

Data produzione: 30 Marzo 2022 - h. 20:00

Data pubblicazione: 31 Marzo 2022 - h. 7:00

ISCC Fintech	<i>Italy</i>	<i>Euronext Growth Milan</i>	<i>Fintech Credit Management</i>
Rating: BUY (Inv)	Target Price: €11.90 (Inv)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-2.5%	-12.1%	n.a.	n.a.
to Euronext Growth Milan	-4.8%	-4.9%	n.a.	n.a.
to FTSE Italia Star	-3.6%	0.9%	n.a.	n.a.
to FTSE Italia All-Share	3.5%	-2.0%	n.a.	n.a.
to Eurostoxx	0.1%	-2.8%	n.a.	n.a.

Stock Data

Price	€ 5.01
Target price	€ 11.90
Upside/(Downside) potential	137.5%
Bloomberg Code	ISCCIM
Market Cap (€m)	€ 64.63
EV (€m)	€ 52.60
Free Float	21.49%
Share Outstanding	12,900,000
52-week high	€ 7.00
52-week low	€ 4.26
Average daily volumes (3m)	16,250

Key Financials (€m)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Assets Under Management	110.7	550.0	1016.0	910.0
EBITDA Adj.	-0.1	0.0	0.4	15.1
EBIT	-0.1	-0.4	-0.2	14.5
Net Profit	-0.1	-0.3	-0.7	12.3
EBITDA Adj. margin	-35.3%	n.m.	15.4%	77.9%
EBIT margin	-35.6%	n.m.	n.m.	74.8%
Net Profit margin	n.m.	n.m.	n.m.	67.0%

Main Ratios	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
EV/EBITDA Adj. (x)	n.m.	1711.3	n.m.	3.5
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	n.m.	3.6
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	5.3

Antonio Tognoli

antonio.tognoli@integraesim.it

Stocks performance relative to Euronext Growth Milan



FY21 Results

I risultati del FY21 sono migliori rispetto alle nostre stime. Il valore della produzione è cresciuto da € 0,25 mln del FY20 a € 1,49 mln (€ 0,66 mln la nostra stima) e l'Ebitda è positivo per € 1,52 migliaia (negativo per € 0,48 la nostra stima). L'incremento dei ricavi è diretta conseguenza della prima lavorazione dei portafogli di crediti NPL, derivanti in larga parte dall'attività di recupero stragiudiziale (Phone Collection). Il risultato nelle dell'esercizio 2021 non ha beneficiato dell'effetto economico del credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione previsto dal Decreto del 23/4/2018 di importo massimo pari a € 0,5 mln, in quanto tale ricavo potrà essere contabilizzato (e ripartito nei prossimi quattro esercizi) solamente previo riconoscimento dell'agevolazione da parte del Ministero dello Sviluppo Economico, che verrà presumibilmente ricevuto nel secondo trimestre del 2022.

2022-25E Forecast

I risultati del FY21 ci permettono di lasciare invariate le nostre stime per il 2022-24E.

Successivamente alla chiusura del 2021 e precisamente in data 17 gennaio, ISCC Fintech ha perfezionato il contratto di acquisto di un portafoglio di crediti NPL unsecured riconducibile al mercato secondario dal valore nominale di circa € 483 mln, composto da n. 54.117 posizioni, derivanti prevalentemente da contratti di credito al consumo. Riteniamo che il 2022 comincerà progressivamente a beneficiare degli effetti delle azioni poste in essere per la valorizzazione del portafoglio NPL, sia in relazione alle attività di recupero stragiudiziale sia in

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 €145,3 mln, mentre l'Excess Return di € 161,0 mln. Ne risulta pertanto un equity value medio pari a circa € 153,3 mln, vale a dire € 11,9 per azione. Invariato pertanto il nostro Buy rating, TP a € 11,9 per azione e risk Medium. Riteniamo che a livelli di rischio comparabili, l'investimento in ISCC Fintech possa offrire rendimenti superiori rispetto a quello alternativo in un BTP.

