

IKONISYS

Sector: Health Technology

BUY

Price: Eu1.55 - Target: Eu2.80

Svolta commerciale con Menarini Diagnostics

WebSim Team +39-02-76418200
research@websim.it

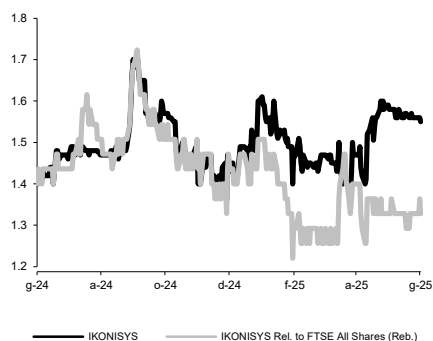
Stock Rating

Rating:	Unchanged		
Target Price (Eu):	from 2.70 to 2.80		
	2024E	2025E	2026E
Chg in Adj EPS	14.4%	22.9%	20.8%

Next Event

FY24 Results Out 30th June 2025

IKONISYS - 12M Performance



Stock Data

Reuters code:	ALIKO.PA		
Bloomberg code:	ALIKO FP		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-2.5%	5.4%	10.7%
Relative	0.6%	5.0%	-5.3%
12M (H/L)	1.71/1.36		
3M Average Volume (th):	4.20		

Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	14
Total no. of shares (mn):	16
Mkt Cap Ord (Eu mn):	22
Total Mkt Cap (Eu mn):	22
Mkt Float - Ord (Eu mn):	6
Mkt Float (in %):	28.7%
Main Shareholder:	
Cambria Co-Invest. Fund LP	37.6%

Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	22
BVPS (Eu):	1.49
P/BV:	1.0
Net Financial Position (Eu mn):	-1
Enterprise Value (Eu mn):	25

Ikonisys, ovvero Aliko Scientific, tramite la controllata Hospitex, ha siglato un accordo di distribuzione esclusiva con Menarini Diagnostics per il mercato italiano, aprendo la strada all'ingresso nei laboratori di anatomia patologica con una gamma completa di soluzioni FISH, citologia e IHC rapida. L'accordo, firmato dalla divisione Corporate Global di Menarini Diagnostics, potrebbe estendersi ad altri 14 paesi europei, moltiplicando il mercato potenziale. L'intesa rafforza la credibilità di Ikonisys e compensa operativamente l'accordo USA con Biocare Medical, non attuato per ragioni regolatorie. Le nuove stime confermano l'obiettivo di break-even EBITDA nel 2026 e ci permettono di alzare lievemente il target price a Eu2.80 da Eu2.70 (upside potenziale oltre l'80%), confermando il BUY.

■ **Accordo strategico con Menarini Diagnostics:** Ikonisys, tramite la controllata Hospitex, ha siglato un accordo di distribuzione esclusiva con Menarini Diagnostics per il mercato italiano. L'intesa prevede la commercializzazione dell'intero portafoglio diagnostico del gruppo (incluso il sistema FISH Ikoniscope20, la citologia, i citocinchi e l'IHC rapida) attraverso la rete di vendita e assistenza tecnica di Menarini Diagnostics. Il contratto, firmato dalla divisione Corporate Global di Menarini Diagnostics, rappresenta un punto di svolta per la presenza commerciale di Ikonisys in Europa.

■ **Mercato italiano e potenziale espansione europea:** Il mercato italiano della citologia e del citocinchi è stimato in circa Eu28mn annui. Menarini Diagnostics, con oltre 10,000 sistemi installati in 30 paesi, ha una presenza consolidata nei laboratori di anatomia patologica. In caso di successo commerciale in Italia, l'accordo potrebbe estendersi agli altri 14 paesi dove Menarini ha una rete diretta, moltiplicando il mercato potenziale di un ordine di grandezza. Una simile dinamica è coerente con la strategia di espansione modulare adottata da Menarini.

■ **Arenato l'accordo Usa con Biocare Medical:** Nel 2023 Ikonisys aveva annunciato un accordo di distribuzione con Biocare Medical per il mercato statunitense, ma l'implementazione è stata sospesa. Nonostante l'approvazione FDA ottenuta da Ikoniscope dal 2008, il distributore avrebbe dovuto affrontare un nuovo iter regolatorio: registrazione FDA propria, licenze statali e certificazioni di qualità. Il conseguente allungamento del time-to-market e l'elevato costo operativo hanno portato, per ora, ad un ridimensionamento del piano commerciale USA.

