srl che conta circa 70 avvocati partner convenzionati specializzati nel recupero crediti.

2.4 Clienti e fornitori

2.4.1 Clienti

Nell'esercizio del proprio business, la Società serve clienti suddivisibili in due principali categorie: Mercato Diretto NPL e Mercato Consolidato NPL.

I principali clienti del **mercato Diretto NPL** sono quei soggetti che danno origine ai crediti, e che, in funzione della categoria di appartenenza, si possono suddividere in:

- Settore Finanziario, che comprende banche ed altri intermediari finanziari;
- Settore Utilities, ossia società di erogazione di beni e servizi (telefonia, luce, gas).

Entrambe queste tipologie di soggetti effettuano, di solito, direttamente o indirettamente, tentativi preliminari di recupero telefonico e, in alcuni casi, anche di invio di comunicazioni scritte. Si tratta molto spesso di clienti di grandi dimensioni con rilevanti capacità economiche.

Nel **mercato Consolidato NPL**, indipendentemente dalla tipologia di credito, gli operatori si possono individuare in:

- SPV;
- Società finanziarie ex art. 106 T.U.B. specializzate nel recupero crediti.

I crediti in questo caso vengono gestiti prevalentemente tramite una attività telefonica e, in alcuni casi, in presenza di importi rilevanti, una attività di esazione sul territorio. Solo le società più esperte e strutturate effettuano anche attività legali di recupero del credito. In questo mercato operano numerosi operatori di piccole e medie dimensioni che non sono in grado di acquistare e gestire grandi volumi. Si evidenzia che, prima della fondazione di ISCC Srl, la capogruppo Conafi SpA ha restituito la licenza ex art 106 T.U.B. che la autorizzava all'erogazione del credito, per non incorrere in alcun tipo di conflitto di interesse.

2.4.2 Fornitori

I principali fornitori/partner di cui le società di recupero si avvalgono sono rappresentati da:

- Società 115 T.U.L.P.S. che in qualità di *servicer* svolgono attività esternalizzata di *Phone e/o Home collection*, tutte remunerati con *success fee* e prive di portafogli di proprietà da gestire;
- Studi legali specializzati nel recupero crediti NPL utilizzati se vi sono specifici legami sul territorio
- Società di informazioni commerciali che offrono servizi di rintraccio utenze/anagrafiche o altri tipi di informazioni che possano essere utili per il recupero del credito.

3. Il mercato

A partire dal 2007-08 la crisi economica globale e il fallimento della Lehman Brothers hanno avuto importanti impatti sul sistema bancario italiano comportando un deterioramento della qualità del credito (degli oltre € 1.000 mld lordi di NPL in Europa, oltre € 300 mld sono concentrati in Italia). Secondo gli studi condotti dall'ABI, alla base di questo fenomeno giova ricordare la riduzione del PIL, la crisi dei debiti sovrani e la scarsa efficienza della giustizia nel nostro paese.

Lo stock di crediti deteriorati lordi in Italia, dopo aver raggiunto il picco massimo nel 2015 con € 362 mld, ha registrato una lenta ma progressiva riduzione grazie soprattutto:

- agli interventi regolatori della BCE che hanno spinto le banche ad intraprendere piani di *deleveraging* per soddisfare le richieste delle autorità di vigilanza e le aspettative degli investitori;
- alle misure governative di sostegno all'economia che hanno permesso di congelare e frenare il processo di deterioramento del credito.

Riteniamo che lo stock complessivo di NPL in Italia nel 2021 ricomincerà a crescere con una stima di crediti da recuperare che potrebbe raggiungere € 430 mld alla fine del 2023E.

I crediti deteriorati Europei, secondo le stime di Banca Ifis, dovrebbero crescere ad un tasso superiore rispetto a quelli Italiani (dal 2015 al 2022E + 9% in Italia, + 33% in Europa).

Fig. 5 – Total gross NPLs in Italy (residents and non-residents) in bank balance sheets + portfolios sold net of recoveries

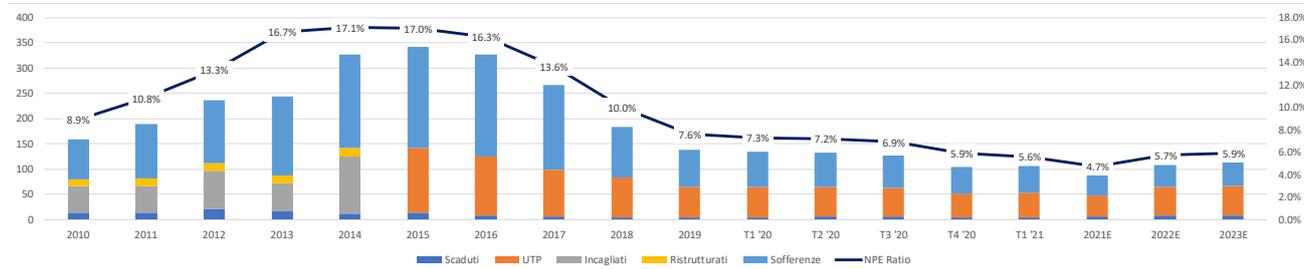


Source: Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing – settembre 2021)

I “compiti a casa” degli Istituti Bancari italiani sono stati decisamente proficui. Oltre ad un rafforzamento delle proprie strutture e dei modelli di gestione dei crediti deteriorati, le banche hanno fatto un massiccio ricorso alle cessioni e alle cartolarizzazioni (spesso assistite da GACS, i.e. la Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze di matrice statale). Negli ultimi cinque anni la riduzione dello stock di NPL è stata pari al 70% circa, soprattutto per effetto delle cessioni (le prime cinque banche Italiane hanno ceduto oltre € 110 mld), raggiungendo € 90 mld nel 2021E:

Fig. 6 – Total net NPLs in Italy (residents and non-residents) in bank balance sheets

Tipologia (Dati in € mld)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	T1 '20	T2 '20	T3 '20	T4 '20	T1 '21	2021E	2022E	2023E
Scaduti	13	13	21	18	12	14	8	5	4	4	4	5	5	3	4	6	8	8
UTP						127	117	94	79	61	60	59	57	49	49	41	56	58
Incagliati	53	53	76	54	113													
Ristrutturati	14	15	15	15	17													
Sofferenze	78	107	125	156	184	201	201	167	100	72	71	69	65	52	52	43	44	47
Totale	158	188	237	243	326	342	326	266	183	137	135	133	127	104	105	90	108	113



Source: Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing – settembre 2021)

Il 2017, in particolare, ha visto un forte incremento delle transazioni di portafogli NPLs, in favore di differenti tipologie di investitori (i.e. fondi di Investimento internazionali, banche specializzate).