1. I risultati del 2021

I risultati del FY21 sono migliori rispetto alle nostre stime. Il valore della produzione è cresciuto da € 0,25 mln del FY20 a € 1,49 mln (€ 0,66 mln la nostra stima) e l'Ebitda è positivo per € 1,52 migliaia (negativo per € 0,48 mln la nostra stima).

Fig. 1 – 2021 actual vs forecast

	2021		
	Actual	Forecast	% Ch
VoP	1.49	0.66	126%
Ebitda	0.00	-0.48	n.m.
Ebitda margin	n.m.	n.m.	n.m.

Source: ISCC Fintech e Integrae SIM

L'incremento dei ricavi è diretta conseguenza della prima lavorazione dei portafogli di crediti NPL, derivanti in larga parte dall'attività di recupero stragiudiziale (Phone Collection). I ricavi da incassi da piani di rientro e transazioni hanno raggiunto € 0,94 mln (€ 0,17 mln nel FY20) di cui € 0,31 mln relativi all'attività di rivendita dei portafogli (€ 0,022 nel FY20), € 0,15 mln da proventi di consulenza ed assistenza legale effettuata dalla LAWYERS nei confronti di soggetti terzi rispetto al Gruppo (€0,097 mln nel FY20) e € 0,02 mln derivanti dall'applicazione del criterio del costo ammortizzato. I ricavi dell'esercizio includono solo in minima parte (€ 0,1 mln) gli incassi derivanti dall'attività di recupero giudiziale, in quanto le azioni legali compiute ed in corso di completamento daranno il loro effetto nei prossimi esercizi.

Il risultato nelle dell'esercizio 2021 non ha beneficiato dell'effetto economico del credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione previsto dal Decreto del 23/4/2018 di importo massimo pari a € 0,5 mln, in quanto tale ricavo potrà essere contabilizzato (e ripartito nei prossimi quattro esercizi) solamente previo riconoscimento dell'agevolazione da parte del Ministero dello Sviluppo Economico, che verrà presumibilmente ricevuto nel secondo trimestre del 2022.

I costi della produzione sono pari a € 1,49 mln (€ 0,34 mln nel FY20) ed includono i costi diretti per la lavorazione ed il recupero stragiudiziale e giudiziale dei crediti, i costi di struttura e il costo del personale. Anche per i costi, valgono le considerazioni in termini comparativi rispetto al precedente esercizio, vista sui ricavi. L'aumento dei costi rispetto al FY20 è dovuto principalmente al maggior costo del lavoro, consulenza e legali per il recupero dei crediti, nonché per l'ammortamento dei costi capitalizzati relativi al processo di quotazione e all'accantonamento a fronte dell'indeducibilità dell'IVA.

Il Patrimonio netto al 31 dicembre 2021 ammonta a € 14.4 mln (€ 0,018 mln nel FY20). Il significativo incremento rispetto al precedente esercizio deriva dall'operazione di aumento di capitale relativo alla quotazione che ha consentito una raccolta di € 14,5 mln.

All'attivo circolante evidenziamo il saldo dei crediti NPL iscritto a fine esercizio ad un valore pari a € 1,46 mln (€ 1,21 mln nel FY20) a fronte di un valore nominale dei crediti (GBV) di € 167,3 mln (€ 102 mln nel FY20).

L'attivo immobilizzato include gli investimenti in attività immateriali relativi ai costi del processo di quotazione e all'acquisto dalla controllante Conafi in data 13/12/2021 per € 3,5 mln della piattaforma informatica, gestionale e tecnologica dalla stessa sviluppata e

appositamente reingegnerizzata per gestire l'intero processo di valorizzazione e recupero del credito.

L'analisi dei flussi di cassa evidenzia ancora uno squilibrio a livello della gestione operativa e la conseguente copertura del fabbisogno, anche relativo all'acquisto di portafogli NPL, tramite versamento soci e finanziamento fruttifero da parte della Conafi rispettivamente pari a Euro € 0,08 mln e € 0,2 mln.

