

ISCC FINTECH

Sector: Financial Services

BUY

Price: Eu3.02 - Target: Eu4.00

Il tocco di Mida?

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

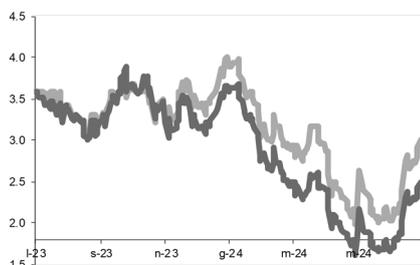
Stock Rating

Rating: BUY (New Coverage)
Target Price (Eu): 4.00 (New Coverage)

Next Event

1H24 Results: September 12th 2024

ISCC FINTECH - 12M Performance



— ISCC FINTECH
— ISCC FINTECH Rel. to FTSE All Shares (Reb.)

Stock Data

Reuters code: ISC.MI
Bloomberg code: ISC IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	45.2%	2.0%	-14.7%
Relative	46.8%	2.7%	-36.4%
12M (H/L)			4.00/1.98
3M Average Volume (th):			14.68

Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	13
Total no. of shares (mn):	13
Mkt Cap Ord (Eu mn):	39
Total Mkt Cap (Eu mn):	39
Mkt Float - Ord (Eu mn):	8
Mkt Float (in %):	19.4%
Main Shareholder:	
Conafi SpA	60.9%

Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	14
BVPS (Eu):	1.09
P/BV:	2.8
Net Financial Position (Eu mn):	1
Enterprise Value (Eu mn):	38

- **Un'eccellenza nel mercato NPL unsecured granulare: BUY, TP €4.0.** ISCC Fintech, costituita nel dicembre 2019, è la società specializzata nel *Credit Management* del Gruppo Conafi, da cui ha ereditato un'ultratrentennale esperienza nell'erogazione e nel recupero crediti, un *database* storico completo di informazioni su tutta la clientela servita ed una piattaforma tecnologica che permette di industrializzare sia la fase di selezione e acquisto dei portafogli *NPL*, sia la loro gestione con procedure stragiudiziali o giudiziali. La specializzazione nel mercato *NPL unsecured granulare* (con size fino a €30k), consente alla Società di acquistare crediti a meno dell'1% del nominale e trasformarli in alcuni casi in crediti incassabili al 100% tramite pignoramento dello stipendio o della pensione. Avviamo la copertura di ISCC Fintech con *rating BUY* e *target price* a €4.0, corrispondente ad un potenziale upside di oltre il 30% rispetto alle quotazioni correnti.
- **Una nicchia al riparo dalla concorrenza dei big.** Il mercato degli *NPL* in Italia, che nel 2017 aveva raggiunto un picco di transazioni pari a €72bn, oggi vale solo €20-21bn. La specializzazione di ISCC Fintech su portafogli *NPL unsecured granulari*, costituiti da crediti con *aging* anche elevati, acquisiti sul mercato secondario, in grado di generare alti rendimenti, posiziona la Società in un segmento di mercato non coperto dai grandi investitori (Intrum, Amco, Ifis npl, iQera, Fire), ponendola in un contesto competitivo caratterizzato da minori pressioni concorrenziali.
- **Una rete di recupero crediti capillare.** Un ulteriore punto di forza di ISCC Fintech è che essa è strutturata per gestire le attività di recupero crediti in tutte le fasi, stragiudiziali e giudiziali. Per le attività di recupero stragiudiziali si avvale di una rete di 10 collaboratori per la *phone collection* e di oltre 120 collaboratori distribuiti capillarmente a livello nazionale per la *home collection*. Per le azioni di recupero giudiziale si avvale della rete, in circa 80 province, di oltre 250 avvocati partner della Lawyers StA, partecipata al 33% e consolidata integralmente. Tali strutture sono flessibili e possono crescere in tempi rapidi in base ai volumi da gestire.
- **Completata la fase di start-up.** Con il 2023, che si è chiuso con una perdita netta di €3.4mn, ISCC Fintech dovrebbe avere concluso la sua fase di *start-up*, avendo posto le basi per un flusso di ricavi crescente dal 2024 in avanti grazie agli €61.9mn di cause legali in corso su clientela solvibile, €12.9mn dei quali sono già stati convertiti in €3.2mn di ricavi nel mese di aprile grazie alla cessione di un portafoglio.
- **Crescita alimentata dalle nuove acquisizioni di portafogli.** Nel 2024 stimiamo che i ricavi crescano del 245% YoY a €9.3mn e l'*EBITDA* raggiunga €4.3mn dalla perdita di €2.3mn del 2023. Ipotizzando l'acquisto di €400mn all'anno di nuovi portafogli (€500mn nel 2024), con un investimento netto annuo di €2.4mn (€3.0mn nel 2024), stimiamo che l'*EBITDA* possa raggiungere €12mn entro il 2030 (*base case*). A parità di altre ipotesi, stimiamo una *sensitivity* del *target price* pari a €0.40 per azione per ogni milione di euro di variazione dell'*EBITDA* atteso per il 2030.

Key Figures & Ratios	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	3	9	10	11	12
EBITDA Adj (Eu mn)	-2	4	5	5	6
Net Profit Adj (Eu mn)	-3	3	3	3	4
EPS New Adj (Eu)	-0.264	0.244	0.233	0.253	0.281
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	nm	8.8	8.1	7.0	6.2
EV/EBIT Adj	nm	11.6	10.5	8.1	7.1
P/E Adj	nm	12.4	13.0	11.9	10.7
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	0.3	-0.2	-0.4	-0.5	-0.7

ISCC FINTECH – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	5	3	9	10	11	12
EBITDA	1	-2	4	5	5	6
EBIT	0	-3	3	4	4	5
Financial Income (charges)	-0	-0	0	0	0	0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	-0	-3	3	4	5	5
Taxes	-0	-0	-0	-1	-1	-1
Tax rate	-547.6%	-0.3%	3.9%	15.9%	27.8%	27.8%
Minorities & Discontinued Operations	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Net Profit	-0	-3	3	3	3	4
EBITDA Adj	1	-2	4	5	5	6
EBIT Adj	0	-3	3	4	4	5
Net Profit Adj	-0	-3	3	3	3	4
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	13	13	13	13	13	13
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	13	13	13	13	13	13
EPS f.d	-0.005	-0.264	0.244	0.233	0.253	0.281
EPS Adj f.d	-0.005	-0.264	0.244	0.233	0.253	0.281
BVPS f.d	1.114	0.850	1.095	1.327	1.581	1.862
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	-2	4	3	3	4
Change in NWC	-9	-1	-3	-2	-2	-2
Capital Expenditure	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Other Cash Items	0	0	-0	-0	-0	-0
Free Cash Flow (FCF)	-8	-4	0	1	1	1
Acquisitions, Divestments & Other Items	0	0	0	0	0	0
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	0	0	0	0	0	0
Change in Net Financial Position	-8	-4	0	1	1	1
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	5	4	3	3	2	2
Net Working Capital	8	9	12	14	16	19
Long term Liabilities	-3	-2	-2	-1	-1	-0
Net Capital Employed	10	10	13	15	18	20
Net Cash (Debt)	4	1	1	2	3	4
Group Equity	14	11	14	17	20	24
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	14	11	14	17	20	24
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap	63	50	39	39	39	39
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	4	1	1	2	3	4
Enterprise Value	59	50	38	37	36	35
Ratios (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	19.7%	nm	46.1%	46.4%	48.0%	48.8%
EBIT Adj Margin	0.5%	nm	35.2%	36.1%	41.5%	42.7%
Gearing - Debt/Equity	-29.8%	-5.6%	-7.3%	-11.1%	-13.4%	-16.3%
Interest Cover on EBIT	0.8	nm	nm	nm	nm	nm
Net Debt/EBITDA Adj	-4.5	0.3	-0.2	-0.4	-0.5	-0.7
ROACE*	0.4%	-32.8%	27.7%	24.9%	27.1%	26.1%
ROE*	-0.4%	-25.0%	26.8%	20.0%	18.0%	16.8%
EV/CE	8.2	4.9	3.2	2.6	2.2	1.8
EV/Sales	12.1	18.4	4.1	3.8	3.3	3.0
EV/EBITDA Adj	nm	nm	8.8	8.1	7.0	6.2
EV/EBIT Adj	nm	nm	11.6	10.5	8.1	7.1
Free Cash Flow Yield	-19.9%	-9.4%	1.1%	2.3%	2.2%	3.1%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	224.0%	-44.3%	245.0%	5.6%	10.1%	7.4%
EBITDA Adj	62356.7%	nm	nm	6.3%	14.0%	9.1%
EBIT Adj	nm	nm	nm	8.2%	26.5%	10.6%
Net Profit Adj	nm	nm	nm	-4.8%	8.9%	11.0%
EPS Adj	nm	nm	nm	-4.8%	8.9%	11.0%
DPS						

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Company in Brief

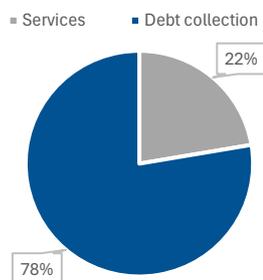
Descrizione della società

ISCC Fintech, azienda nata nel 2019, è specializzata nell'analisi e nell'acquisto di portafogli granulari *non performing loans*, da parte di istituzioni finanziarie, *special purpose vehicles* e intermediari finanziari autorizzati ex art. 106 TUB. Opera, inoltre, nell'attività di gestione completa del recupero del credito in via stragiudiziale ex art. 115 TULPS (tramite azioni di *phone collection* e *home collection*) e giudiziale (mediante la partecipata Lawyers StA). Il mercato di riferimento, definito granulare, comprende *size* fino a €30k sul settore *unsecured*.