Il principale protagonista del mercato è stato Quaestio Capital Management Sgr, con operazioni per circa € 30 mld, al quale seguono Banca Ifis con € 18,6 mld e Fortress/Pimco con € 12,3 mld.

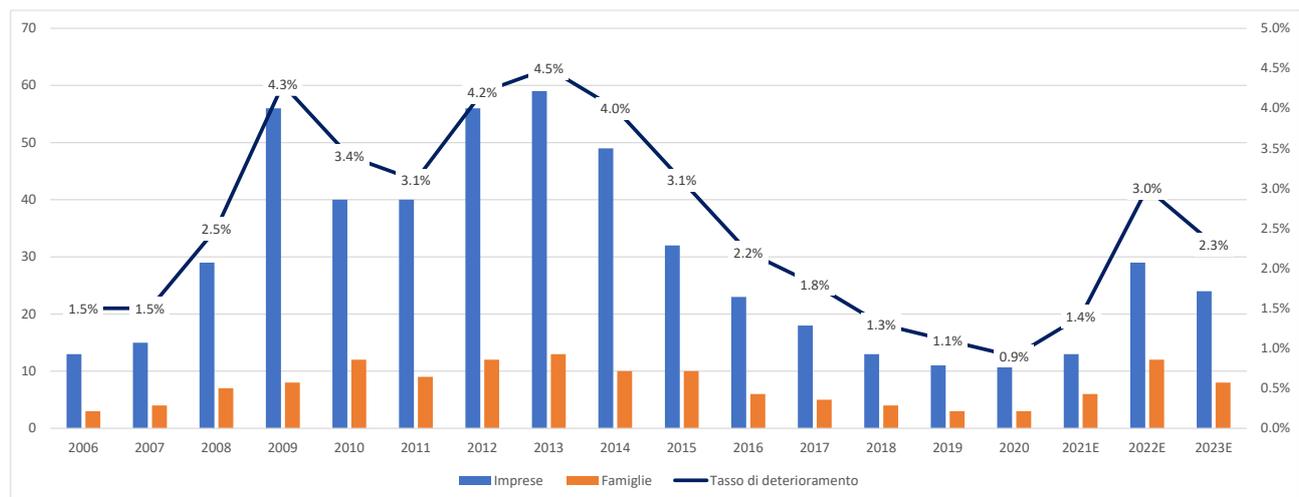
Accanto a questi ultimi è emersa un'altra categoria di operatori, ovvero i cosiddetti *Servicer* del mercato del credito, che vedono nella gestione del recupero creditizio il loro *core business*. I principali operatori in Italia del settore sono: DoValue (€ 82 mld di masse gestite), Credito Fondiario (€ 52 mld), Cerved Credit Management (€ 46 mld) e Intrum Italy (€ 41 mld).

Dopo gli importanti risultati ottenuti nella gestione del credito post crisi economica e post Lehman Brothers, il sistema bancario Italiano si trova ora a dover affrontare una nuova sfida indotta dal deterioramento della qualità del credito attesa post CoViD-19. È chiaro che gli interventi di sostegno attivati dal Governo, il piano Next Generation EU, la durata della pandemia e il piano vaccinale saranno variabili determinanti nell'evoluzione dello scenario.

Secondo Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing – settembre 2021), le stime attuali indicano una contrazione nel 2021 dello stock dei crediti deteriorati lordi che consentirà di ridurre l'NPL ratio sotto il target del 5% come richiesto dalla BCE. L'incidenza sugli impieghi è tuttavia prevista in aumento a partire dal 2022E e raggiungerà il 5,9% nel 2023E.

Nel biennio 2022-2023E il nuovo credito deteriorato su famiglie e imprese residenti è atteso in crescita (circa € 70 mld nei prossimi due anni), ma non dovrebbe raggiungere il picco del 2013, sia in valore assoluto che in termini percentuali. L'aumento del tasso di deterioramento sarà guidato dalla componente imprese.

Fig. 7 - Annual flows of new defaulted loans and deterioration rate (Data in € bn and percentages)

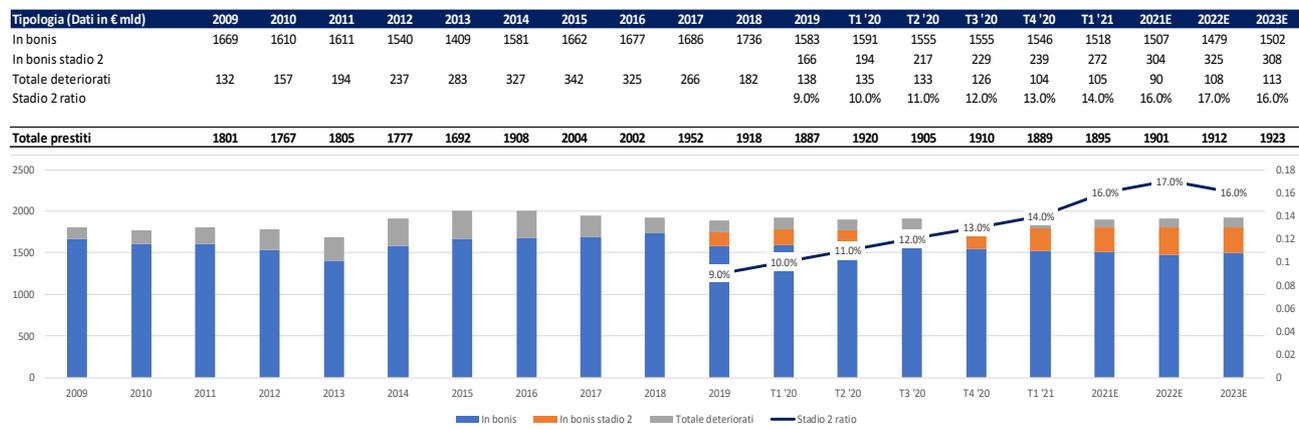


Source: Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing – settembre 2021)

In termini prospettici, riteniamo che le banche possano registrare un aumento del rischio di credito evidenziato dall'incremento dei crediti passati allo stadio 2 (richiesto da IFRS9), in controtendenza rispetto all'NPL ratio.

Dal 2019 al primo trimestre 2021, l'incidenza dei prestiti in stadio 2 è aumentata dal 9% al 14%. Le stime indicano un ulteriore aumento anche nel biennio 2022-2023E, anche se in misura minore rispetto al trend attuale.