■ **Target price rivisto al rialzo:** L'aggiornamento della nostra valutazione ci ha portato ad un lieve incremento del TP a Eu2.80 da Eu2.70 per azione, pari ad un potenziale upside superiore all'80%. L'aumento dell'equity risk premium al 6.0% dal 5.5% e la revisione al rialzo dell'indebitamento netto FY24E (Eu2.5mn da Eu0.5mn) sono stati più che compensati dalla riduzione dei capex (Eu0.5mn da Eu1.0mn su base annua) e dal rollover di un anno del modello DCF. L'accordo con Menarini rappresenta un catalizzatore strategico per i ricavi europei e un acceleratore per la credibilità globale di Ikonisys nei confronti di nuovi partner distributivi e investitori istituzionali.

Key Figures & Ratios	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	0	1	2	7	11
EBITDA Adj (Eu mn)	-1	-1	-1	0	2
Net Profit Adj (Eu mn)	-2	-2	-2	-1	1
EPS New Adj (Eu)	-0.236	-0.212	-0.152	-0.085	0.033
EPS Old Adj (Eu)	-0.236	-0.186	-0.124	-0.070	0.043
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	11.9
EV/EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm
P/E Adj	nm	nm	nm	nm	47.4
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	-2.4	-2.9	-1.3	9.0	0.0

IKONISYS – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	1	0	1	2	7	11
EBITDA	-1	-1	-1	-1	0	2
EBIT	-2	-2	-2	-2	-1	1
Financial Income (charges)	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	-2	-2	-2	-2	-1	1
Taxes	0	0	0	0	0	0
Tax rate	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	-2	-2	-2	-2	-1	1
EBITDA Adj	-1	-1	-1	-1	0	2
EBIT Adj	-2	-2	-2	-2	-1	1
Net Profit Adj	-2	-2	-2	-2	-1	1
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	9	10	13	16	16	16
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	10	10	13	16	16	16
EPS f.d	-0.258	-0.236	-0.212	-0.152	-0.085	0.033
EPS Adj f.d	-0.258	-0.236	-0.212	-0.152	-0.085	0.033
BVPS f.d	1.864	1.637	1.778	1.487	1.267	1.300
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	-1	-1	-0	-1	0	2
Change in NWC	-0	0	-0	-1	-0	-0
Capital Expenditure	-1	-1	-6	-1	-1	-1
Other Cash Items	-0	-0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-2	-1	-7	-2	-0	1
Acquisitions, Divestments & Other Items	-0	-0	0	0	0	0
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	0	1	7	4	0	0
Change in Net Financial Position	-2	-1	-0	2	-0	1
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	21	20	25	24	23	22
Net Working Capital	-1	-1	-1	0	0	0
Long term Liabilities	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Net Capital Employed	19	18	23	23	22	21
Net Cash (Debt)	-1	-2	-3	-1	-1	0
Group Equity	18	16	20	22	20	21
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	18	16	20	22	20	21
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap	22	15	20	24	24	24
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-1	-2	-3	-1	-1	0
Enterprise Value	23	18	22	25	26	24
Ratios (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	nm	nm	nm	nm	2.2%	18.5%
EBIT Adj Margin	nm	nm	nm	nm	nm	4.9%
Gearing - Debt/Equity	7.1%	14.3%	12.3%	4.0%	6.6%	-0.4%
Interest Cover on EBIT	nm	nm	nm	nm	nm	81.3
Net Debt/EBITDA Adj	-0.9	-2.4	-2.9	-1.3	9.0	0.0
ROACE*	-12.7%	-11.7%	-12.0%	-9.7%	-6.1%	2.5%
ROE*	-12.4%	-13.0%	-13.8%	-10.5%	-6.4%	2.6%
EV/CE	1.2	0.9	1.1	1.1	1.2	1.1
EV/Sales	37.3	39.2	22.2	11.5	3.7	2.2
EV/EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm	11.9
EV/EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Free Cash Flow Yield	-11.2%	-6.8%	-32.3%	-9.3%	-2.2%	6.6%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	68.9%	-27.3%	122.9%	120.0%	213.6%	59.4%
EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm	1263.3%
EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Net Profit Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
EPS Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
DPS						

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

L'accordo distributivo con Menarini Diagnostics

Lo scorso 4 giugno Aliko Scientific (Ikonisys), attraverso la sua controllata Hospitex International, ha annunciato la firma di un accordo di distribuzione esclusiva con Menarini Diagnostics per il mercato italiano. L'accordo prevede la distribuzione da parte di Menarini Diagnostics del portafoglio completo di soluzioni diagnostiche di Aliko Scientific, tra cui la tecnologia FISH (prodotta da Ikonisys negli Stati Uniti), oltre ai prodotti per la citologia, il blocco cellulare e l'immunoistochimica rapida sviluppati da Hospitex.