Punti di forza/Opportunità

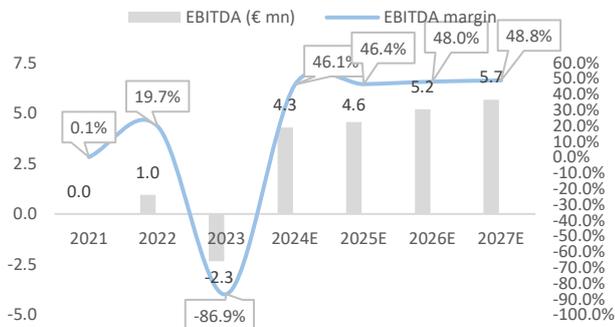
- Forte esperienza nel mondo del credito retail maturata dalla controllante Conafi SpA, presente sul mercato da oltre 30 anni
- Forte specializzazione nel segmento granulare, con industrializzazione dei processi tramite la piattaforma ISCC WEB
- Capacità di gestire in modo efficace ed efficiente ogni fase dell'attività di recupero crediti grazie al controllo di Lawyers StA, che oltre ad una decina di risorse interne conta 250 studi convenzionati e specializzati nelle attività di recupero crediti giudiziale
- Potenziale utilizzo della piattaforma ISCC WEB per sviluppare l'attività di recupero crediti per conto terzi

ISCC Fintech – 2023 Turnover Breakdown



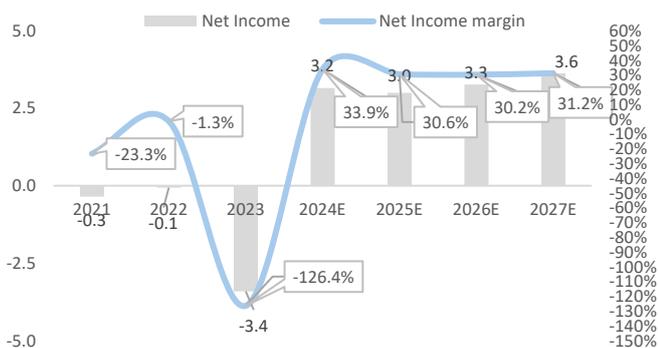
Source: Company Data

ISCC Fintech - 2021-2027E EBITDA (€ mn) and EBITDA Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

Chairman: Nunzio Chiolo

CEO: Gianluca De Carlo

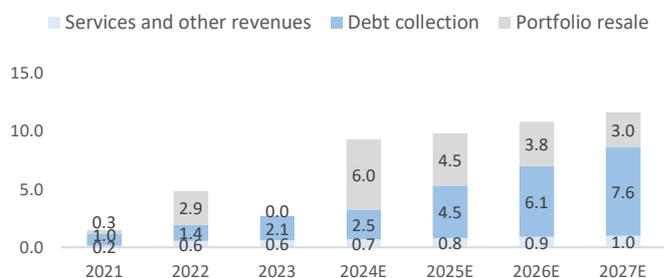
Azionisti

Conafi SpA	60.9%
AcomeA SGR SpA	5.4%
Others	14.3%
Market float	19.4%

Rischi/Debolezze

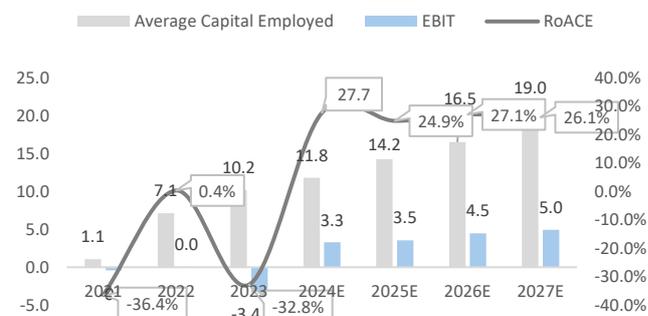
- Disponibilità ridotta di risorse finanziarie per acquisire nuovi portafogli
- Tempi relativamente lunghi necessari per la valorizzazione dei portafogli
- Forte aumento dei costi operativi nel 2022 (+161% YoY, 90% dei ricavi) e nel 2023 (+29% YoY, 199% dei ricavi)
- I ricavi da recupero stragiudiziale non mostrano una dinamica crescente (-2% YoY a €0.94mn nel 2023)
- La componente del portafoglio di qualità più bassa, pari al 92% del totale, con un valore di carico netto di €6.7mn (0.85% del *gross book value*) potrebbe non generare ricavi significativi

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



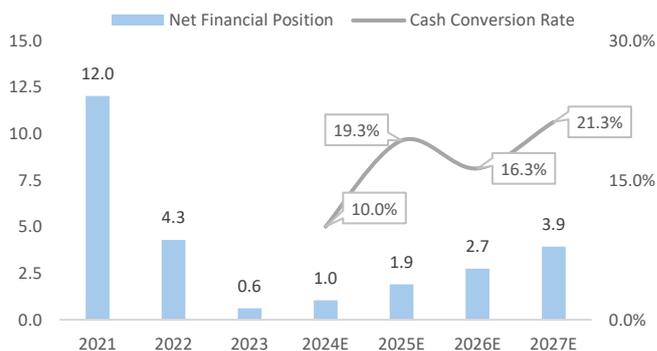
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

ISCC Fintech - 2021-2027E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Sommario

Company in Brief	3
Descrizione societaria	5
Azionariato.....	5
Struttura del Gruppo	6
Mercato di riferimento	7
La generazione di NPL in Italia	7
Il mercato dei NPL in Italia	7
Lo stock di NPL in Italia	8
Gli operatori del mercato NPL in Italia	9
Modello di business	11
Specializzazione nella gestione di portafogli “granulari”	11
Ciclo di vita dei non performing loan.....	11
<i>Know-how</i> e tecnologia	11
Fase 1: individuazione portafogli	12
Fase 2: due diligence e acquisto	13
Fase 3: onboarding e strategia	13
Fase 4: azioni di recupero	13
Fase 5: monitoring e reporting	15
Fattori critici di successo.....	15
Analisi finanziaria	16
Analisi dei ricavi	16
Analisi dei margini	17
Analisi del cash flow e della posizione finanziaria netta.....	18
Stime	20
Assunzioni di base 2024-2027	20
Risultati previsionali 2024-2027	20
Valutazione e conclusioni	23
Discounted Cash Flow Model	23
Conclusioni	25

Descrizione societaria

ISCC Fintech, società con sede a Torino costituita da parte di Conafi SpA il 24 dicembre 2019 come SRL e trasformata in SpA a seguito di delibera assembleare del 18 novembre 2021, è **specializzata nell'analisi e nell'acquisto di portafogli granulari non performing loans (NPL)** da parte di istituzioni finanziarie, *special purpose vehicles* ed intermediari finanziari autorizzati ex art. 106 TUB. Opera, inoltre, **nell'attività di gestione completa del recupero del credito (credit management) in via stragiudiziale** ex art. 115 TULPS, tramite azioni di *phone collection* e *home collection*, e **giudiziale**, mediante la partecipata **Lawyers StA**. Il **mercato di riferimento**, definito **granulare**, comprende size fino a €50k sul settore unsecured.

Una delle caratteristiche di ISCC Fintech è l'intervento sia sul **mercato diretto** sia sul **mercato secondario**, con interesse verso **crediti anche vetusti**. L'azienda nasce dall'**esperienza trentennale del Gruppo Conafi** che, sin dall'inizio degli anni '90, opera **nel mercato del credito al consumo**, dove si afferma come uno degli operatori di riferimento nell'erogazione di finanziamenti con rimborso mediante cessione del quinto dello stipendio, della pensione o mediante delegazione di pagamento ex DPR n. 180/1950, come successivamente modificato dalla Legge n. 80/2005.

La costituzione di ISCC avviene al termine di un iter societario che ha visto, nel **2018**, la **trasformazione di Conafi in holding di partecipazioni** e la successiva **costituzione di veicoli societari** finalizzati ad agevolare l'attività del Gruppo nel settore del credito. In data 20 aprile 2020, ISCC Fintech ottiene la licenza per lo svolgimento dell'attività di recupero stragiudiziale dei crediti per conto di terzi ex art. 115 TULPS.

ISCC Fintech ha acquisito da Conafi un data-base ricco di informazioni di carattere sociologico, contabile, economico-finanziario e reddituale relativo a soggetti ai quali, negli anni, è stata offerta assistenza e, più in generale, sulla **clientela definita "bad customer"**. Tali informazioni, unitamente a quelle rivenienti da banche dati di terzi ed a dati di pubblico dominio, permettono all'azienda, con il supporto di **un'avanzata struttura tecnologica proprietaria denominata ISCC WEB e di personale altamente specializzato**, di valutare il merito di credito e la struttura economico-finanziaria dei propri clienti, al fine di **ottimizzare le strategie di recupero**.

La **piattaforma tecnologica integrata ISCC WEB**, sviluppata all'interno del Gruppo Conafi, ingloba know-how, tecnologia, modelli matematici di scoring economico/patrimoniali relativi all'analisi ed alla valutazione di fattibilità del recupero del credito e di gestione degli incassi e solleciti, sia per l'operatività diretta sia per affiancare gli intermediari creditizi e professionisti (banche, società di gestione, studi legali, ecc.) agevolando così ed **accelerando le fasi 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 per i casi più complessi dove a fronte del credito deteriorato nessuna attività è stata ancora fatta o le azioni condotte non abbiano dato alcun risultato.