1.1 L'attività nel 2021

Nell'esercizio 2021 ISCC Fintech ha progressivamente ottimizzato il suo modello operativo ed organizzativo, con particolare riferimento:

- all'attività di Phone Collection (che impiega circa 40 collaboratori), anche tramite il supporto nelle attività di recupero delle competenze commerciali trasferite dalla controllante Conafi con l'obiettivo di perseguire un modello innovativo di recupero telefonico nel settore;
- all'attività di Home Collection, mediante l'ausilio di un consulente esterno con esperienza ventennale nel settore dell'esazione domiciliare, e con accordi presi con 9 strutture e singoli professionisti per un totale di circa 150 risorse umane dedicate;
- all'attività di recupero giudiziale per il tramite della società controllata LAWYERS Società tra Avvocati S.r.l., che conta circa 80 avvocati convenzionati e specializzati nelle attività di recupero crediti.

ISCC Fintech ha quindi potuto proseguire e sviluppare le sue attività di acquisto di portafogli di crediti NPL, nonché quelle finalizzate alla loro valorizzazione, con un modello di business integrato e tecnologicamente assistito dalla piattaforma informatica e gestionale ISCC-Tech, mettendo così ulteriormente in evidenza le sue caratteristiche peculiari che la contraddistinguono sul mercato, facendone emergere i vantaggi competitivi. Tra questi:

- capacità di valutare i portafogli di crediti NPL da acquisire;
- conoscenza dei debitori che appartengono alla tipologia di clientela (cosiddetti "bad customer") per il trasferimento di competenze e Know-how trentennale da parte della controllante Conafi;
- modello operativo completo e strutturato che poggia i propri valori distintivi su una piattaforma tecnologica integrata, completa e sviluppata internamente.

1.2 La revisione delle stime

I risultati del FY21 ci permettono di lasciare invariate le nostre stime per il 2022-24E.

Successivamente alla chiusura del 2021 e precisamente in data 17 gennaio, ISCC Fintech ha perfezionato il contratto di acquisto di un portafoglio di crediti NPL unsecured riconducibile al mercato secondario dal valore nominale di circa € 483 mln, composto da n. 54.117 posizioni, derivanti prevalentemente da contratti di credito al consumo. A seguito di questa operazione, il portafoglio di crediti NPL della ISCC ammonta a circa € 650 mln. Le nostre stime già includevano l'acquisto (vedi nostra nota del 18 gennaio u.s.).

Riteniamo che il 2022 comincerà progressivamente a beneficiare degli effetti delle azioni poste in essere per la valorizzazione il portafoglio di crediti NPL, sia in relazione alle attività di recupero stragiudiziale tramite Phone Collection e Home Collection sia, in particolare, in relazione allo stato d'avanzamento delle attività di recupero giudiziale.

Il mercato è potenzialmente enorme e le rilevanti potenzialità sono confermate dalla crescita prevista in Italia nei prossimi anni anche in termini dello stock complessivo di NPL e UTP lordi, che stimiamo possa raggiungere oltre 370 mld alla fine del 2022 e oltre € 400 mld nel 2024.

Forte di un settore in decisa evoluzione e anche grazie alla liquidità derivante dall'IPO, riteniamo che ISCC Fintech proseguirà l'attività di acquisto di portafogli di crediti NPL nonché quelle finalizzate alla loro valorizzazione grazie ad un modello di business completo e strutturato che consente di esprimere un vantaggio competitivo importante nei confronti di diretti competitors.

2. Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	0.20	1.35	2.27	18.34	19.74
Other Revenues	0.05	0.14	0.01	1.01	2.01
Value of Production	0.25	1.49	2.28	19.35	21.74
COGS	0.01	0.03	0.00	1.00	2.00
Services	0.33	1.10	3.93	18.16	10.05
Employees	0.00	0.34	1.22	1.59	1.11
Other Operating Expenses	0.00	0.01	1.29	1.37	1.30
EBITDA	-0.09	0.00	-4.16	-2.78	7.29
<i>EBITDA Margin</i>	-35.3%	0.1%	-182.3%	-14.4%	33.5%
<i>Net Result of Credits - FV</i>	0.00	0.03	4.51	17.85	8.14
EBITDA Adj.*	-0.09	0.03	0.35	15.07	15.43
<i>EBITDA Adj. margin</i>	-35.3%	2.1%	15.4%	77.9%	71.0%
D&A	0.00	0.40	0.59	0.59	0.59
EBIT	-0.09	-0.39	-0.24	14.48	14.84
<i>EBIT Margin</i>	-35.6%	-26.4%	-10.6%	74.8%	68.2%
Financial Management	(0.01)	(0.03)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
EBT	-0.10	-0.42	-0.31	14.41	14.77
Taxes	0.00	0.08	-0.40	-2.13	-1.23
Taxes	0.00	-0.01	-0.41	-2.13	-1.23
Net Income	-0.10	-0.34	-0.71	12.28	13.54