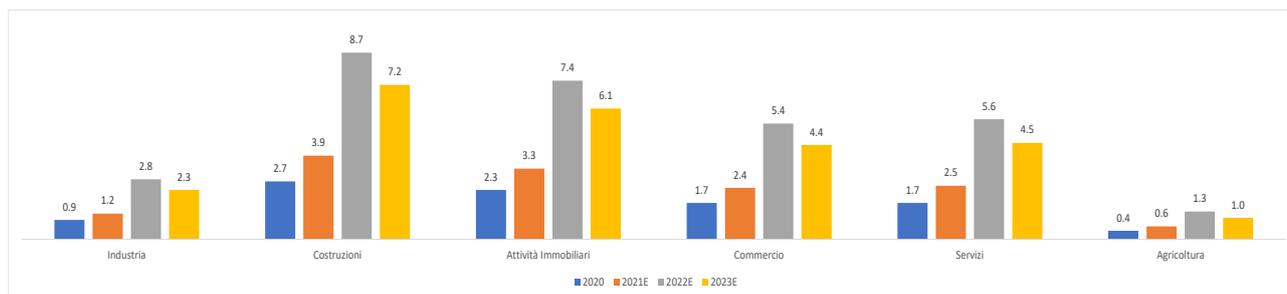
Fig. 8 - Loans to resident and non-resident customers



Source: Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing – settembre 2021)

Il rapporto tra crediti deteriorati e impieghi è atteso in aumento in tutti i settori produttivi, con un'incidenza più contenuta su industria e agricoltura.

Fig. 9 – Deterioration rates of resident companies by productive sector (Data in percent)



Fonte: Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing – settembre 2021)

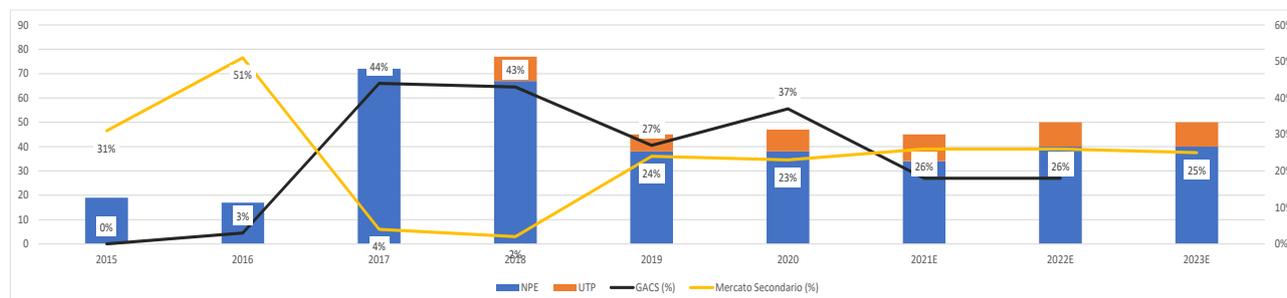
Il mutato contesto regolatorio e le caratteristiche degli *inflow* di NPL attesi (principalmente UTP) non permetteranno alle banche un comportamento simile alla precedente crisi, cumulando i crediti deteriorati sui libri per anni e dismettendoli con strumenti quali le GACS.

Va da sé che, per la valutazione degli effetti della pandemia, occorrerà comunque considerare che le sofferenze sono solo una parte del fenomeno e che la maggior parte delle posizioni oggetto di attenzione si riferiscono comunque ad aziende sane e quindi con la concreta possibilità di tornare *in bonis*. Nei prossimi 24 mesi questo richiederà un approccio di gestione del credito sempre più *tailor made*, necessario per trovare nuove e più performanti soluzioni. Il *debt servicing* sarà dunque chiamato e focalizzarsi sulla gestione dello stock cumulato di NPL tra i maggiori in Europa (oltre € 350 mld) allo scopo di trovare soluzioni innovative e aiutare il settore bancario a gestire i nuovi flussi, sia *performing* che *non-performing*, che, giocoforza, richiederanno un approccio più sofisticato rispetto al passato.

3.1 Le transazioni di NPL

Nel 2021 le cessioni di portafogli NPL potrebbero raggiungere i € 34 mld, con un'incidenza del 26% del mercato secondario. In crescita anche le operazioni su portafogli UTP (€ 11 mld). Il mercato dovrebbe rimanere frizzante anche nel biennio 2022-2023E, quale effetto della spinta derivante dalla necessità di ridurre le esposizioni in bilancio a seguito dei flussi di nuovo credito deteriorato previsto in aumento a seguito della pandemia.

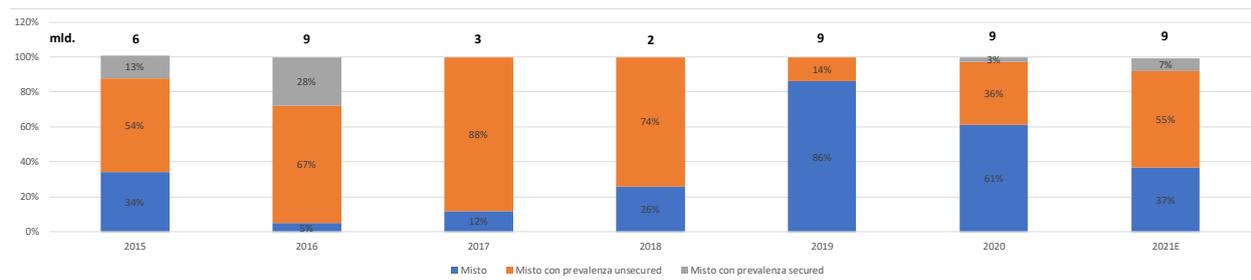
Fig. 10 - NPL and UTP market trend (Data in € bn)



Source: Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing – settembre 2021)

Le dismissioni sul mercato secondario sono state e saranno prevalentemente su portafogli *unsecured* e misto (con prevalenza *unsecured*), comparto con volumi in crescita rispetto al 2020.

Fig. 11 – NPL transactions in the secondary market by portfolio type



Source: Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del *servicing* – settembre 2021)

I prezzi medi dei portafogli *unsecured* sono risultati in lieve aumento tra il 2017 e il 2021E dovuto all'effetto dei portafogli di crediti di famiglie "freschi" (max 12 mesi), piccolo taglio in parte bilanciato dal trend sul secondario. Stabili invece i prezzi del comparto misto, con un aumento nel 2020 legato ai portafogli con GACS (i.e. portafoglio Yoda di Intesa San Paolo) e nel 2021 alle cartolarizzazioni.