Nel **dicembre 2021** si è completato il processo di **quotazione di ISCC Fintech**, con l'ammissione in data 22 dicembre 2021 delle azioni e dei *warrant* della Società alle negoziazioni sul **mercato Euronext Growth Milan**. L'operazione di *IPO*, finalizzata a patrimonializzare la Società con l'ottenimento di risorse finanziarie destinate all'acquisto ed alla valorizzazione di portafogli granulari di crediti *NPL unsecured* con *size ticket* contenute, ha consentito la **raccolta di un controvalore complessivo di risorse pari a €14.5mn** (escluso l'esercizio della *greenshoe* in vendita, pari a €1.5mn), rivolto principalmente a primari investitori istituzionali e professionali, al prezzo di **€5.00 per azione ordinaria**, per complessive **n. 2,900,000 azioni ordinarie di nuova emissione**. L'operazione ha previsto anche **l'emissione di massimi n. 4,825,000 warrant 2021-2024**, da assegnare gratuitamente:

- 1) nel rapporto di **n. 1 warrant ogni n. 2 azioni ordinarie** (per massimi n. 1,600,000 *warrant*), a tutti coloro che hanno sottoscritto le azioni ordinarie nell'ambito del collocamento o che le abbiano acquistate nell'ambito dell'esercizio dell'opzione di *over allotment*;
- 2) nel rapporto di **n. 1 warrant ogni n. 4 azioni ordinarie** (per massimi n. 3,225,000 *warrant*) a tutti coloro che detenevano azioni ordinarie alla data di stacco del 30 maggio 2022.

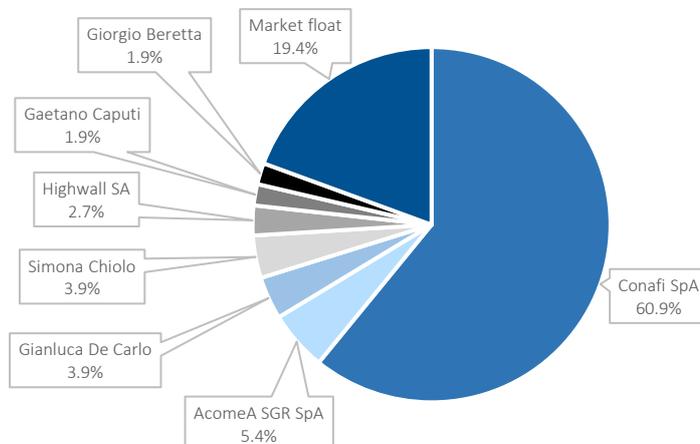
Nel dicembre 2022 si è concluso il primo periodo di esercizio dei *warrant* (dal 1° dicembre al 30 dicembre), nel corso del quale sono stati esercitati n. 87 *warrant* e sottoscritte, al **prezzo di €6.50 per azione**, nel rapporto di **n. 1 azione per ogni n. 1 warrant esercitato**, n. 87 azioni di nuova emissione. Nel dicembre 2023, secondo periodo di esercizio dei *warrant*, nessun *warrant* è stato esercitato. Risultano di conseguenza in **circolazione n. 4,824,902 warrant** che potranno essere esercitati nel corso del terzo e ultimo periodo di esercizio nel dicembre 2024.

Azionariato

Il **capitale sociale** di ISCC Fintech, costituito da **n. 12,900,087 azioni ordinarie**, è **controllato per il 60.9% da Conafi**, mentre il 5.4% è detenuto da AcomeA SGR (entrata in fase di *IPO*) ed il 14.3% fa riferimento ad altri azionisti con quote inferiori al 5%, tra cui il CEO Gianluca De Carlo (3.9%), il CEO di Lawyers Simona Chiolo (3.9%) ed il Vicepresidente Giorgio Beretta (1.9%). La quota rimanente, pari al **19.4% rappresenta**

il flottante di mercato. Il Gruppo Conafi, che fa capo al **fondatore Nunzio Chiolo**, detentore del **64.5% del capitale della controllante di ISCC Fintech**, detiene anche la totalità del capitale sociale di **Prestitò SRL**, società di mediazione creditizia specializzata nel settore dei finanziamenti con cessione del quinto dello stipendio, della pensione e con delegazione di pagamento.

ISCC Fintech – Shareholder Structure

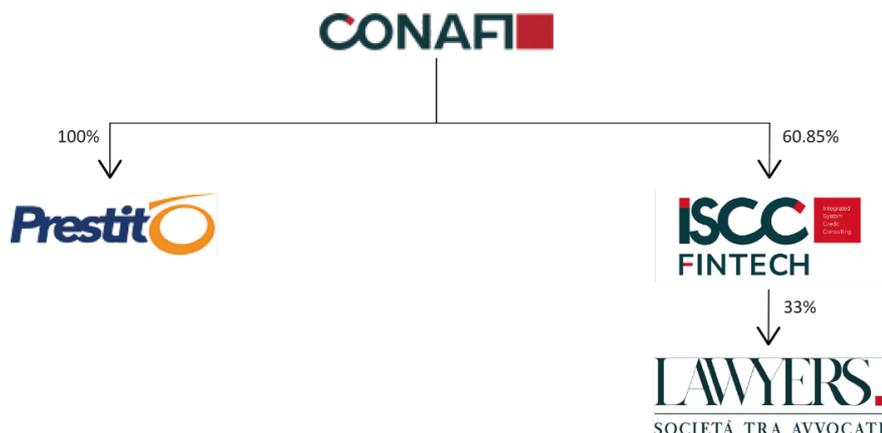


Source: Company data

Struttura del Gruppo

ISCC Fintech detiene il 33% della Lawyers StA SRL, che dispone di una decina di risorse interne impiegate e circa 250 studi professionali convenzionati e specializzati nelle attività di recupero crediti giudiziale. La restante parte del capitale sociale della Lawyers è divisa fra i soci professionisti avvocati, Simona Chiolo (45%), figlia del fondatore del Gruppo e co-fondatrice e CEO di Lawyers, nonché consigliere di amministrazione di Conafi, e Gaetano Caputi (22%), Presidente di Conafi e di Lawyers. **ISCC Fintech esercita sulla Lawyers il controllo di fatto** per influenza dominante in conseguenza dei rapporti contrattuali in essere, e per tale ragione **consolida integralmente la partecipata**. La Lawyers, costituita a fine maggio 2020, e iscritta all'Ordine degli Avvocati di Torino, si è inserita nel progetto di completamento dell'attività di recupero crediti, affiancando la gestione giudiziale delle posizioni all'ambito stragiudiziale svolto direttamente dalla controllante. **La costituzione di una società tra avvocati fornisce un vantaggio competitivo a ISCC Fintech**, in quanto le permette di curare con efficacia ed efficienza ogni fase dell'attività di recupero crediti, dalla gestione stragiudiziale delle posizioni al recupero giudiziale e coattivo.

ISCC Fintech – Conafi Group Structure



Source: Company data

Il 21 maggio 2024 l'Assemblea degli Azionisti ha nominato il **nuovo CdA della Società per gli esercizi 2024-2026**, confermandone in 5 il numero dei componenti. **Nunzio Chiolo** è stato confermato **Presidente** e **Gianluca De Carlo** **CEO**. Sono stati altresì confermati Giorgio Beretta, già Vicepresidente, e Gianluca Marzinotto, consigliere indipendente, mentre il nuovo consigliere Pasquale Lavacca sostituisce l'ex-consigliere Fabio Felice.

Mercato di riferimento

ISCC Fintech si occupa dell'acquisto di portafogli di *NPL* di proprietà di banche e istituti finanziari pubblici e privati, nonché della gestione e del recupero di crediti per conto proprio e di terzi. L'andamento economico-finanziario della Società è pertanto influenzato dall'evoluzione del **mercato dei crediti non performing in Italia**.

La generazione di NPL in Italia

I flussi di nuovi crediti bancari deteriorati in Italia hanno raggiunto un picco di €71bn nel 2013, come conseguenza della crisi economica scoppiata nel 2006 negli USA e diffusasi globalmente tra il 2007 ed il 2013 in seguito alla crisi dei mutui *subprime* e del mercato immobiliare ed al conseguente fallimento di Lehman Brothers nel 2008. Nel 2013 in Italia il tasso di deterioramento dei crediti bancari (rapporto tra credito deteriorato e stock dei finanziamenti) raggiunse il 4.5%, vale a dire circa 3 volte i livelli precrisi (1.5% nel 2006-2007). **Dopo il 2013**, grazie alla ripresa economica innescata dalle politiche monetarie espansive di tutte le principali banche centrali ed alle nuove normative bancarie che hanno reso le banche più prudenti nell'erogazione dei prestiti, i flussi di nuovi crediti deteriorati in Italia sono diminuiti fino al 2022, anno in cui è stato raggiunto il livello più basso della storia recente, pari a €12bn, con un tasso di deterioramento sceso allo 0.8%. **Nel 2023 il tasso di deterioramento dei crediti bancari in Italia è leggermente risalito**, portandosi all'1.0%, un livello ancora storicamente basso, che è però atteso in ulteriore crescita nel 2024-2025, quando, a causa del rallentamento economico, dovrebbe raggiungere l'1.5% (stime Banca Ifis), un valore comunque non superiore ai livelli precrisi dei mutui *subprime* e dei debiti sovrani.