Chi è Menarini Diagnostics

Menarini Diagnostics S.r.l., con sede a Firenze, è una società del Gruppo Menarini, primo gruppo farmaceutico italiano e tra i primi 20 sul mercato europeo, con quote di mercato significative nei settori della medicina generale, cardiologia, antibiotici, oncologia e diagnostica. Nel 2024 il Gruppo Menarini ha realizzato un fatturato consolidato di Eu4,603mn (+5.2% YoY), di cui il 79% sui mercati esteri, con un EBITDA margin del 10%, in crescita di 200bps YoY. Il settore farmaceutico rappresenta il 96% del fatturato, il settore diagnostico il 3% ed altre attività l'1%.

Menarini Diagnostics, che nel 2024 ha realizzato un fatturato di quasi Eu140mn, è specializzata in strumenti diagnostici avanzati e reagenti, con certificazioni ISO 9001 e ISO 13485, operando nel campo del self-testing, diagnostica clinica, test per malattie infettive e diagnostica tissutale/forense. È il maggior distributore europeo nel campo della diagnostica in vitro (IVD), con una solida presenza presso i laboratori di anatomia patologica italiani ed europei (circa 10,000 sistemi di laboratorio installati in oltre 30 paesi europei). L'inserimento dei prodotti Aliko Scientific nel suo portafoglio permetterà a Menarini Diagnostics di offrire una delle gamma più complete e integrate attualmente disponibili sul mercato.

Il mercato potenziale

Hospitex stima in circa Eu28mn annui il potenziale del mercato italiano nei segmenti della citologia e del citoincluso, mentre per FISH e immunoistochimica le previsioni verranno definite successivamente, una volta raccolti i primi dati commerciali. L'obiettivo dichiarato del gruppo è raggiungere una quota significativa del mercato.

Riteniamo inoltre che, in un'ottica di medio periodo, l'accordo distributivo con Menarini Diagnostics abbia buone possibilità di essere esteso ad altri paesi europei. Il contratto è stato infatti firmato dall'area Corporate Global di Menarini Diagnostics, che dispone di una rete di vendita diretta in 14 paesi europei, e che in caso di successo commerciale sul mercato italiano dell'offerta Aliko Scientific, potrebbe ritenere di interesse vendere questi prodotti anche negli altri mercati. In un'ipotesi di questo tipo, peraltro piuttosto comune nella strategia commerciale di Menarini Diagnostics, le dimensioni del mercato potenziale beneficerebbero di un fattore moltiplicativo di un ordine di grandezza.

I vantaggi per Aliko Scientific (Ikonisys)

L'accordo con Menarini Diagnostics rappresenta una tappa fondamentale nel processo di crescita di Aliko Scientific, ed i suoi effetti positivi dovrebbero dispiegarsi su un duplice binario.

- **Accelerazione dei ricavi:** la scelta di affidarsi ad un distributore autorevole, ben radicato nel territorio, con rapporti consolidati ai livelli decisionali, in un settore in cui è fondamentale avere un peso ed una credibilità a livello di sistema, dovrebbe dare una forte accelerazione al ciclo commerciale e dei ricavi.
- **Credibilità sui mercati:** l'accordo con Menarini Diagnostics rappresenta anche un'ulteriore dimostrazione della validità dei prodotti di Aliko Scientific, conferendo al Gruppo una maggiore credibilità sia nell'ambito dei mercati finanziari, sia per potenziali attività di M&A, sia nell'interlocuzione con distributori di rilievo per altre aree geografiche, prima tra tutte il Nord America.

Revisione stime

Per quanto riguarda il **FY24**, i cui risultati dovrebbero essere annunciati a fine mese, confermiamo la stima di ricavi a Eu1.0mn ed EBITDA a Eu-0.9mn, mentre la stima di perdita netta passa a Eu2.4mn da Eu2.2mn a causa di una revisione al rialzo degli ammortamenti. La PFN è ora attesa a Eu-2.5mn, rispetto alla precedente stima di Eu-0.5mn, con il delta dovuto a Eu1.3mn di minori aumenti di capitale effettuati rispetto alle attese (Eu2.3mn vs. Eu3.6mn) e ad un maggiore assorbimento da parte del capitale circolante di circa Eu0.7mn.