Nel comparto *secured*, il prezzo medio nel 2020 è stato influenzato dalla valorizzazione del *deal* MPS- Amco di € 8 mln (60% NPL) e nel 2021 dall'effetto GACS e cartolarizzazione. I primi 10 originator concentrano il 64% circa delle transazioni NPL realizzato tra il 2015 e il 2021. Ammontano a circa € 80 mld i volumi acquisiti dai primi tre investitori:

Fig. 12 – 2015 - 2021 (September) - NPL transactions by vendor and collateral type

Tipologia (Dati in € mld)	Unicredit	MPS	Intesa SP	Banco BPM	Banche Venete	Iccrea Banca	Gruppo Carige	BPER	UBI	CreVal
Prevalenza Secured	12	31	13	6		7	3	3	5	4
Prevalenza Unsecured	23	6	3	2	9			2	1	0
Mixed	11	1	6	9		0	2			1
UPT	1	5	3	2	9		1	1		
Totale	47	43	25	19	18	7	6	6	6	5

Source: Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del *servicing* – settembre 2021)

Il settore del *servicing* cresce ad un ritmo molto elevato dal 2013. Nel corso del 2021E sono previsti ricavi in crescita, anche se in leggero rallentamento. Decisamente sempre elevata la redditività.

Fig. 13 – Distinctive factors, average annual variation (CAGR 2013-20) and growth forecast 2021

Fattori distintivi del <i>servicing</i> business	Variazione media annua dal 2013 al 2020 (CAGR)	Previsione FY 2021/2020
Mercato in espansione	+21% ↑ (ricavi)	+6% ↑ (ricavi)
Ruolo di rilievo nella gestione del deteriorato	+12% ↑ (AuM)	(N.D.)
Forte spinta all'innovazione tecnologica	+35% ↑ (investimenti*)	+3% ↑ (investimenti*)
Buona redditività di settore	+14% ↑ (EBITDA)	+15% ↑ (EBITDA)
Cresce l'impiego di personale specializzato	+16% ↑ (dipendenti)	(N.D.)

Source: Banca Ifis (Mercato delle transazioni NPL e industria del *servicing* – settembre 2021)

3.2 I competitors

Nel 2019 sono state rilevate presso la CCIAA 974 imprese attive nel comparto della Tutela del Credito. Il maggior numero di operatori si conferma essere in forma di S.r.l. (752), di S.a.s. (102), di S.p.A. (75) e di S.n.c. e consorzi (45).

La gran parte dei competitors svolge esclusivamente attività di service con operatività prevalentemente stragiudiziale, mentre pochi sono quelli che acquistano direttamente crediti NPL e che effettuano una lavorazione sia stragiudiziale che giudiziale completa.

Il mercato è stato infatti largamente movimentato a livello di transazioni da grandi operatori che poi si affidano a *servicer* qualificati per la gestione delle attività di recupero del credito. Sono in minoranza le realtà del settore che investono in proprio nell'acquisto e nella gestione di portafogli, e allo stesso tempo sono ancor meno quelle che investono nelle attività di recupero giudiziale.

Di seguito abbiamo riportato alcuni *competitors* nel segmento degli NPL *unsecured*. Come si evince dalla tabella sottostante, ISCC Fintech è in grado di svolgere tutte le operazioni (diversamente dalla concorrenza):

Fig. 14 – Main competitors

	SEGMENTO NPL UNSECURED				
	ISCC Srl	Fire Spa	A-Zeta Srl	IFIM Spa	Europa Factor Spa
Piattaforma integrata di proprietà per la gestione completa delle attività di recupero	✓	✗	✗	✗	✗
Conto Proprio (attività prevalente)	✓	✗	✗	✓	✓
Phone Collection	✓	✓	✓	✗	✓
Home Collection	✓	✓	✓	✗	✓
Società tra Avvocati (per Master Legal)	✓	✗	✗	✗	✗

Source: Elaborazione Integrae SIM

3.3 S.W.O.T Analysis

Punti di forza

- Conoscenza approfondita dei clienti grazie anche al consolidato *know-how* della controllante;
- Industrializzazione dei processi con estensivo uso di piattaforme IT e di algoritmi di calcolo sviluppati *in-house* (e quindi non in possesso della concorrenza);
- Capacità di analisi e di due diligence granulare e approfondita dei portafogli di crediti;
- Utilizzo di forti professionalità nel settore legale per il recupero del credito;
- Capacità di individuare soluzioni flessibili e specifiche per il debitore, affinché riesca ad onorare il suo debito.

Punti di debolezza

- Ridotte risorse finanziarie da investire rapidamente;
- Attività aziendale ancora in fase di avvio (anche se il modello di business è validato).

Opportunità

- Il mercato Italiano degli NPL è previsto in forte crescita nei prossimi anni;
- Pochi concorrenti sono in grado avere vantaggi competitivi solidi;
- C'è una buona replicabilità del modello di *credit management* anche nel segmento *secured*.

Minacce

- Crescita prezzi derivante da nuovi operatori molto acquisitivi;
- Players stranieri di una certa entità che mettono in mira il mercato Italiano;
- Mancata ripartenza dell'economia post CoViD-19, con possibile diminuzione delle possibilità di recupero (ma anche di aumento dello stock di credito deteriorato).

4. Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	0.36	0.65	2.27	18.34	19.74
Other Revenues	0.00	0.01	0.01	1.01	2.01
Value of Production	0.36	0.66	2.28	19.35	21.74
COGS	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
Services	0.00	0.06	3.93	18.16	10.05
Employees	0.21	0.56	1.22	1.59	1.11
Other Operating Expenses	0.11	0.52	1.29	1.37	1.30
EBITDA	0.04	-0.48	-4.16	-2.78	7.29
<i>EBITDA Margin</i>	<i>9.8%</i>	<i>-73.6%</i>	<i>-182.3%</i>	<i>-14.4%</i>	<i>33.5%</i>
<i>Net Result of Credits - FV</i>	0.00	0.03	4.51	17.85	8.14
EBITDA Adj.*	0.04	-0.46	0.35	15.07	15.43
<i>EBITDA Adj. margin</i>	<i>9.8%</i>	<i>-69.2%</i>	<i>15.4%</i>	<i>77.9%</i>	<i>71.0%</i>
D&A	0.00	0.08	0.59	0.59	0.59
EBIT	0.04	-0.54	-0.24	14.48	14.84
<i>EBIT Margin</i>	<i>9.8%</i>	<i>-81.9%</i>	<i>-10.6%</i>	<i>74.8%</i>	<i>68.2%</i>
Financial Management	(0.01)	(0.03)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
EBT	0.03	-0.57	-0.31	14.41	14.77
Taxes	0.03	-0.03	0.00	0.00	0.00
Taxes	0.00	-0.01	-0.41	-2.13	-1.23
Net Income	-0.01	-0.54	-0.71	12.28	13.54