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Asset	0.00	4.69	4.16	3.57	2.98
Account receivable	1.22	1.46	8.50	25.00	33.00
Account payable	0.09	4.10	4.00	5.00	7.00
Operating Working Capital	1.13	(2.64)	4.50	20.00	26.00
Other Receivable	0.11	0.50	0.65	0.85	1.00
Other Payable	0.00	0.14	0.15	0.19	0.29
Net Working Capital	1.25	(2.28)	5.00	20.66	26.71
NET INVESTED CAPITAL	1.25	2.42	9.16	24.23	29.69
Share Capital	0.01	0.05	0.05	0.05	0.05
Reserves and Retained Profits	0.10	14.74	14.57	14.22	20.36
Net Profit	(0.10)	(0.34)	(0.71)	12.28	13.54
Equity	0.01	14.45	13.91	26.55	33.94
Cash and Cash Equivalent	0.06	13.38	6.25	3.62	5.45
Financial debt	1.30	1.35	1.50	1.30	1.20
Net Financial Position	1.24	(12.03)	(4.75)	(2.32)	(4.25)
TOTAL SOURCES	1.25	2.42	9.16	24.23	29.69

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT		(0.39)	(0.24)	14.48	14.84
Taxes		0.08	0.00	0.00	0.00
NOPAT		(0.48)	(0.24)	14.48	14.84
D&A		0.40	0.59	0.59	0.59
Change in receivable		(0.24)	(7.04)	(16.50)	(8.00)
Change in Inventories		0.00	0.00	0.00	0.00
Change in payable		4.01	(0.10)	1.00	2.00
Other Changes		(0.25)	(0.14)	(0.16)	(0.05)
Change in NWC		3.52	(7.28)	(15.66)	(6.05)
OPERATING CASH FLOW		3.44	(6.93)	(0.59)	9.38
Investments		(5.09)	(0.06)	(0.00)	(0.00)
FREE CASH FLOW		(1.64)	(6.99)	(0.59)	9.38
Financial Management		(0.03)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
Change in Payable to Banks		0.05	0.15	(0.20)	(0.10)
Change in Equity		14.78	0.17	0.35	(6.14)
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)		13.16	(6.74)	(0.50)	3.07

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

3. Estimates Assumptions FY22E – FY24E

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

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 € 11.253; 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).

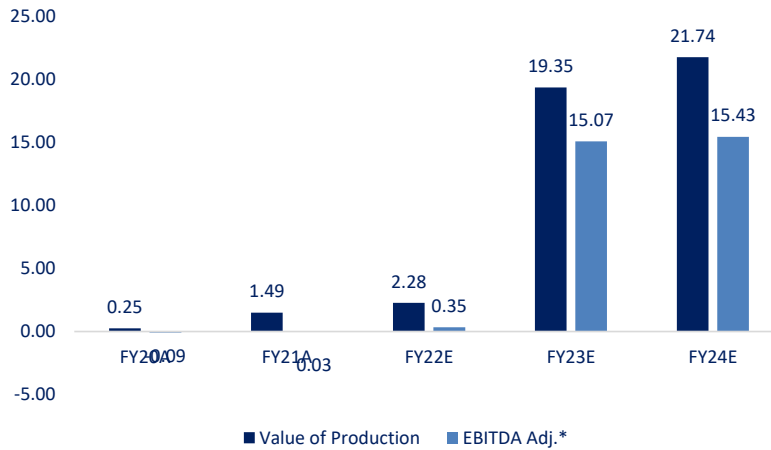
Per entrambi i portafogli abbiamo assunto che:

- 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 le nostre stime prevedono la possibilità di cedere 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.