Sul **FY25** tagliamo la stima di ricavi del 35% a Eu2.2mn (da Eu3.4mn), mentre la stima di EBITDA peggiora solo lievemente a Eu-0.7mn da Eu-0.6mn. Il forte calo delle attese sulla top line è dovuto al fatto che l'accordo distributivo con Biocare Medical, leader globale nelle soluzioni per la ricerca e la diagnostica del cancro, che avrebbe dovuto avere un impatto significativo sui ricavi dal FY25, si è di fatto arenato in quanto, nonostante il sistema Ikoniscope avesse ottenuto l'approvazione FDA già dal 2008, il distributore avrebbe dovuto ottenere a sua volta la registrazione FDA, le licenze statali (USA), e le certificazioni di qualità, allungando fortemente il time to market. La stima di EBITDA FY25 non peggiora tuttavia in misura rilevante, in quanto i costi commerciali e di marketing sono stati ridimensionati per la mancata partenza dell'accordo distributivo in Nord America. Inoltre, ipotizziamo che nel corso del FY25 vengano effettuati aumenti di capitale per un totale di Eu3.7mn, rispetto alla precedente stima di Eu3.0mn, vale a dire Eu2.5mn oltre a quelli già realizzati nell'1H25. La stima di capex viene ridotta a Eu0.5mn da Eu1.0mn.

Per gli **esercizi successivi** riteniamo invece di poter confermare le nostre stime di ricavi ed EBITDA, in quanto pensiamo che l'accordo distributivo con Menarini Diagnostics possa accelerare la crescita dei ricavi sui mercati europei, nonché rappresentare un ottimo biglietto da visita per stringere nuovi accordi distributivi in altre aree geografiche, bilanciando così il venire meno dell'accordo commerciale con Biocare Medical. Anche per gli esercizi successivi abbassiamo la stima di capex a Eu0.5mn da Eu1.0mn su base annua.

Ikonisys – Estimates Revision

(Eu mn)	2024 New	2025 New	2026 New	2027 New	2024 Old	2025 Old	2026 Old	2027 Old	2024 ch.	2025 ch.	2026 ch.	2027 ch.
Sales	1.0	2.2	6.9	11.0	1.0	3.4	6.9	11.0	0.0%	-35.3%	0.0%	0.0%
% YoY growth	6%	67%	440%	67%	6%	333%	108%	67%				
o/w Ikoniscope Platform	0.3	0.5	2.7	4.5	0.3	1.3	2.7	4.5	0.0%	-61.5%	0.0%	0.0%
o/w Maint. serv. & consum.	0.1	0.2	0.3	1.0	0.1	0.2	0.3	1.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
o/w Hospitex	0.6	1.5	3.9	5.5	0.6	1.9	3.9	5.5	0.0%	-21.1%	0.0%	0.0%
EBITDA	-0.9	-0.7	0.1	2.0	-0.9	-0.6	0.1	2.0	0.0%	17.1%	0.0%	0.0%
% of sales	-87.3%	-31.2%	2.2%	18.5%	-87.3%	-17.2%	2.2%	18.5%				
% YoY growth	-6%	-21%	-122%	1263%	-6%	-33%	-125%	1263%				
D&A and Provisions	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
EBIT	-2.4	-2.2	-1.4	0.5	-2.2	-1.9	-1.2	0.7	9.2%	15.9%	17.4%	-27.2%
% of sales	-237.3%	-99.4%	-19.6%	4.9%	-217.3%	-55.5%	-16.7%	6.7%				
% YoY growth	8%	-8%	-38%	-140%	-1%	-13%	-39%	-164%				
Net Financial Charges	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0				
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
Pretax Profit	-2.4	-2.2	-1.4	0.5	-2.2	-1.9	-1.2	0.7	9.1%	16.4%	18.8%	-28.1%
Taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
tax rate	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%				
Consolidated Net Profit	-2.4	-2.2	-1.4	0.5	-2.2	-1.9	-1.2	0.7	9.1%	16.4%	18.8%	-28.1%
% of sales	-243.7%	-101.4%	-19.9%	4.8%	-223.3%	-56.3%	-16.8%	6.7%				
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
Net Profit	-2.4	-2.2	-1.4	0.5	-2.2	-1.9	-1.2	0.7	9.1%	16.4%	18.8%	-28.1%
% of sales	-243.7%	-101.4%	-19.9%	4.8%	-223.3%	-56.3%	-16.8%	6.7%				
Net Financial Position	-2.5	-0.9	-1.3	0.1	-0.5	0.2	-0.8	0.2				