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Asset	0.01	4.76	4.16	3.57	2.98
Account receivable	0.00	5.66	12.38	31.27	36.81
Account payable	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
Operating Working Capital	(0.13)	5.53	12.26	31.15	36.69
Other Receivable	1.50	0.13	0.13	0.13	0.13
Other Payable	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
Net Working Capital	1.34	5.66	12.39	31.27	36.82
NET INVESTED CAPITAL	1.34	10.42	16.55	34.85	39.79
Share Capital	0.01	0.05	0.05	0.05	0.05
Reserves and Retained Profits	0.10	14.59	14.06	13.34	25.62
Net Profit	(0.01)	(0.54)	(0.71)	12.28	13.54
Equity	0.10	14.11	13.39	25.67	39.21
Cash and Cash Equivalent	0.06	8.54	1.19	(5.32)	2.77
Financial debt	1.30	4.85	4.35	3.85	3.35
Net Financial Position	1.24	(3.69)	3.16	9.17	0.58
TOTAL SOURCES	1.34	10.42	16.55	34.85	39.79

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT		(0.54)	(0.24)	14.48	14.84
Taxes		(0.03)	0.00	0.00	0.00
NOPAT		(0.51)	(0.24)	14.48	14.84
D&A		0.08	0.59	0.59	0.59
Change in receivable		(5.66)	(6.73)	(18.89)	(5.54)
Change in Inventories		0.00	0.00	0.00	0.00
Change in payable		0.00	(0.00)	0.00	0.00
Other Changes		1.34	0.00	0.00	0.00
Change in NWC		(4.32)	(6.73)	(18.89)	(5.54)
OPERATING CASH FLOW		(4.74)	(6.38)	(3.82)	9.89
Investments		(4.84)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
FREE CASH FLOW		(9.58)	(6.38)	(3.82)	9.89
Financial Management		(0.03)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
Change in Payable to Banks		3.55	(0.50)	(0.50)	(0.50)
Change in Equity		14.54	0.00	(0.00)	0.00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)		8.49	(6.94)	(4.38)	9.32

Source: ISCC Fintech e stime Integrae SIM; *) for Net Results of Credits - FV

5. I risultati FY20A

ISCC Fintech, fondata nel dicembre del 2019 e avente ad oggetto l'attività di recupero di crediti *unsecured*, ha intrapreso nell'anno FY2020 il suo primo esercizio di attività di recupero crediti anche stragiudiziale, mediante l'acquisto di portafogli deteriorati e tramite l'erogazione di servizi per la Società controllante Conafi SpA.

Il bilancio al 31/12/20 evidenzia ricavi per servizi pari a € 0,05 mln, rappresentati da vendite e prestazioni nei confronti della controllante e proventi su plusvalenze realizzate su crediti acquistati. A questi si aggiungono ulteriori € 0,31 mln derivanti dal risultato netto delle attività finanziarie, ossia dall'attività di recupero crediti (il *core business* della Società) che ha generato un aumento del *fair-value* dello stock di crediti in portafoglio.

Non svolgendo attività industriale, gli unici costi sostenuti dalla Società riguardano spese per il personale, che comprendono compensi ai collaboratori, spese previdenziali, e altri costi operativi, per un totale di - € 0,33 mln. Si registra quindi un EBITDA di € 0,04 mln, positivo nonostante si tratti del primo anno di attività, corrispondente ad un EBITDA *margin* del 9,8%.

Abbiamo ritenuto opportuno anche apportare un *adjustment* all'EBITDA per tenere conto degli effetti di rivalutazione annua al *fair value* del portafoglio dei crediti. Riteniamo infatti che la gestione del portafoglio crediti (con collegato innalzamento del *fair value* nel corso del tempo) rappresenti attività caratteristica di ISCC Fintech, e quindi le relative poste contabili in un processo di riclassificazione del conto economico debbano essere posizionate a monte dell'EBITDA. Nel FY20, essendo il primo esercizio, questa voce non ha nessun tipo di impatto, quindi l'EBITDA *Adj.* è anch'esso pari a € 0,04 mln.

Trascurabile il valore degli ammortamenti e delle svalutazioni, che impatta il margine per poche centinaia di euro. Il Net Income mostra una perdita di € 7mila, e quindi un sostanziale *break-even* nel primo anno di attività aziendale.

A livello patrimoniale si evidenzia una NFP per € 1,24 mln in seguito al finanziamento erogato dalla Capogruppo Conafi SpA per € 1,30 mln. Non ci sono altre poste debitorie di rilievo.

6. Estimates Assumptions FY21E – FY24E

Al fine di pervenire ad una valutazione del “*Fair Value*” di ISCC Fintech abbiamo formulato le stime dei prossimi quattro esercizi (riportate nella tabella precedente). Ciò nondimeno, abbiamo stimato il trend dei portafogli crediti acquistati fino al 2028, con relativo impatto sul conto economico e sullo stato patrimoniale della società.

Per quanto riguarda gli investimenti, nel 2021 la società dovrebbe aver completato:

- l’acquisto del software gestionale e del *know-how* operativo funzionale allo sviluppo trasversale delle attività di recupero crediti, per un importo totale pari a € 3,5 mln
- Oltre all’investimento già effettuato in un portafoglio di NPL (il cui *gross book value* è pari a circa € 112,6 mln), un investimento in un portafoglio di crediti finanziari NPL per circa soli € 0,36 mln (con *gross book value* a € 357,2 mln).

Il numero totale di posizioni del portafoglio già acquistato e del secondo investimento sono circa 81.000. Si tenga conto che gli *unsecured* granulari vengono acquistati intorno all’1-1,5% (da qui la ridotta entità facciale del secondo portafoglio).

Con riferimento al primo portafoglio, le sue principali caratteristiche sono:

- Prevalenza di crediti finanziari *unsecured* (90%) e *unsecured* relativi ad utilities (10%)
- *Size* media complessiva pari a € 3.500; *size* minima di € 100; *size* massima di € 57.000.

Per quanto riguarda i flussi generati dal primo portafoglio, abbiamo lavorato sulla base di quanto segue:

- Dal primo al terzo anno si dovrebbero registrare incassi derivanti dall’attività stragiudiziale;
- Nel secondo anno si ipotizzano incassi per transazioni a c.d. saldo e stralcio (per un 10% delle posizioni per le quali è stata attivata l’azione giudiziale si potrebbe procedere a transazione bonaria con un saldo e stralcio al 40%);
- Sempre nel secondo anno, si sostengono tutte le spese e gli onorari legali per le azioni esecutive;
- Dal terzo al sesto anno si producono i flussi finanziari positivi da pignoramenti per crediti con importi fino a € 11.000 (il piano di rientro è stato stimato da 3 a 5 anni in base ad una rata pignorabile di € 200 circa);
- Al terzo anno si presuppone un incasso al 50% delle posizioni con «ticket» maggiore di € 11.000 (che potrebbe essere ceduto ad un *hedge fund* post-pignoramento);
- Dal quinto al settimo anno si ipotizzano incassi per transazioni relative a posizioni che prevedono un pignoramento immobiliare.