Annual flows of new loans in default and loan impairment rate in Italy



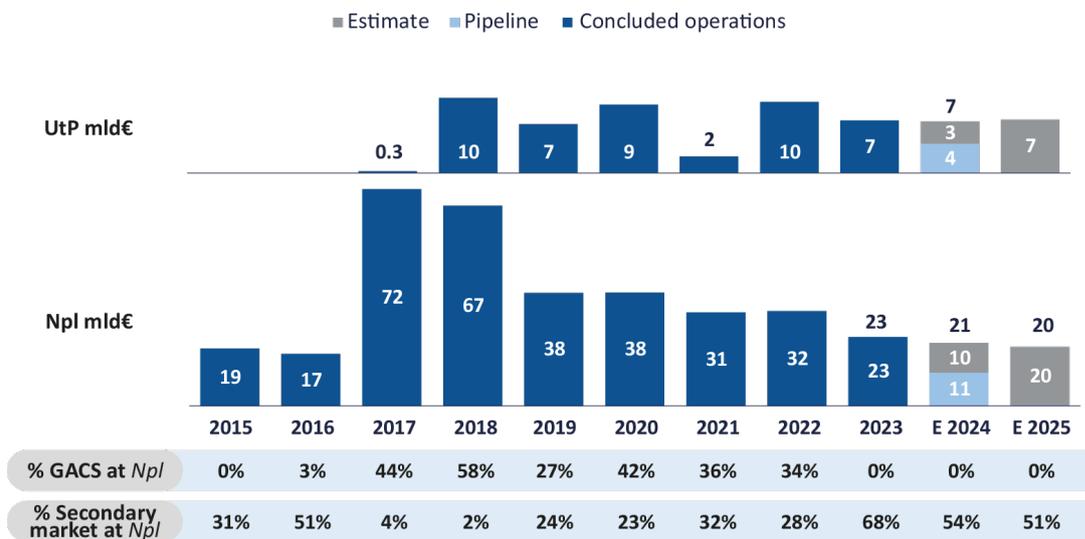
Source: Banca Ifis – Market Watch NPL, February 2024

Il mercato dei NPL in Italia

Lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati in Italia è stato un processo graduale iniziato già a partire dai primi anni 2000, quando si sono verificate le prime sporadiche cessioni di crediti deteriorati da parte delle banche, principalmente a *distressed funds*. Nel 2008, la nascita delle società di gestione del credito ha permesso la creazione di fondi specifici per l'acquisto di *NPL* e la Legge Tremonti ha favorito la cartolarizzazione dei crediti, agevolando la loro cessione sul mercato. **Dal 2011 il mercato dei NPL è cresciuto notevolmente** come conseguenza della crisi economica del 2008-2009 che ha portato ad un aumento dei crediti deteriorati, delle normative europee e nazionali che hanno incentivato la cessione di *NPL* da parte delle banche, e dell'ingresso di nuovi investitori, sia italiani sia stranieri, che ha aumentato la domanda di *NPL*. In quegli anni sono nate delle piattaforme dedicate alla compravendita di crediti deteriorati, come NPL Marketplace e Cerved Credit Market, e si è sviluppato un ecosistema di professionisti specializzati nella gestione di *NPL*. **Dopo il 2015 sono emersi nuovi attori nel panorama degli investitori**, come i fondi sovrani e le grandi società di private equity, mentre le banche hanno sviluppato un approccio più strategico alla gestione degli *NPL*, creando unità interne dedicate e selezionando con maggiore attenzione i crediti da cedere. **Sono inoltre state sviluppate nuove tecnologie per la gestione e l'analisi dei NPL**, che hanno aumentato l'efficienza del mercato. **L'entrata in vigore della Direttiva NPL nel 2021** ha l'obiettivo di rendere il mercato secondario dei crediti deteriorati più efficiente e trasparente. **Lo sviluppo del mercato secondario dei NPL ha avuto un impatto positivo sull'economia italiana**, in quanto ha contribuito a ridurre il livello di *NPL* nelle banche, liberando così risorse che le banche possono utilizzare per erogare nuovi prestiti e dunque favorendo la ripresa economica.

Il GBV (Gross Book Value) dei portafogli NPE (NPL + Unlikely to Pay) transati nel 2023 è stato di €30bn, risultando in calo del 29% YoY. I volumi relativi agli NPL, pari a €23bn (-28% YoY), hanno visto un peso importante del mercato secondario, che ha raggiunto il 68% dal 28% del 2022, per effetto del continuo sviluppo delle piattaforme di vendita e della cessione dei portafogli non core residuali e da parte di operatori storicamente acquisitivi. **Il forecast vede un ulteriore calo del mercato dei NPL a circa €21bn nel 2024** (di cui circa €11bn già in pipeline in febbraio) **e €20bn nel 2025**, confermando la netta prevalenza dei portafogli misti e *unsecured* (95-96% del totale), con un'incidenza del mercato secondario che dovrebbe scendere al 54% nel 2024 ed al 51% nel 2025, in quanto il sistema bancario si è posto il target di mantenere l'NPE ratio medio intorno al 3%.

NPL and UtP transaction trends in Italy

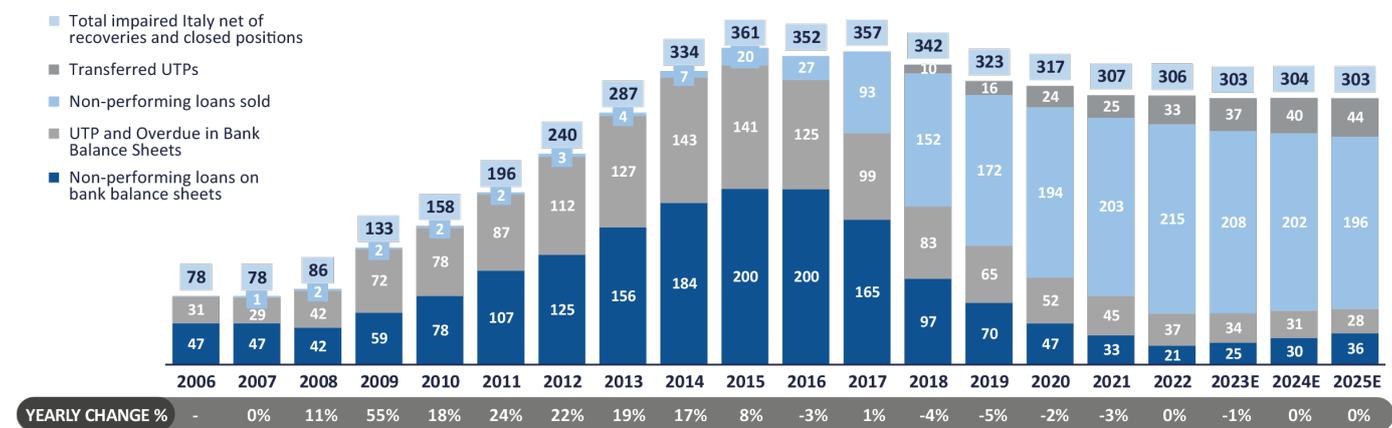


Source: Banca Ifis – Market Watch NPL, February 2024

Lo stock di NPL in Italia

Lo stock di crediti bancari deteriorati in Italia si stima sia diminuito da €361bn del 2015 a €303bn del 2023, grazie alla riduzione dei nuovi flussi ed alla gestione specializzata dei *servicer*, che ha portato ad una maggiore capacità di recupero. **Nel biennio 2024-2025 Banca Ifis prevede una sostanziale stabilità dello stock**, come risultato dell'aumento dei flussi di nuovo deteriorato che compensa la migliorata capacità di recupero. Secondo stime di Banca d'Italia, circa il 30% di queste masse dovrebbe essere rappresentato da *NPL unsecured*. **La quota di mercato di ISCC Fintech, riferita al settore NPL unsecured, è stimata intorno all'1%.**

Estimated total NPE in Italy



Source: Banca Ifis – Market Watch NPL, February 2024

Gli operatori del mercato NPL in Italia

Le imprese attive in Italia nel mercato della tutela del credito sono circa un migliaio, ma la gran parte di questi *player* svolge esclusivamente attività di *service*, mentre pochi sono i *competitor* che acquistano portafogli di crediti *NPL* e che effettuano una lavorazione quasi esclusivamente stragiudiziale e sono ancor meno quelle che investono in proprio nelle attività di recupero giudiziale. Il mercato è stato largamente movimentato a livello di transazioni da grandi operatori che poi si affidano a *servicer* qualificati per la gestione delle attività di recupero. Qui di seguito indichiamo alcuni degli operatori principali del settore.

- **doValue**, fondata nel 2015 e con sede a Verona, è una società quotata nel segmento Star della Borsa Italiana che si occupa della gestione di crediti deteriorati e *in-bonis* per conto di banche e investitori in Italia, Grecia, Spagna, Portogallo e Cipro, offrendo servizi di *servicing*, accessori, immobiliari e di rete esterna. A fine marzo 2024 il suo portafoglio crediti in gestione ammontava ad un GBV di €117bn, di cui €69bn in Italia. Lo scorso 7 giugno ha comunicato di aver stipulato un accordo vincolante con Tiber Investments per l'acquisizione del 100% di Gardant per un corrispettivo in cassa di €230mn e nuove azioni doValue corrispondenti ad una quota del 20% del capitale. A seguito di questa operazione, i principali azionisti di doValue saranno Elliott, Fortress e BainCapital.
- **Gardant**, fondato nel 2021 dalla riorganizzazione del Gruppo Bancario Credito Fondiario e con sede a Roma, è un gruppo attivo in Italia nel settore *dell'Asset Management / Debt Purchasing e Debt Servicing* e fornisce i propri prodotti e servizi sia a istituzioni bancarie e finanziarie sia a investitori istituzionali specializzati nel settore del credito. A fine 2023 aveva *Asset in Special Servicing* pari a €22bn (GBV). La società, che sarà acquisita da doValue, è controllata da Elliott e alcuni investitori privati.
- **Cerved**, fondata nel 1973 e con sede a San Donato Milanese (MI), è una società che offre ad sul mercato italiano ad imprese, istituzioni finanziarie e pubblica amministrazione servizi di *risk intelligence, marketing intelligence, credit management e rating agency*. Nel settembre 2021, Cerved è stata acquisita da ION Group, uno dei più grandi operatori *FinTech* sul mercato a livello internazionale. Il portafoglio crediti in gestione, deteriorati ed *in-bonis*, a fine 2023 ammontava ad €45.7bn. Lo scorso marzo il governo ha dato il via libera all'acquisizione di Prelios da parte di Ion per un corrispettivo di €1.35bn.
- **Prelios**, fondata nel 1990 e con sede a Milano, è uno dei principali gruppi attivi in Italia ed Europa nell'alternative asset management e nei servizi immobiliari specialistici. La controllata Prelios Credit Servicing, fondata nel 1986 con il nome di SIB (Servizi Immobiliari Banche), per prima in Italia ha operato, per conto di primari istituti di credito, come *service provider* nel settore dei crediti deteriorati, ed a fine 2023 aveva in gestione un portafoglio con un GBV di €30bn.
- **Intrum**, fondata nel 1974 e con sede a Stoccolma, è una società svedese leader nella gestione del credito. La filiale italiana, Intrum Italy, fondata nel 2018 e con sede a Milano, gestisce oltre €40bn di crediti deteriorati. Il 49% del capitale di Intrum Italy è controllato da Intesa Sanpaolo.
- **Amco**, fondata nel 1989 con nome SGA (Società Gestione Alloggiamenti) e con sede a Milano, nata come bad bank del Banco di Napoli, dal 2016, a seguito dell'acquisizione da parte del MEF, è stata trasformata in Amco – Asset Management Company ed ha assunto un ruolo strategico nella gestione dei crediti deteriorati in Italia. Il portafoglio di crediti deteriorati in gestione a fine 2023 ammontava a €34.7bn, di cui il 52% come investitore ed il 48% come *servicer*.
- **Banca Ifis**, fondata nel 1983 a Venezia da Sebastien Egon von Fürstenberg, è una banca indipendente, quotata nel segmento Star della Borsa Italiana, che fornisce soluzioni finanziarie per le imprese, compresa la gestione dei crediti deteriorati. La controllata Ifis npl investe principalmente sul mercato primario, acquisendo portafogli *NPL* prevalentemente non garantiti da istituzioni bancarie e finanziarie e gestendoli con procedure stragiudiziali e giudiziali. A fine marzo 2024 il suo portafoglio *NPL* ammontava ad un GBV di €19.8bn e ad un NBV di €1.4bn (7.1% del GBV).
- **iQera**, è un gruppo nato nel 2018 dalla fusione di MCS, leader in Francia per l'acquisizione e la gestione dei crediti bancari, e DSO, il principale gruppo francese di gestione del recupero crediti. Lo sviluppo in Italia è avvenuto con l'acquisizione di Serfin97 nel 2018 e di Sistemina nel 2019. L'area Credit Management di iQera è dedicata alla gestione dei crediti problematici, sia di origine bancaria/finanziaria sia di natura commerciale (*Utility e Telco*). Il suo portafoglio italiano *Special Servicing NPE* a metà 2023 ammontava ad un GBV di €16bn.
- **Fire**, fondata a Catania nel 1992 per iniziativa di Sergio Bommarito, è il principale *Servicer NPL* indipendente non quotato italiano, agendo anche da *servinvestor* su specifiche opportunità. Il portafoglio *NPL* gestito a metà 2023 ammontava ad un GBV di €12bn.