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

Incrementiamo lievemente il nostro target price portandolo a Eu2.80 da Eu2.70, in quanto le variazioni delle stime e delle ipotesi sottostanti al nostro modello DCF tendono in larga parte a compensarsi. Sulla valutazione hanno avuto un impatto negativo l'aumento dell'equity risk premium, portato al 6.0% dal 5.5% a causa dell'accresciuta volatilità dei mercati azionari, e la revisione al rialzo dell'indebitamento finanziario netto FY24E. Tali effetti sono stati tuttavia più che compensati dal rollover di un anno del modello DCF e dalla riduzione delle stime relative ai capex.

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del Discounted Cash Flow Model abbiamo utilizzato le nostre stime esplicitate 2025-2027 e stime 2028-2030 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "g").

Ikonisys – Discounted Cash Flow Model (Eu mn)

	AS OF	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	TV
Net Revenues		2.2	6.9	11.0	15.4	20.0	24.0	25.2
<i>YoY growth</i>		120.0%	213.6%	59.4%	40.0%	30.0%	20.0%	5.0%
EBITDA		(0.7)	0.1	2.0	3.8	5.6	7.2	7.6
<i>EBITDA margin</i>		-31.2%	2.2%	18.5%	24.6%	28.2%	30.2%	30.0%
D&A		(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.0)	(1.0)
EBIT		(2.2)	(1.4)	0.5	2.3	4.1	6.2	6.6
<i>EBIT margin</i>		-99.4%	-19.6%	4.9%	14.9%	20.7%	26.0%	26.0%
Taxes		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>tax rate</i>		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NOPAT		-2.2	-1.4	0.5	2.3	4.1	6.2	6.6
D&A		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.0	1.0
Δ NWC		(0.8)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex		(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
<i>% Capex on net turnover</i>		22.7%	7.2%	4.5%	3.2%	2.5%	2.1%	2.0%
Free Cash Flow		(2.0)	(0.5)	1.4	3.3	5.1	6.7	7.1
<i>Discounting factor</i>		1.00	0.89	0.79	0.70	0.63	0.56	0.50
Discounted Free Cash Flow		(2.0)	(0.4)	1.1	2.3	3.2	3.8	3.5

Source: Websim Corporate estimates

Le principali assunzioni utilizzate nel Discounted Cash Flow Model della Società sono riassunte qui di seguito:

- **Tasso Risk Free** pari al 4.0% (invariato);
- **Equity Risk Premium** pari al 6.0% (dal 5.5%);
- **Beta unlevered** pari a 1.40 (invariato), superiore rispetto all'Adj. Beta rilevato per la Società nell'ultimo triennio, pari a 0.46 (ritenuto poco significativo per la scarsa liquidità del titolo) e rispetto al beta del settore Healthcare Information and Technology europeo fornito da Damodaran, pari a 1.11, per tenere conto del fatto che la Società è ancora nelle fasi iniziali del suo sviluppo commerciale;
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al 5.0% (invariato) che corrisponde ad un tasso reale del 3.0%, e che a nostro avviso riflette il potenziale di lungo termine dei mercati di riferimento nonché gli ampi spazi di crescita della Società in termini di quote di mercato e di espansione geografica.

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** pari al 12.4%.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value pari a Eu55mn, di cui l'85% riconducibile al valore terminale della Società, e in un **Equity Value pari a Eu57mn, equivalente a Eu3.5 per azione fully diluted** (valore che tiene già conto degli ulteriori Eu2.5mn di aumenti di capitale attesi entro fine 2025 al prezzo unitario ipotizzato prudenzialmente a Eu1.50 per azione e della possibile emissione di 0.5mn di azioni per l'earn out a favore degli ex azionisti Hospitex). Al valore ottenuto dall'applicazione del Discounted Cash Flow Model, in funzione della ridotta capitalizzazione di mercato e dell'analogo ridotto flottante (pari a Eu6.2mn a prezzi correnti di mercato), abbiamo applicato uno **sconto liquidità pari al 20%** (invariato). Il nostro **target price** è dunque pari a **Eu2.8 per azione** che, ai prezzi attuali di mercato del titolo, implica un potenziale di rialzo di oltre l'80%.