Per quanto concerne le principali caratteristiche del secondo investimento, abbiamo assunto che possano essere quelle riportate qui sotto:

- Totalità di crediti finanziari di tipo *unsecured*;
- *Size* media complessiva pari a € 7.300; *size* minima di € 1.500; *size* massima di € 68.000.

Con riferimento ai flussi generati dal secondo investimento, abbiamo effettuato le stime seguenti:

- Dal secondo al quarto anno si registrano incassi derivanti dall’attività stragiudiziale;
- Nel terzo anno di piano si ipotizzano incassi per transazioni a c.d. saldo e stralcio (si prevede che per un 20% delle posizioni per le quali è stata attivata l’azione giudiziale si proceda a transazione bonaria con un saldo e stralcio al 50%);

- Nel terzo anno si sostengono le spese e gli onorari per le azioni esecutive;
- Dal quarto anno si producono flussi finanziari positivi da pignoramenti (il piano di rientro è stato stimato da 3 a 5 anni).

Per entrambi i portafogli abbiamo assunto che:

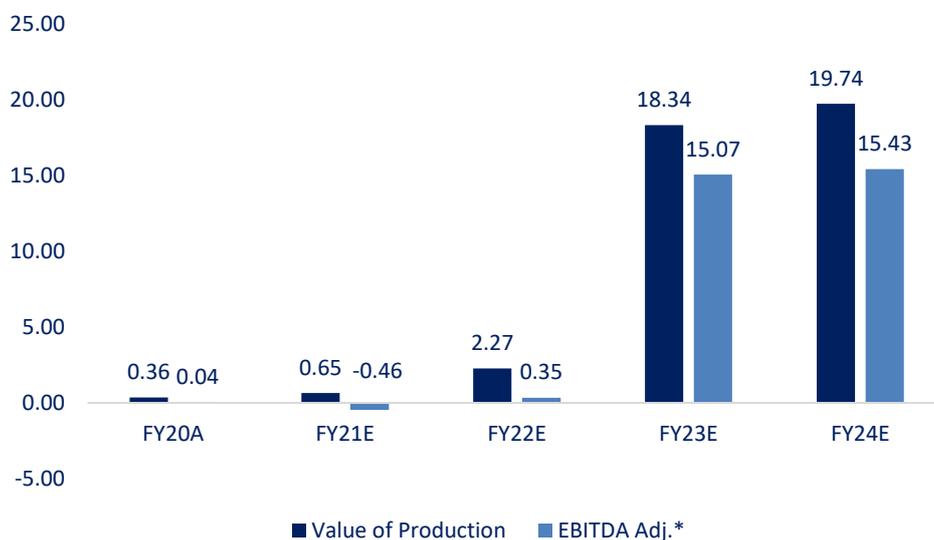
- Per la porzione di portafoglio su cui si effettuano le azioni legali si prevede una caduta pari al 20% per premorienza/perdita lavoro/altri pignoramenti in coda. Su queste posizioni che non produrranno incassi, le spese legali per l'avvio delle procedure sono comunque calcolate per intero;
- Per le posizioni per cui si prevede una transazione per saldo e stralcio, le spese sono calcolate in base al relativo decreto ingiuntivo.

Precisiamo che il piano prevede la cessione ad un prezzo di realizzo del 50% di un segmento di crediti con azioni legali già impostate ad un hedge fund (tra il terzo ed il quarto anno di esercizio del piano), rinunciando in tal modo a una quota dei ricavi da pignoramenti.

Nel comunicato stampa del 29/12, la società comunica di aver sottoscritto un accordo vincolante per l'acquisto di un portafoglio di crediti NPL unsecured di nominali € 483 mln e composto da 54.117 posizioni derivante prevalentemente da contratti al consumo. Con i proceeds derivanti dall'IPO, abbiamo stimato inoltre che la società acquisti nel 2022 portafogli per circa ulteriori € 400 mln di nominali ad un prezzo che riteniamo in linea con gli acquisti precedenti. In linea con la media dei due portafogli precedenti anche le stime di recupero.

6.1 FY21E – FY24E Estimates

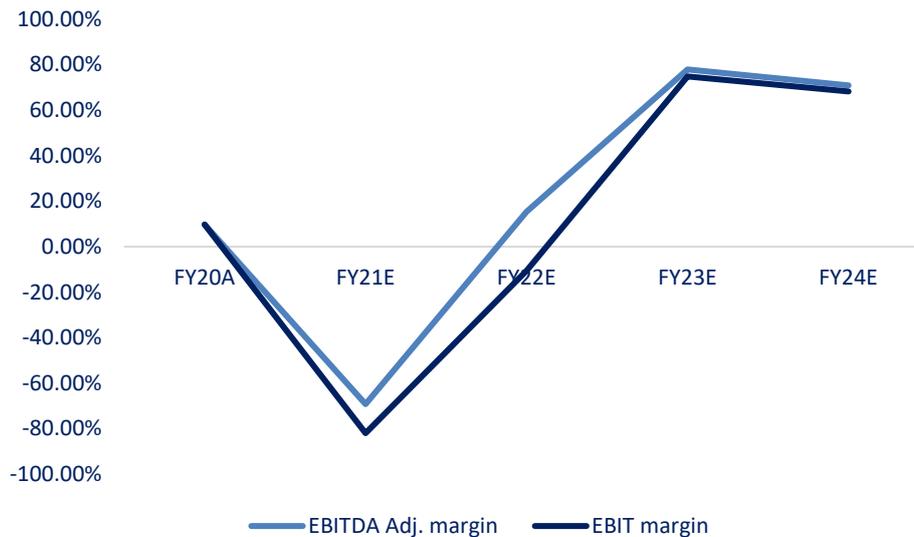
Fig. 15 – VoP & EBITDA Adj. FY20A – FY24E



Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento dei proventi positivi a conto economico derivanti dall'attività di recupero crediti che, secondo le nostre stime, passeranno dai € 0,36 mln del FY20A a € 19.74 mln del FY24E. Ricordiamo che la natura dei componenti di ricavo per ISCC Fintech è duplice: 1) utili da negoziazione per cessione/realizzo dei crediti; 2) incremento del *fair value* dello stock di crediti in portafoglio legato ad un efficace azione di *credit management*.