Modello di business

Specializzazione nella gestione di portafogli “granulari”

ISCC Fintech opera nel settore del **Credit Management**, svolgendo l’attività di acquisizione, valutazione, gestione e recupero di crediti problematici acquistati *pro-soluto* da parte di terzi. I principali soggetti da cui la Società acquista crediti sono istituzioni finanziarie, società regolamentate di erogazione di beni o servizi (telefonia, gas, luce), *special purpose vehicles* e società finanziarie ex art. 106 TUB.

Più in particolare, ISCC Fintech è specializzata nella gestione di portafogli cosiddetti “granulari”, ossia con size prevalentemente fino a €30k, costituiti da *NPL unsecured*, ad alto rendimento (*IRR*) e con *aging* anche elevati, principalmente derivanti dal settore finanziario (*consumer e automotive*) e da quello delle *utilities*. Dalla seconda metà del 2023, a seguito dell’estensione del processo civile telematico anche ai procedimenti di competenza del Giudice di Pace, ISCC Fintech è in grado di trattare, nella fase di recupero giudiziale dei crediti, anche NPL con size inferiore a €5k, in quanto anch’essi gestibili nell’ambito del sistema tecnologico ISCC WEB.

L’attività di recupero dei crediti avviene attraverso l’applicazione delle strategie stragiudiziali (*home collection e phone collection*) e giudiziali ritenute più idonee nel caso concreto, che si possono declinare sia in azioni massive e standardizzate sull’intero portafoglio sia, specialmente con riferimento a ticket medio-grandi, in interventi mirati sulle singole pratiche, con la possibilità, ad esempio, di accedere alla procedure per sovraindebitamento o di presentare una querela per truffa.

Ciclo di vita dei non performing loan

Si riporta di seguito una breve descrizione delle singole fasi che caratterizzano la trasformazione di un credito in NPL e l’articolazione delle attività volte al recupero dello stesso.

- **Fase 1: trasformazione del credito in un non performing loan.** Quando un soggetto, titolare di un debito, interrompe i pagamenti per sopraggiunta impossibilità di onorare la sua obbligazione, l’*originator*, ovvero il creditore originario, esperisce i primi tentativi di recupero, spesso con insuccesso. Qualora questa situazione dovesse persistere, il perdurare del credito in uno stato di insolvenza determinerà la sua classificazione in *non performing loan*, ossia in “sofferenza”.
- **Fase 2: cessione del credito al “primo cessionario” (mercato primario).** Può quindi accadere che l’*originator*, non riuscendo a mettere in atto azioni di recupero efficaci, ceda *pro-soluto* la sua posizione ad un soggetto autorizzato, il cosiddetto “primo cessionario”, specializzato nella gestione di crediti *non performing o unlikely to pay*. Se i primi tentativi di recupero messi in atto dal cessionario vanno a buon fine e l’esito della riscossione è positivo, allora il processo di recupero del credito si conclude.
- **Fase 3: re-trade al “secondo cessionario” (mercato secondario).** Qualora i tentativi di recupero messi in atto dal primo cessionario non abbiano successo, quest’ultimo può cedere nuovamente il credito *non performing* ad un terzo soggetto autorizzato, il “secondo cessionario”, che, effettuata una valutazione di “fattibilità” di recupero, stabilisce un corrispettivo che sarà, con tutta probabilità, inferiore rispetto al primo prezzo di acquisto, posto che la sua probabilità di recupero è ormai divenuta molto bassa. Una volta acquistato il credito *non performing*, il “secondo cessionario”, in base al *credit-scoring* ottenuto, attiverà le strategie di recupero ritenute più idonee. In particolare, il secondo cessionario, dopo aver notificato l’avvenuta cessione al debitore, attiverà le strategie stragiudiziali ritenute più idonee al caso concreto; qualora queste non abbiano avuto esito positivo, il secondo cessionario valuterà il passaggio alla fase giudiziale, facendosi altresì carico e anticipando le spese legali e avviando le opportune procedure esecutive. Qualora il processo di riscossione abbia successo, il credito viene recuperato insieme alle spese sostenute.

L’attività di ISCC Fintech si inserisce in quest’ultima fase, quella del mercato secondario. A fine 2023 ISCC Fintech deteneva un portafoglio NPL del valore nominale complessivo di €852.8mn, con un valore di carico pari a circa lo 0.87% del gross book value, vale a dire €7.4mn, contenente 108,676 posizioni, pari ad un ticket medio di €7.8k.

Know-how e tecnologia

La Società opera mediante strumenti avanzati, competenze settoriali consolidate e personale specializzato nell’attività di gestione e recupero crediti. A questo fine, ISCC Fintech si avvale, ai fini del recupero stragiudiziale, di proprie risorse interne, dotate di competenza ed esperienza nell’analisi, nella gestione e nel monitoraggio del processo di riscossione del credito, oltre che, ai fini del recupero giudiziale, di risorse esterne. La Società si avvale altresì di una rete di circa 250 studi legali convenzionati

disseminati su tutto il territorio nazionale che, opportunamente coordinati, si occupano del recupero dei crediti su incarico della partecipata Lawyers StA SRL.

La peculiarità del modello di recupero dei crediti proposto da ISCC Fintech è il fatto che, all'interno dell'attività di recupero crediti tradizionale, **la Società aggiunge l'utilizzo dell'intelligenza artificiale**. Fin dall'inizio, il Gruppo Conafi ha sostenuto significativi investimenti in applicazioni dell'intelligenza artificiale alla propria attività di intermediario finanziario, sviluppando *software* customizzati, innovativi ed affidabili, in grado di gestire l'intero *iter* dell'attività. La **piattaforma ISCC WEB**, che la Società ha acquisito dalla capogruppo Conafi per un controvalore di €4.3mn (da pagarsi in 8 rate annuali fino al 31 dicembre 2028), rappresenta il frutto della combinazione di due piattaforme sviluppate ed implementate nel corso degli anni da Conafi che, nel corso di un quindicennio, hanno consentito la gestione di oltre 300,000 clienti e di €2.5bn di finanziamenti, con risultati molto positivi dal punto di vista della gestione del rischio, dell'automazione dei processi e del recupero dei crediti. La piattaforma si compone di due moduli.

- **NPLWeb** è un modulo gestionale/contabile che permette di censire ciascun credito, gestire la valorizzazione delle varie componenti, registrare gli incassi, definire i piani di rientro e monitorarne lo stato, calcolare le svalutazioni e gestire le registrazioni contabili associate a ciascuna operazione.
- **CRMWeb** è un modulo per la gestione del contatto con il cliente e la gestione del flusso dei processi di recupero. Tale modulo permette di monitorare i vari processi, automatizzando le attività e proponendo a ciascun operatore la corretta sequenza di operazioni.

Grazie alla combinazione di questi moduli, il sistema ISCC WEB si propone quale piattaforma integrata per la gestione dei portafogli di crediti NPL, in grado di registrare tutto il flusso operativo e, in particolare:

- *l'onboarding*;
- le attività di recupero mediante *phone collection*;
- le azioni di recupero esattoriale (*home collection*);
- le azioni giudiziali su tutto il territorio nazionale;
- la gestione ed il monitoraggio degli incassi.

In definitiva, la piattaforma ISCC WEB riesce ad avere sotto controllo, in tempo reale, le informazioni, gli andamenti e gli *economics*.

ISCC Fintech, in conformità con la normativa vigente, provvede ad aggiornare in modo continuativo il **piano di Business Continuity**, che include anche il **piano di Disaster Recovery (DR)**, al fine di mantenere un completo allineamento con l'evoluzione organizzativa e tecnologica della Società. In particolare, il piano di *DR*, mediante la replica dei principali sistemi su un *datacenter* remoto, si propone di ridurre significativamente sia il *Recovery Time Objective* (massimo 4 ore) sia il *Recovery Point Objective* (massimo 24 ore), garantendo così la continuità dei servizi critici.