3.1 FY21E – FY24E Estimates

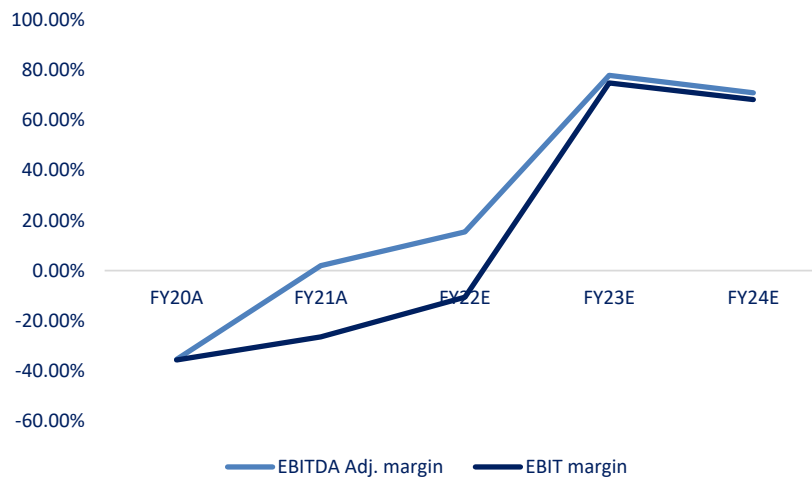
Fig. 2 – VoP & EBITDA Adj. FY20A – FY24E



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 € 0,25 mln del FY20A a € 21,74 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*.

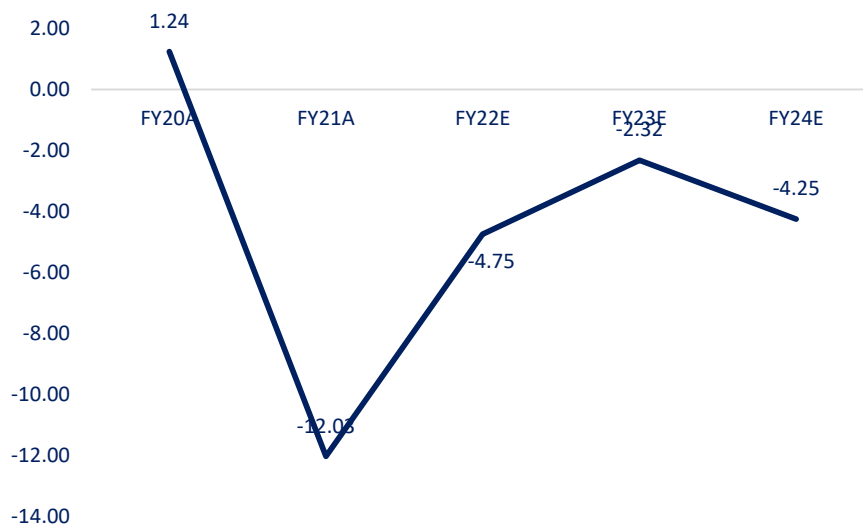
Fig. 3 – EBITDA Adj. margin vs EBIT margin FY20A-FY24E



Source: elaborazione Integrae SIM

Ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA *Adj.* che, secondo le nostre stime, passerà da € -0,09 mln del FY20A a € 15,43 mln del FY24E, con conseguente incremento della marginalità operativa che, secondo le nostre stime, arriverà 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. 4 – NFP FY20A-FY24E



Source: elaborazione Integrae SIM

La PFN, tenuto conto dei recuperi dei portafogli esistenti, dei costi relativi alle spese legali e ai nuovi investimenti, stimiamo raggiungerà € 4,25 mln (cassa) nel FY24E.

4. 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*.

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).