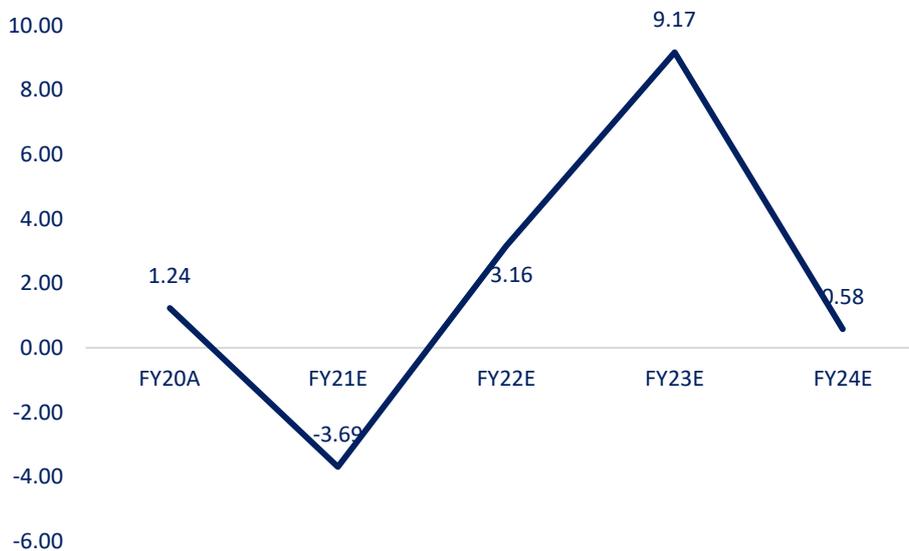
Fig. 16 – EBITDA Adj. margin vs EBIT margin FY20A-FY24E



Source: elaborazione Integrae SIM

Ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA *Adj.* che, secondo le nostre stime, passerà da € 0,04 mln del FY20A a € 15,43 mln del FY24E, con conseguente incremento della marginalità operativa che, secondo le nostre stime, passerà dal 9,8% del FY20A al 71% nel FY24E. Tale elevata marginalità operativa è coerente con la natura del mercato NPL, che presenta IRR sui portafogli acquistati spesso ben oltre il 30,0%.

Fig. 17 – NFP FY20A-FY24E



Source: elaborazione Integrae SIM

L'attuazione del piano legato al *credit management* dei portafogli acquistati prevede l'utilizzo di risorse finanziarie per un importo massimo di € 9,17 mln nel 2023E.

Le nostre stime prevedono che i debiti finanziari necessari alla sua attuazione siano contratti con la controllante ad un tasso del 2,0% e con una scadenza media di 4 anni. Nelle stime non si sono prudentemente ipotizzate relazioni dirette con controparti finanziarie che potessero apportare *funding* di tipo *non-captive*, e quindi acquisto di altri portafogli che non siano quelli riportati precedentemente.

7. Use of proceeds

Le risorse derivanti dall'operazione di IPO saranno utilizzate allo scopo di investire su altri segmenti del mercato NPL (come i crediti *secured*), sul rinforzo della struttura organizzativa, nonché sull'ulteriore sviluppo della propria piattaforma informatica (*unicuum* sul mercato del credit management Italiano).

Il *gross book value* totale degli NPL che l'azienda potrebbe ipotizzare di lavorare post raccolta del funding, potrebbe velocemente raggiungere e superare € 1 mld, con evidenti benefici sul conto economico, a valle degli elevati IRR (anche maggiori del 50%) ottenibili nel settore in questione, grazie alla percentuale contenutissima (1,0-1,5%) applicata sul valore facciale nel momento dell'acquisto dei crediti target e alla leva finanziaria marginale (anche da fonti finanziarie non-*captive*) conseguibile grazie alla ri-capitalizzazione dell'azienda.

8. Valutazione

Abbiamo calcolato il *fair value* della società sulla base delle nostre stime usando in particolare due modelli valutativi: lo sconto dei flussi di cassa (DCF) e l'*Excess Return*. Abbiamo inoltre considerato il *range* così calcolato alla luce dei multipli di aziende *comparables*.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto *fair value range*" di una società caratterizzata da alcune particolarità (enorme mercato potenzialmente aggredibile, flussi di cassa, *management quality*, regolamentazione).

8.1 Il DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'*equity value* di una società sono, come noto, funzione delle stime dei risultati attesi. Oltre al valore dell'*equity*, ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel nostro caso ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale delle nostre stime fino al 2028E, sia per quanto riguarda la gestione dei portafogli crediti che per ciò che concerne il bilancio di ISCC Fintech. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli e/o l'*Excess Return* non sarebbero in grado di approssimare.

Le nostre stime prevedono che, dopo le perdite registrate nel biennio 2020-2022E, dal 2023 al 2028 il flusso di utili netti sia ingente e costante, dimostrando una buona sostenibilità del business (nel 2024E ci aspettiamo un utile netto di € 14,5 mln). I flussi economici, patrimoniali e finanziari rappresentativi di ISCC Fintech devono essere considerati quelli dal 2023-2024 in avanti, esercizio in cui la società sarà secondo le nostre stime "a regime". Motivo questo per il quale nei due diversi modelli valutativi, in più di una ipotesi abbiamo considerato non già dati puntuali, che avrebbero falsato il *fair value range*, ma la media di questi.

In particolare, ai fini del calcolo del *fair value* attraverso il DCF, abbiamo assunto i seguenti parametri:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal rendimento lordo del BTP a 10 anni;
- Il Market Risk Premium coincide con il premio per il rischio del mercato Italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- Il D/E è calcolato in base alle nostre stime;
- Il K_e è stato calcolato tramite CAPM;
- L'Alfa, ovvero il rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo *small cap risk* addizionale è stato assunto pari al 2,5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è quello *levered* dei *peers* della Capogruppo;

- Il tasso di crescita g , per prudenza, è stato fissato all'1%.

Fig. 18 – WACC

WACC		7.67%
Risk Free Rate	1.14% α (specific risk)	2.50%
Market Premium	6.23% Beta Adjusted	0.65
D/E (average)	0.00% Beta Relevered	0.65
Ke	7.67% Kd	2.00%

Source: Elaborazione Integrae SIM

Fig. 19 – Equity Value

DCF Equity Value		148.4
FCFO actualized	21.9	15%
TV actualized DCF	122.8	85%
Enterprise Value	144.7	100%
NFP (FY21E)	3.7	

Source: Elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un WACC del 7.67% e un equity *value* di ISCC Fintech pari a **€ 148.4 mln.**

Di seguito la tabella di sensitivity analysis tra il WACC ed il fattore di crescita G .

Fig. 20 – Sensitivity Analysis

Dati in €/000		Growth				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	7.00%	147.9	157.8	169.5	183.2	199.7
	7.50%	135.3	143.7	153.4	164.7	178.0
	7.67%	131.3	139.2	148.4	159.0	171.4
	8.17%	120.8	127.6	135.3	144.2	154.5
	8.67%	111.6	117.4	124.0	131.5	140.1

Source: Elaborazione Integrae :

8.2 L'Excess Return

La metodologia basata sull'*excess return* indica la capacità aziendale di creare valore, generando risultati superiori ai costi (incluso tra i costi anche la remunerazione del capitale proprio). Il valore creato durante il periodo di previsione (*excess return*) è attualizzato per determinare un avviamento da sommare al valore contabile del patrimonio netto iniziale del periodo di previsione.