ISCC Fintech segue un modello di business che si articola in cinque fasi, sintetizzate nel seguente *flow chart*.

ISCC Fintech – The five phases of the Business Model



Source: Banca Ifis – Market Watch NPL, February 2024

Fase 1: individuazione portafogli

Fase preliminare della gestione di ogni credito è l'individuazione di nuovi portafogli *NPL* da acquistare sul mercato. Le decisioni di selezione e acquisto di portafogli sono di **competenza esclusiva del top management** che, forte di una pluriennale esperienza nell'attività di gestione e recupero del credito, individua opportunità di acquisto ed esprime una valutazione preventiva sulla qualità del credito.

Come anticipato precedentemente, ISCC Fintech opera nel **mercato cosiddetto "granulare"**, ossia dedicato a crediti prevalentemente con *size* fino a €30k, con focalizzazione sui soli portafogli di *NPL unsecured* ad alto rendimento (*IRR*), costituiti da crediti con *aging* anche elevati, principalmente derivanti dal settore finanziario (*consumer* e *automotive*) e da quello delle *utilities*. I principali clienti da cui la Società acquista crediti sono istituzioni finanziarie, società di erogazione di beni o servizi (telefonia, gas, luce), *special purpose vehicles* e società finanziarie ex art. 106 TUB.

Fase 2: due diligence e acquisto

Una volta individuato il *target* di acquisto, ISCC Fintech svolge una *due diligence* granulare e approfondita dei portafogli di crediti, che viene compiuta sia attraverso i sofisticati sistemi informatici proprietari per il trattamento dei dati (tra i quali la piattaforma ISCC WEB), sia mediante l'elaborazione manuale da parte dei propri collaboratori; in particolare, l'intero processo di *due diligence* è caratterizzato dalla massima accuratezza e **comprende i seguenti passaggi**:

- segmentazione del portafoglio;
- raccolta di informazioni sui debitori;
- analisi della documentazione;
- verifica dei dati con il *database* interno;
- elaborazione di un *Credit Scoring* Proprietario;
- individuazione di tipologie di lavorazione per segmento/*rating*;
- elaborazione del *business plan* del singolo portafoglio.

In definitiva, lo scopo dell'attività di *due diligence* è quello di **comprendere la composizione del portafoglio e identificare potenziali aree di rischio** che potrebbero incidere sulla capacità della Società di gestire i crediti (ove acquistati) in maniera soddisfacente, riducendo la possibilità di riscossione. Mediante tale attività, inoltre, la Società intende stimare, in via preliminare, i flussi di cassa attesi ed i rendimenti attesi dall'investimento, definire la strategia di recupero più adatta p scenari alternativi al processo di recupero, nonché determinare con precisione il prezzo al quale formulare l'offerta di acquisto.

ISCC Fintech, nella fase di *due diligence*, sfrutta il **vantaggio competitivo garantito dagli oltre trent'anni di attività del Gruppo Conafi**: l'esperienza del Gruppo ha infatti consentito la formazione di un ampio *database* ricco di informazioni di carattere sociologico, commerciale, contabile, economico finanziario e legale, soprattutto relativo alla categoria del cosiddetto "*bad customer*"; tali informazioni, unitamente a quelli rivenienti da banche dati di terzi a cui il Gruppo ha accesso e a dati di pubblico dominio, permettono alla Società, con il supporto di una avanzata struttura tecnologica e di un personale altamente specializzato, di valutare il merito di credito e la struttura economico-finanziaria dei propri clienti e, in definitiva, di ottimizzare le strategie di recupero.

In particolare, la **piattaforma ISCC WEB** consente all'operatore di avere in tempo reale dati organizzativi relativi, ad esempio, alla situazione dei pagamenti, alla concentrazione delle posizioni in essere ed ai criteri assuntivi delle assicurazioni utili ai fini della valutazione dei crediti; in un tempo molto breve, migliaia di posizioni vengono analizzate e valutate singolarmente, tramite una serie di verifiche incrociate sulla possibilità di identificare percorsi di recupero e rimborso sostenibili. In caso di esito positivo della *due diligence*, la Società procede con l'**offerta di acquisto**.

Fase 3: onboarding e strategia

Una volta perfezionato l'acquisto del portafoglio di *NPL*, viene effettuato l'**onboarding sulla piattaforma ISCC WEB**, il sistema tecnologico proprietario integrato per la gestione dei portafogli di crediti *NPL* e per la gestione delle attività di recupero stragiudiziale e giudiziale. Nella fase di *onboarding*, il primo dei due moduli che compongono la piattaforma ISCC WEB (*NPLWeb*) consente di censire ciascun credito, gestendo la valorizzazione delle diverse componenti, registrare gli incassi, definire i piani di rientro e monitorarne lo stato, calcolare le svalutazioni e gestire le registrazioni contabili associate a ciascuna operazione.

Sulla base dei dati estratti, vengono elaborate le **strategie di lavorazione**, che vengono comunicate alle *Unit Operation*. Ciascuna strategia prevede un tipo di lavorazione, scontistiche e tempi di dilazione massimi definiti a priori.

Fase 4: azioni di recupero

L'esecuzione delle attività di recupero dei crediti è effettuata sia internamente, sia esternamente, attraverso una **rete di collaboratori specializzati disseminati su tutto il territorio nazionale** coordinati dalla Società. Il modello operativo di ISCC Fintech, infatti, si basa sull'utilizzo di competenze specialistiche diversificate per le varie tipologie di credito e per le diverse fasi del processo.

La Società ha definito ed ottimizzato un flusso operativo che copre l'intero ciclo di vita del credito, dalla fatturazione all'incasso, in ottica *end to end*. Gli *NPL* vengono gestiti con un **processo industrializzato tramite diversi strumenti**, quali l'attività di recupero con contatto telefonico (*phone collection*) e l'attività di recupero esattoriale presso il domicilio (*home collection*). Il contatto può essere accompagnato da una lettera di diffida a adempiere.

In particolare, l'**attività di phone collection** consiste nello stabilire un dialogo con il debitore, al fine di avvertirlo, mediante solleciti telefonici, della sussistenza e dell'ammontare del debito ed interrogarlo sulla volontà di recuperarlo bonariamente. Per svolgere l'attività di *phone collection*, ISCC Fintech si avvale di 10 collaboratori part-time, che operano presso la sede legale ed operativa del Gruppo, sita in Torino, in Via Aldo Barbero n. 15.

L'**attività di home collection** consiste in un intervento porta-a-porta finalizzato al recupero dei crediti insoluti mediante una consulenza *de visu* nella quale vagliare le varie opzioni di risoluzione, impostando il tentativo di regolarizzazione del contenzioso sulla base delle condizioni contingenti del debitore moroso. Per l'espletamento dell'attività di *home collection*, ISCC Fintech si avvale del supporto di oltre 120 collaboratori distribuiti capillarmente a livello nazionale.

Pur rimanendo obiettivo primario di ciascun intervento il totale recupero dei crediti maturati in termini di capitale, interessi e ulteriori oneri accessori, il collaboratore e l'esattore, al fine di accelerare il processo di incasso, possono concordare con il debitore moroso **piani di rientro** sul debito esistente ovvero **transazioni** con parziale rinuncia al credito in linea capitale e, in tutto o in parte, a interessi e costi accessori. La Società può prevedere importi minimi di incasso al di sotto dei quali l'esattore o il collaboratore non ha il potere di concludere in autonomia accordi con il debitore (cosiddetti limiti delega), salvo la possibilità di chiedere preventiva autorizzazione alla stipula al mandante.

Ove le azioni stragiudiziali non abbiano avuto effetto o qualora, dopo aver fatto ricorso a tali azioni, il credito non venga incassato entro il tempo prestabilito, tramite la partecipata Lawyers StA, ISCC Fintech ha definito e ottimizzato un flusso operativo che copre anche l'intero **iter del recupero giudiziale**. Il recupero crediti giudiziale viene effettuato su iniziativa dello *staff* di supporto legale interno della Società (la struttura *Master Legal*), il quale avvia l'azione legale per il recupero forzoso dei crediti, avvalendosi di collaboratori che, una volta avviata l'azione giudiziale, procedono con il ricorso per l'ingiunzione di pagamento o altro procedimento giudiziale su tutti i crediti insoluti. A questo scopo, in data 13 dicembre 2021, ISCC Fintech ha sottoscritto un contratto di mandato con la partecipata Lawyers, in forza del quale quest'ultima è stata incaricata della gestione giudiziale del recupero crediti intervenendo direttamente sul software ISCC WEB, affinché la Società possa avere piena visibilità e controllo sulle diverse fasi del recupero giudiziale. Questo contratto prevede che l'attività di recupero giudiziale dei crediti venga svolta avvalendosi, ove necessario, di una rete di circa 250 collaboratori disseminati su tutto il territorio nazionale. Il contratto di mandato con Lawyers ha una durata pari a 5 anni e stabilisce che ISCC Fintech riconosca alla partecipata, oltre alla CPA (Cassa Previdenza Avvocati), alle spese generali, all'IVA e alle spese vive affrontate, l'80% dell'importo liquidato dall'Autorità Giudiziaria per ogni attività. La scelta dell'azione giudiziale volta al recupero dei crediti che Lawyers è chiamata a compiere, differisce a seconda della completezza o meno della documentazione contrattuale in possesso di ISCC Fintech.