Ikonisys – Discounted Cash Flow Valuation Summary

A) 2025-30 Discounted Free Cash Flows	8.1	15%
Terminal Value	95.5	
Discounting factor	0.50	
B) Discounted Terminal Value	47.4	85%
C) = (A+B) Enterprise Value	55.4	100%
NFP @ 31.12.2024	(2.5)	
Fixed financial assets	0.1	
FY25E capital increases	3.7	
Equity Value	56.6	
Number of fully diluted shares (mn)	16.1	
Fair Value per share (Eu)	3.5	
20% liquidity discount (Eu)	(0.7)	
Target price (Eu)	2.8	

Source: Websim Corporate estimates

Stante la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performed un'analisi di sensitività analizzando come evolverebbe il target price al variare del costo medio ponderato del capitale ("WACC") e al tasso terminale di crescita ipotizzato ("g").

Ikonisys – Target Price Sensitivity Analysis to WACC and "g"

Target Price Sensitivity to WACC & Terminal Growth					
	10.4%	11.4%	12.4%	13.4%	14.4%
3.0%	2.8	2.5	2.3	2.1	2.0
3.5%	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0
4.0%	3.1	2.8	2.5	2.3	2.1
4.5%	3.4	3.0	2.6	2.4	2.2
5.0%	3.7	3.2	2.8	2.5	2.3
5.5%	4.0	3.4	3.0	2.7	2.4
6.0%	4.4	3.7	3.2	2.8	2.5
6.5%	5.0	4.1	3.4	3.0	2.7
7.0%	5.7	4.5	3.7	3.2	2.9

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi svolta emerge come, pur ipotizzando un tasso di crescita reale terminale del 3.0% ed un contestuale aumento del WACC di due punti percentuali, al 14.4%, vale a dire **in uno scenario** che definiamo **Worst Case**, le nostre stime supporterebbero un target price pari a **Eu2.0**.

A meri fini espositivi, riportiamo qui di seguito una tabella che evidenzia i multipli ai quali Ikonisys tratterebbe a target price.

Ikonisys – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2025	2026	2027
F.d. shares (mn)	16.1	16.1	16.1
Market Cap.	45	45	45
Enterprise Value	46	47	45
EV/Sales	21.0	6.8	4.1
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	22.2
EV/EBIT	n.m.	n.m.	84.5
EV/Capital Employed	2.0	2.1	2.2
P/E	n.m.	n.m.	85.9
P/CEPS	n.m.	n.m.	22.3

Source: Websim Corporate estimates

Company in Brief

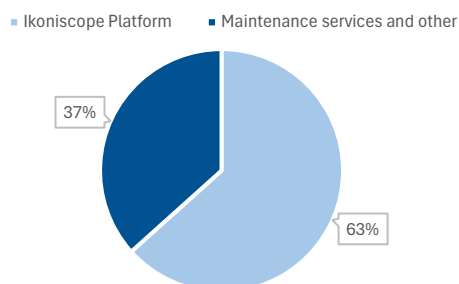
Descrizione della società

Ikonisys è una società di diagnostica cellulare con sedi a Parigi (Francia), New Haven (Connecticut, USA), Milano e Firenze (Italia) specializzata nella diagnosi precoce e precisa del cancro. L'azienda sviluppa, produce e commercializza la piattaforma proprietaria Ikoniscope20, una soluzione completamente automatizzata progettata per il rilevamento e l'analisi accurate e affidabili di cellule rare e molto rare. Nel 2024 Ikonisys ha assunto il controllo totalitario di Hospitex International, leader mondiale nelle preparazioni monostrato standardizzate per citologia.