Il periodo di previsione si può suddividere in una fase di alta crescita (che nel nostro caso è 8 anni) ed in un successivo momento di stabilizzazione della crescita aziendale e, quindi, della redditività per l'azionista misurata dal ROE (che in ISCC Fintech arriva al 15%). Per calcolare l'*equity value* aziendale si somma il valore attuale degli *excess return* al patrimonio netto iniziale.

L'applicabilità del modello presuppone il verificarsi di un'importante condizione, vale a dire che il *book value* iniziale sia una proxy accettabile del valore corrente delle attività al netto delle passività. Nel caso di ISCC Fintech, abbiamo ipotizzato che il *book value* iniziale fosse pari al picco della PFN raggiunta nel corso delle nostre stime (€ 9,17 mln), simulando una situazione "a regime" dell'azienda (che ricordiamo essere una *start-up*). Altre ipotesi importanti sono un *payout ratio* che, dopo i primi anni di vita di ISCC Fintech in cui non si distribuiscono dividendi, arriva ad essere il 40%, ed un costo dell'*equity* pari a quello utilizzato per il DCF (7,67%).

Fig. 21 – Excess Return

Year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal Year
Net Income	4.14	5.35	6.92	8.95	11.58	14.02	16.30	18.20	19.56	20.24	20.44
- Equity Cost (see below)	1.08	1.40	1.81	2.34	3.03	3.92	4.88	5.89	6.86	7.76	7.84
Excess Equity Return	3.06	3.95	5.11	6.61	8.55	10.10	11.41	12.32	12.69	12.47	12.60
Terminal Value of Excess Equity Return										188.75	
Cumulated Cost of Equity	1.08	1.16	1.25	1.34	1.45	1.56	1.68	1.81	1.95	2.09	
Present Value	2.84	3.41	4.09	4.92	5.91	6.48	6.80	6.82	6.53	96.07	
Beginning BV of Equity	14.11	18.24	23.59	30.52	39.47	51.04	63.66	76.70	89.44	101.18	102.19
Cost of Equity	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
Equity Cost	1.08	1.40	1.81	2.34	3.03	3.92	4.88	5.89	6.86	7.76	7.84
Return on Equity	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.27	0.26	0.24	0.22	0.20	0.20
Net Income	4.14	5.35	6.92	8.95	11.58	14.02	16.30	18.20	19.56	20.24	20.44
Dividend Payout Ratio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.20	0.30	0.40	0.50	0.50
Dividends paid	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.40	3.26	5.46	7.82	10.12	
Retained Earnings	4.14	5.35	6.92	8.95	11.58	12.62	13.04	12.74	11.73	10.12	

Equity Invested	14.11
PV of Equity Excess Return	143.87
Value of Equity	157.97

Source: Elaborazione Integrae SIM

Ne risulta pertanto un fair value di circa **€ 158,0 mln.**

8.3 I multipli

Abbiamo confrontato il *fair value range* ottenuto dall'applicazione dei due modelli valutativi di cui sopra, con lo stesso calcolato attraverso la metodologia dei multipli. Nei nostri data base esistono società dalla comparabilità più o meno accentuata con la ICSS Fintech, ma i multipli 2020, 2021 e 2022 presi a riferimento, essendo applicati su una realtà che, *de facto*, è una *start-up*, restituiscono un valore non significativo e sicuramente non rappresentativo circa il "reale" *fair value* di ISCC Fintech.

A scopo puramente indicativo, evidenziamo che i multipli medi 2021E dei comparables sono 14,7x l'EV/Ebitda e 11,1x il P/E. 6,1x è il multiplo 2021 sul fatturato e 1,4x è il multiplo 2021 sul *book value*.

I multipli menzionati sono tratti dalle medie di *peers* della società controllante Conafi (fonte: Market Connect).

9. Considerazioni finali

Osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dell'*Excess Return*, si perviene ad un **equity value** medio di € 153,2 mln, vale a dire € 11,9 per azione.

Fig. 22 – Equity Value Medio

€ Mln	
DCF Valuation	148.4
Excess Return Valuation	158.0
Average Valuation	153.2

Source: Elaborazione Integræ SIM

L'attività di ISCC Fintech ed i ritorni reddituali che questa è in grado di offrire, riteniamo possano assimilare un investimento in ISCC Fintech a quello di un BTP. Ma con maggiori ed innegabili vantaggi.

Il rischio del BTP è quello sovrano dove il prezzo del bond dipende dalla struttura dei tassi di interesse, dalla cedola e dalla duration (a parte quest'ultima, elementi non modificabili). A meno di ulteriori flessioni dei rendimenti, difficilmente ipotizzabili al momento, non ci sono possibilità di guadagno in conto capitale e alla scadenza il titolo viene rimborsato a 100. Attualmente i rendimenti a 7-8 anni (in linea con le tempistiche di lavorazione degli NPL acquistati da ISCC Fintech) sono molto bassi rispetto alla loro media storica e nei prossimi 7 - 8 anni è decisamente probabile una loro salita. L'IRR attuale lordo dei titoli con vita media residua pari a 8 anni è di circa lo 0,6%. Una crescita dei rendimenti farebbe scendere il prezzo, che comporterebbe una perdita in conto capitale (riducendo l'IRR complessivo dell'investimento) nel caso di una vendita.

L'IRR medio complessivo a scadenza di ISCC Fintech derivante dalla gestione degli NPL è mediamente di circa il 30% e l'ipotizzata crescita dei rendimenti lungo tutta la curva non comporterebbe una sua flessione, perché il prezzo pagato per l'acquisizione dei portafogli NPL si ridurrebbe, salvaguardandone il rendimento a scadenza. Inoltre, i crescenti flussi monetari e di reddito in entrata consentirebbero una crescita del prezzo del titolo azionario, il cui trend – come noto – è funzione del reddito e dei flussi monetari, consentendo un guadagno in conto

capitale in caso di una vendita. Il rischio non è dunque correlato a quello sovrano (sistematico e non eliminabile), ma unicamente alla capacità del management di gestire masse crescenti di NPL.

Da questo punto di vista, riteniamo che la combinazione tra gli skills del management e il software gestionale abbiano ampiamente dimostrato di essere in grado di gestire masse di NPL crescenti.

In altre parole, riteniamo che a livelli di rischio comparabili, l'investimento in ISCC Fintech possa offrire rendimenti superiori rispetto a quello alternativo in un BTP.

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, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist 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 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). 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 INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisory of ISCC Fintech S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by ISCC Fintech S.p.A.
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of Global Coordinator.

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