- Nella maggioranza dei casi, ISCC Fintech, avendo effettuato accurata *due diligence* sui contratti oggetto del portafoglio acquistato, è in possesso della **documentazione completa in ogni sua parte**. Le azioni di recupero dei crediti sottostanti, quindi, essendo soddisfatti i requisiti di legge, avvengono secondo le modalità disciplinate al Libro III del Codice Procedura Civile. In particolare, vengono incoati procedimenti sommari di cognizione volti all'ottenimento del titolo esecutivo. Decorso 40 giorni dalla notifica, il decreto ingiuntivo, in assenza di opposizioni, diviene esecutivo e, dopo l'apposizione della formula esecutiva, si provvede alla redazione e relativa notificazione dell'atto di precetto. Tale atto ha per oggetto l'intimazione a adempiere l'obbligo risultante dal decreto ingiuntivo esecutivo entro un termine non minore di dieci giorni, decorso il quale è possibile iniziare l'esecuzione forzata mediante la notificazione dell'atto di pignoramento. Tutta la procedura sopra descritta, proprio perché si svolge **in assenza di contraddittorio** tra le parti, in mancanza di opposizioni, permette alla Società di iniziare ad incassare le somme relative al proprio credito in 120 giorni dalla proposizione della domanda.
- Nella residuale ipotesi in cui, per via della **documentazione non completa** in possesso di ISCC Fintech, si renda necessaria l'azione di **accertamento del credito**, la relativa domanda verrà proposta seguendo la disciplina dettata al Libro II del Codice di Procedura Civile. Occorrerà, dunque, incoare un procedimento ordinario di cognizione in **contraddittorio tra le parti**. Il procedimento terminerà con l'emanazione di una sentenza con immediata efficacia esecutiva. Apposta la formula esecutiva, decorso, dunque, dieci giorni dalla notifica del già menzionato titolo unitamente all'atto di precetto, verrà iniziata l'esecuzione forzata mediante la notificazione dell'atto di pignoramento che permetterà a ISCC Fintech di veder soddisfatte le proprie ragioni creditorie.
- Oltre alle procedure sopra descritte, Lawyers, al fine di recuperare i crediti di ISCC Fintech, può avviare la **procedura di mediazione**, di **negoiazione** assistita da uno o più avvocati o predisporre scritture private di **transazione**.

Fase 5: monitoring e reporting

Per l'intera durata del processo di gestione e recupero dei NPL, la piattaforma ISCC WEB consente di:

- monitorare le *performance* dei dipendenti e dei collaboratori, verificando puntualmente le attività messe in atto per l'attività di recupero stragiudiziale dei crediti;
- monitorare in tempo reale le singole posizioni contenute nel portafoglio trattato, con indicazione dello stato di lavorazione, di eventuali accordi transattivi o piani di rientro concordati con il debitore e della puntualità degli incassi pervenuti, con eventuale segnalazione ed evidenza di piani disattesi;
- segnalare in maniera completa al *mid* e *senior management* le scelte strategiche e operative per portafoglio, con indicazione dei tempi di lavorazione e obiettivi da raggiungere;
- monitorare le spese legali sostenute sulle posizioni affidate in gestione alla partecipata Lawyers;
- monitorare l'andamento e il rispetto dei tempi delle posizioni affidate in gestione alla partecipata Lawyers per il recupero coattivo del credito;
- verificare periodicamente la congruità con le previsioni indicate nel *business plan* per attuare eventuali azioni correttive.

Fattori critici di successo

Di seguito indichiamo i principali punti di forza di ISCC Fintech che dovrebbero rappresentare i fattori chiave per il successo del suo modello di *business*.

- **Storica presenza nel settore finanziario del Gruppo Conafi**, con un forte know-how nella gestione della Cessione del Quinto dello Stipendio, che ha consentito la formazione di un *database* ricco di informazioni, soprattutto sulla clientela *bad customer*, che garantisce alla Società un significativo vantaggio competitivo.
- **Industrializzazione dei processi di ranking e scoring e di definizione dei piani di rientro**, mediante il ricorso estensivo a piattaforme IT e algoritmi di calcolo; questa operazione di automazione è resa possibile, in particolare, dalla piattaforma ISCC WEB, frutto della combinazione di due piattaforme sviluppate da Conafi.
- **Management team e collaboratori altamente qualificati**, che hanno sviluppato una pluriennale esperienza nell'attività di gestione del credito, in grado di individuare soluzioni flessibili sulla base delle esigenze del debitore.
- **Specializzazione su portafogli NPL unsecured granulari**, costituiti da crediti con *aging* anche elevati, acquisiti sul mercato secondario, in grado di generare alti rendimenti. Tale specializzazione posiziona ISCC Fintech in un segmento di mercato non coperto dai *big player* del *Credit Management*, ponendola dunque in un contesto competitivo caratterizzato da minori pressioni concorrenziali.
- **Capacità di analisi e di due diligence granulare e approfondita dei portafogli di crediti**, che viene compiuta sia attraverso i sofisticati sistemi informatici di ISCC Fintech per il trattamento automatizzato dei dati, sia mediante l'elaborazione manuale da parte dei propri collaboratori, in grado di verificare la corrispondenza delle informazioni relative al singolo credito con fonti di diversa natura e di attuare tutte le procedure potenzialmente idonee ad incassare il credito.
- **Contenuto valore di carico dei portafogli NPL**, mediamente inferiore all'1% del *GBV* (0.86%), che permette alla Società di gestire le negoziazioni stragiudiziali godendo di un'elevata flessibilità, con conseguenti maggiori possibilità di concordare piani di rientro compatibili con i vincoli finanziari dei debitori, oppure di attendere il momento più opportuno per avviare un'azione legale, ad esempio quando il debitore viene assunto a tempo indeterminato o va in pensione, per poter ottenere il pignoramento fino a 1/5 del reddito.

Analisi finanziaria

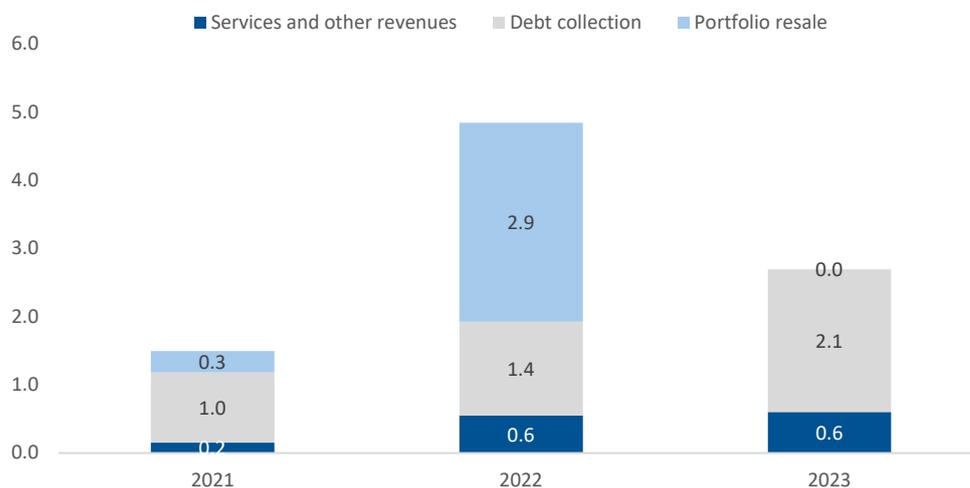
Come premessa all'analisi finanziaria del **periodo 2021-2023**, è bene sottolineare che ISCC Fintech è un Gruppo che ha soli quattro anni di vita, per cui gli scorsi esercizi hanno rappresentato la **fase di start-up**, che per ogni attività imprenditoriale rappresenta un periodo in cui si pongono le basi per lo sviluppo futuro, sostenendo dunque perdite economiche che, in caso di successo del modello di *business*, saranno recuperate nei periodi successivi.

Analisi dei ricavi

Negli ultimi due anni i ricavi del Gruppo ISCC Fintech hanno avuto un andamento altalenante, registrando nel 2022 una crescita del 224% YoY a €4.84mn e nel 2023 un calo del 44% YoY a €2.69mn. Per capire i motivi di tale dinamica dei ricavi è necessario analizzare più a fondo la loro natura, in quanto alcune componenti hanno carattere ricorrente e con una tendenza in forte crescita, mentre altre hanno un andamento discontinuo e molto volatile. ISCC Fintech realizza infatti tre categorie di ricavi caratteristici:

- ricavi da piani di rientro, recupero spese e transazioni;
- ricavi da rivendita di portafogli;
- ricavi per prestazioni di servizi a terzi e altri ricavi.

ISCC Fintech – 2021-2023 Revenue Breakdown (€ mn)



Source: Company data

I ricavi da piani di rientro, recupero spese e transazioni, che per brevità definiremo **ricavi da incasso crediti**, rappresentano la differenza tra la quota di *NPL* che la Società è riuscita ad incassare nel periodo dai debitori, inclusiva di eventuali recuperi spese, ed il valore di carico dei crediti stessi, che a fine 2023 risultava mediamente pari allo 0.86% del valore nominale. Questi ricavi hanno mostrato negli ultimi due esercizi una dinamica molto positiva: nel 2022 sono cresciuti del 34% YoY a €1.38mn (28% del totale ricavi dal 69% del 2021) e nel 2023 del 52% YoY a €2.09mn (78% del totale). **La forte crescita dei ricavi da incasso crediti è principalmente attribuibile alla componente derivante dal recupero giudiziale**, che nel 2023 è cresciuta di circa il 180% YoY raggiungendo €1.15mn, pari al 55% di questa prima categoria di ricavi, rispetto al 30% del 2022, grazie alle azioni legali compiute negli anni scorsi ed in corso di effettuazione. La componente legata al recupero stragiudiziale, invece, nel 2023 ha registrato un lieve calo del 2% YoY a €0.94mn. I ricavi da incasso crediti nel 2022 sono mediamente avvenuti ad un valore pari a circa il 41% del nominale e nel 2023 a circa il 47%, un incremento determinato dal crescente peso della componente giudiziale.