Punti di forza/Opportunità

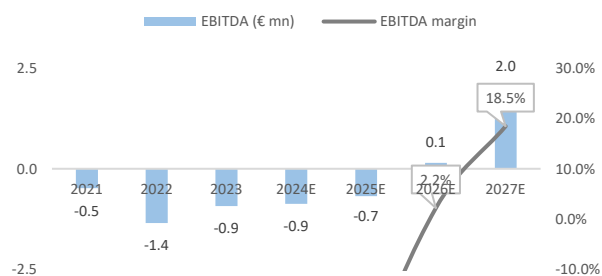
- Leadership nell'automazione dei laboratori: Ikoniscope20 riduce fino al 65% il lavoro manuale di patologi e oncologi
- La carenza di patologi nei principali mercati aumenterà la richiesta, da parte dei laboratori, di sistemi digitali, integrati e automatizzati
- L'acquisizione di Hospitex è fortemente sinergica, in quanto permette di offrire un sistema integrato di diagnosi di 1° e 2° livello
- L'alleanza con Menarini Diagnostics consente di accedere alla principale rete di distribuzione europea nella diagnostica in vitro
- Il mercato globale della diagnostica oncologica nel 2023 ha raggiunto Usd98bn ed è stimato a Usd145bn nel 2028 (CAGR dell'8.1%)

Ikonisys - 2023 Turnover Breakdown by Division



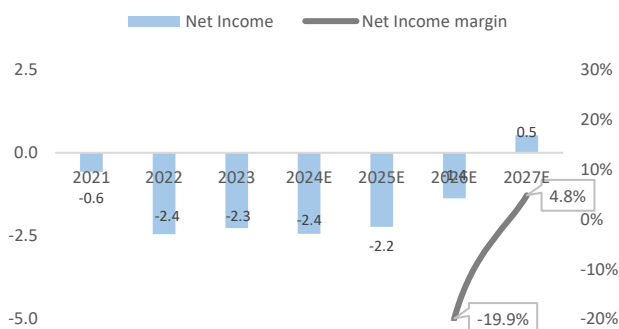
Source: Company Data

Ikonisys - 2021-2027E EBITDA (€ mn) and Adj EBITDA Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Ikonisys - 2021-2027E Net Income (€ mn) & Net Income Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

CEO: Mario Croveto
COO: Francesco Trisolini
CFO: Alessandro Mauri
CSO: Dr. Michael Kilpatrick
CDO: Alessandro Nosei

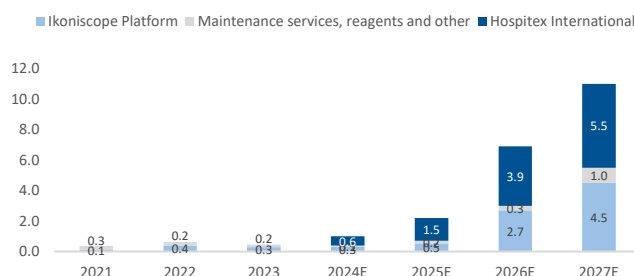
Azionisti

Cambria Co-Inv. Fund	37.6%
Cambria Equity Partn.	13.8%
ETH Scientific S.r.l.	14.3%
MC Consulting S.r.l.	2.5%
Redfish 4 listing S.r.l.	1.7%
CC Holding S.r.l.	1.2%
Treasury shares	0.4%
Market float	28.7%

Rischi/Debolezze

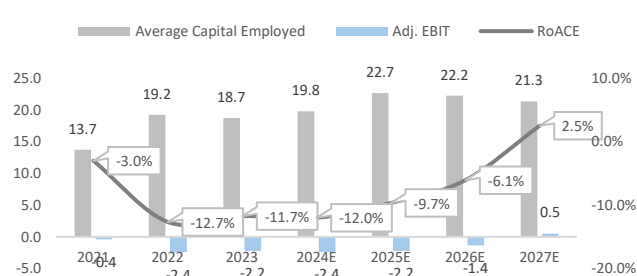
- Necessità di risorse finanziarie aggiuntive per promuovere lo sviluppo commerciale dei prodotti
- Dipendenza da un unico fornitore per la fabbricazione di Ikoniscope20
- Mercato di riferimento soggetto a cambiamenti rapidi sul piano tecnologico
- Ridotta capitalizzazione di mercato

Ikonisys - 2021-2027E Net Turnover Breakdown by Division (€ mn)



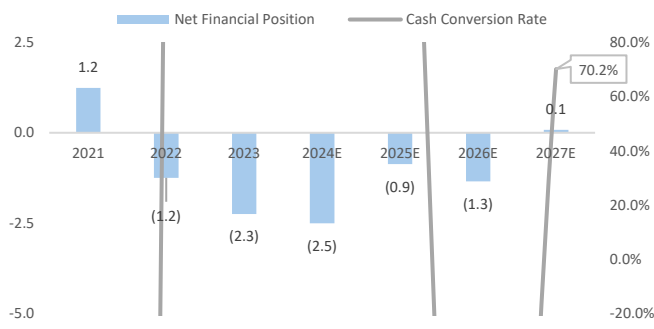
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Ikonisys - 2021-2027E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Ikonisys - 2021-2027E NFP (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	IKONISYS		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (Eu):	2.80	Previous Target (Eu):	2.70
Current Price (Eu):	1.55	Previous Price (Eu):	1.45
Date of report:	23/06/2025	Date of last report:	12/11/2024