4.1 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 Ke 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. 5 – WACC

WACC		8.31%
Risk Free Rate	1.35% α (specific risk)	2.50%
Market Premium	6.85% Beta Adjusted	0.65
D/E (average)	0.00% Beta Relevered	0.65
Ke	8.31% Kd	2.00%

Source: Elaborazione Integrae SIM

Fig. 6 – Equity Value

DCF Equity Value		145.3
FCFO actualized	28.3	21%
TV actualized DCF	105.0	79%
Enterprise Value	133.2	100%
NFP (FY21A)	12.0	

Source: Elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un WACC dell'8,31% e un equity *value* di ISCC Fintech pari a **€ 145,3 mln.**

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

Fig. 7 – Sensitivity Analysis

Dati in €/000		Growth				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	7.00%	162.2	171.4	182.1	194.8	210.0
	7.50%	149.7	157.4	166.3	176.7	188.9
	8.31%	132.7	138.6	145.3	153.0	161.9
	8.81%	123.8	128.9	134.6	141.1	148.6
	9.31%	115.9	120.3	125.2	130.8	137.1

Source: Elaborazione Integrae

4.2 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. Abbiamo ipotizzato 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.

Fig. 8 – Excess Return

Year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal Year
Net Income	5.63 €	7.83 €	10.88 €	15.13 €	21.02 €	25.56 €	28.78 €	29.87 €	28.31 €	24.03 €	24.27 €
- Equity Cost (see below)	1.20 €	1.67 €	2.32 €	3.23 €	4.48 €	6.23 €	8.19 €	10.20 €	12.08 €	13.68 €	13.82 €
Excess Equity Return	4.43 €	6.16 €	8.56 €	11.90 €	16.54 €	19.33 €	20.60 €	19.67 €	16.22 €	10.34 €	10.45 €
Terminal Value of Excess Equity										142.84 €	
Cumulated Cost of Equity	1.08 €	1.17 €	1.27 €	1.38 €	1.49 €	1.61 €	1.75 €	1.89 €	2.05 €	2.22 €	
Present Value	4.09 €	5.25 €	6.74 €	8.65 €	11.09 €	11.97 €	11.77 €	10.38 €	7.91 €	68.92 €	
Beginning BV of Equity	14.45 €	20.08 €	27.91 €	38.80 €	53.92 €	74.94 €	98.46 €	122.64 €	145.34 €	164.58 €	166.23 €
Cost of Equity	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
Equity Cost	1.20 €	1.67 €	2.32 €	3.23 €	4.48 €	6.23 €	8.19 €	10.20 €	12.08 €	13.68 €	13.82 €
Return on Equity	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	34.1%	29.2%	24.4%	19.5%	14.6%	14.6%
Net Income	5.63 €	7.83 €	10.88 €	15.13 €	21.02 €	25.56 €	28.78 €	29.87 €	28.31 €	24.03 €	24.27 €
Dividend Payout Ratio	- €	- €	- €	- €	- €	0.08 €	0.16 €	0.24 €	0.32 €	0.40 €	0.40 €
Dividends paid	- €	- €	- €	- €	- €	2.04 €	4.61 €	7.17 €	9.06 €	9.61 €	
Retained Earnings	5.63 €	7.83 €	10.88 €	15.13 €	21.02 €	23.52 €	24.18 €	22.70 €	19.25 €	14.42 €	

Equity Invested	14.45 €
PV of Equity Excess Return	146.77 €
Value of Equity	161 €

Source: Elaborazione Integrae SIM

Ne risulta pertanto un fair value di **€ 161,0 mln.**

4.3 I multipli

Abbiamo confrontato il *fair value* 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 2021, 2022 e 2023 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 2022E dei comparables sono 12,3x l'EV/Ebitda e 15,2x il P/E.

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

5. 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 € 153,3 mln, vale a dire € 11,9 per azione.

Fig. 9 – Equity Value Medio

€ Mln	
DCF Valuation	145.3
Excess Return Valuation	161.2
Average Valuation	153.3

Source: Elaborazione Integrae 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 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 0,65%. 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.

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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB and Journalist guild. Mattia Petracca is Co-Head of Research, Alessandro Colombo and Giuseppe Riviello are current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
30/12/2021	5,40	Buy	11,90	Medium	Initiation of Coverage
18/01/2022	5,28	Buy	11,90	Medium	Acquisto Portafoglio

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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.
- Integrae SIM carries out marketing activities on behalf of ISCC Fintech S.p.A.

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.