DISCLAIMER (for more details go to [DISCLAIMER](#))**IMPORTANT DISCLOSURES**

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under LEGAL NOTICES. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the web page CUSTOMER AREA.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certify that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Ave, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (DCF) model or similar methods such as a dividend discount model (DDM)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price/sales.
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium between 5.5%-6.0% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&PMB40 Index, most of those on the MIDEK Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 31 March 2025 Intermonte's Research Department covered 131 companies.

As of today Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	32.59 %
OUTPERFORM:	37.78 %
NEUTRAL:	29.63 %
UNDERPERFORM:	00.00 %
SELL:	00.00 %

As at 31 March 2025 the distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (74 in total) is as follows:

BUY:	52.70 %
OUTPERFORM:	29.73 %
NEUTRAL:	17.57 %
UNDERPERFORM:	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as the person in charge of carrying out the share buyback plan approved by the shareholders' meeting of ABITARE IN, ANIMA HOLDING, AZIMUT, CIVITANAVI SYSTEMS, ELEN., ELICA, INTRED, PHARMANUTRA, SERVIZI ITALIA, SESA, TMP GROUP, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. provides or has provided corporate brokerage services to ALLCORE, ALMAWAVE, ANTARES VISION, AQUAFIL, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CYGATE, CYBEROO, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ENERGY, ESPRINET, EVISO, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FNM, FRANCHI UMBERTO MARMI, G.M. LEATHER, GPI, GREEN OLEO, GREENTHESIS, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTRED, ISCC FINTECH, ITALIAN EXHIBITION GROUP, LEMON SISTEMI, LUVE, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEEDECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SG COMPANY, SPINDOX, STAR7, TALEA GROUP, ULISSSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA in the last 12 months

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as Financial Content Provider on the company ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, CLEANBNB, COFLE, CROWDFUNDME, CUBE LABS, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, EDILIZIACROBATICA, ELES, ENERGY, EVISO, FAE TECHNOLOGY, FIERA MILANO, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MISITANO & STRACLUZZI SPA, NEEDECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, OSAI AUTOMATION SYSTEM, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SCLUKER FRAMES, SG COMPANY, SIMONE, SOLID WORLD GROUP, SPINDOX, TALEA GROUP, TAMBURI, TINEXTA, TMP GROUP, TPS, ULISSSE BIOMED, XENIA-HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of intermediary appointed in the public purchase and/or exchange offer transaction of SAES GETTERS, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as liquidity provider of BANCA SISTEMA, Zest Group SpA

Intermonte SIM is acting as counterparty to WIIT Fin S.r.l. in connection with call and put options having WIIT S.p.A. shares and dividends as reference underlying.

Intermonte SIM acts as financial advisor to Banco BPM in the context of the offer promoted by Unicredit.

Intermonte SIM acts as ECM advisor to Banca IFIS in the offer promoted on Illimity Bank.

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for AQUAFIL, BANCA GENERALI, BANCA IFIS, BANCO BPM, MAIRE, RETEX SPA, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as market maker on financial instruments with underlying shares issued by A2A, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BCA POP SONDRIO, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINECOBAN, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIOBANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STIMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte Sim S.p.A. has or had in the last 12 months a marketing contract on instruments issued by BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N, WISDOMTREE IRELAND LIMITED

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of specialist on financial instruments issued by ABITARE IN, ALKEMY, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, CIVITANAVI SYSTEMS, COFLE, CYBEROO, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, ELEN., EMAK, ENERGY, GREENTHESIS, MISITANO & STRACLUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMIER, PHARMANUTRA, QF ALPHA INIM, REPLY, SAES GETTERS, SERVIZI ITALIA, SESA, SG COMPANY, SOMEK, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA, WIIT with the obligation to disseminate studies

Intermonte SIM S.p.A. plays or has played in the last 12 months the role of sponsor for UNIDATA S.p.A.

Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short
-----------	---	------------

© Copyright 2025 by Intermonte SIM - All rights reserved

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website [MIFID](#)

Further information is available