I ricavi da rivendita di portafogli rappresentano le plusvalenze realizzate dal Gruppo sui portafogli di *NPL* ceduti nel corso dell'esercizio. A causa dei lunghi tempi di recupero dei crediti attraverso le azioni stragiudiziali e giudiziali, ISCC Fintech ha infatti bisogno di effettuare periodicamente delle cessioni sul mercato secondario di portafogli precedentemente lavorati e valorizzati, allo scopo di finanziare le nuove acquisizioni di portafogli necessarie ad assicurare la continuità e la crescita del *business*. Tali plusvalenze vanno considerate ricavi caratteristici, in quanto rappresentano una componente del modello di *business* del Gruppo, tuttavia, esse hanno un **andamento discontinuo e molto volatile da un esercizio all'altro**: nel 2021 sono ammontate a €0.31mn (21% del totale) e nel 2022 a €2.91mn (60% del totale), mentre nel

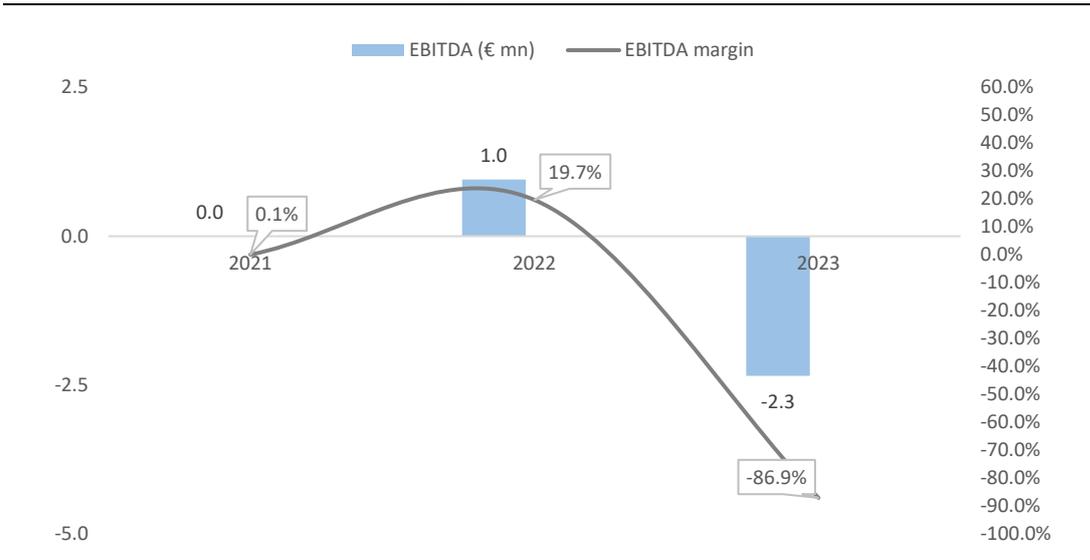
2023 non è stata effettuata alcuna operazione, in quanto il mercato secondario esprimeva prezzi che il management riteneva non soddisfacenti per effettuare delle cessioni. I proventi dell'attività di rivendita del 2022 sono principalmente attribuibili alla cessione *pro-soluto*, nel mese di dicembre, nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, di un portafoglio di crediti *NPL* con un *GBV* di circa €10mn per un corrispettivo di €3mn, pari al 30% del valore nominale, con un impatto sui ricavi di €2.91mn.

I ricavi per servizi prestati a terzi e gli altri ricavi, che nel 2021 erano ammontati a €0.15mn, sono cresciuti a €0.55mn nel 2022 (+256% YoY) e ad €0.60mn nel 2023 (+9% YoY). Nel 2023 sono stati rappresentati per circa 2/3 (22% nel 2022) dai compensi e riaddebiti, pari a €0.40mn (€0.12mn nel 2022), maturati a fronte delle attività di *Special Servicing* e *Master Legal*, svolte da Lawyers nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione avviata nel 2022. Gli altri ricavi includono anche l'effetto economico, complessivamente pari a €0.39mn nel 2022 e ad €0.11mn nel 2023, del credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione della Società e del credito d'imposta a fronte dell'investimento realizzato da ISCC Fintech nel sistema gestionale ISCC WEB (previsto nell'ambito della cosiddetta Transizione 4.0 per investimenti in beni strumentali funzionali alla trasformazione tecnologica e digitale delle imprese), entrambe poste di carattere non ricorrente. Nel complesso riteniamo che questa terza componente dei ricavi, pur avendo rappresentato lo scorso anno il 22% dei ricavi consolidati (11% nel 2022 e 10% nel 2021), sia destinata ad avere in prospettiva un **impatto marginale sui risultati del Gruppo**.

Analisi dei margini

La **marginalità**, che aveva visto un netto **miglioramento nel 2022** grazie alla forte crescita della *top line*, ha subito un **tracollo nel 2023** portandosi in **territorio pesantemente negativo** a causa dell'effetto congiunto di un significativo calo dei ricavi ed un forte aumento dei costi. L'*EBITDA margin*, che nel 2021 era a sostanziale *break-even* (0.1%), è salito al 19.7% nel 2022 (*EBITDA* €0.95mn) per poi scendere al -86.9% nel 2023 (*EBITDA* €-2.34mn).

ISCC Fintech – 2021-2023 EBITDA and EBITDA Margin



Source: Company data

Il 2023 è stato infatti un esercizio in cui il Gruppo, oltre a non avere concluso alcuna cessione di portafogli sul mercato secondario, ha effettuato un'intensa opera di **lavorazione e valorizzazione dei portafogli di crediti NPL con conseguente forte aumento dei costi operativi**, i cui effetti in termini di ricavi si vedranno negli esercizi successivi. Le intense e approfondite attività svolte sui portafogli di crediti *NPL* hanno infatti consentito a ISCC Fintech di **enucleare nel 2022 circa 5,000 posizioni per un GBV di circa €55mn caratterizzate da una piena solvibilità dei debitori** ed aventi dunque le caratteristiche idonee per il loro positivo recupero giudiziale tramite assegnazione in gestione alla controllata Lawyers, consentendo così di realizzare progressivamente nei periodi successivi un flusso di ricavi stabile.

I costi esterni, che nel 2022 erano già cresciuti del 154% YoY a €2.93mn (con un'incidenza sui ricavi scesa però al 60.5% dal 77.0% del 2021), nel 2023 hanno registrato un ulteriore incremento del 32% YoY a €3.88mn (143.8% dei ricavi). In particolare, tra i principali incrementi di costo del 2023 si evidenziano:

- le consulenze di marketing, societarie, notarili e tecniche, cresciute del 446% YoY a €0.52mn;
- le spese legali per il recupero giudiziale dei crediti, cresciute del 242% YoY a €0.55mn;

- le spese per servizi camerali e investigazioni, cresciute del 122% YoY a €0.38mn;
- i compensi e altri oneri relativi a collaboratori impiegati nell'attività di *Phone Collection*, aumentati del 50% YoY a €0.35mn, nonostante un calo del numero dei collaboratori (tutti *part-time*) a 10 nel 2023 da 15 nel 2022.
- le sponsorizzazioni (F.C. Pro Vercelli 1892), pari a €0.12mn, non presenti nel 2022.

Nel 2023 sono inoltre stati sostenuti altri costi per spese vive ed onorari legati all'attività di recupero giudiziale per un importo complessivo di €1.78mn (+6% YoY), che non hanno pesato sul conto economico in quanto, in applicazione del criterio del costo ammortizzato, sono stati riscontati, distribuendo così per competenza il loro impatto economico sulla durata del recupero giudiziale del credito.

I **costi del personale**, che nel 2022 erano cresciuti del 182% YoY a €0.96mn, nel 2023 hanno registrato un ulteriore incremento del 21% YoY a €1.16mn, a fronte di una struttura organizzativa che dovrebbe essere arrivata quasi a regime lo scorso anno con 25 dipendenti (tra cui un dirigente), di cui 7 *part-time*, pari a 20.8 FTE medi nel corso dell'esercizio (+26% YoY). Il personale dipendente è impiegato nelle attività di analisi e gestione dei portafogli *NPL*, nel recupero crediti e nell'area amministrativa. L'incidenza dei costi del personale sui ricavi, che nel 2022 era scesa al 19.9% dal 22.9% del 2021, è salita al 43.1% nel 2023.

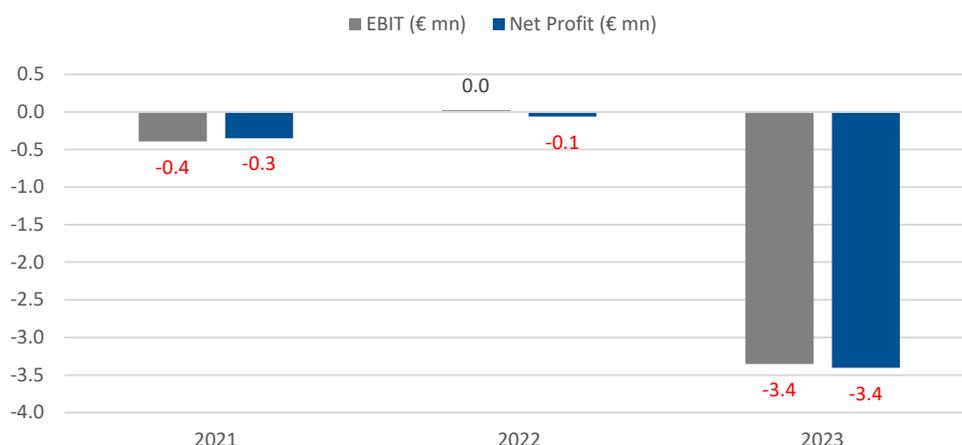
L'**EBIT**, che nel 2022 aveva raggiunto un sostanziale break-even (€0.03mn), dalla perdita di €0.39mn registrata nel 2021, nel 2023 è tornato in territorio negativo a €-3.35mn per effetto della diminuzione del fatturato e dell'aumento dei costi operativi. **Gli ammortamenti**, prevalentemente immateriali, nel 2023 sono cresciuti di circa il 2% YoY a €0.87mn da €0.85mn del 2022, quando invece erano triplicati rispetto all'anno precedente (€0.28mn). Gli ammortamenti fanno riferimento principalmente a due asset immateriali:

- **la piattaforma informatica, gestionale e tecnologica ISCC WEB**, che la Società ha acquisito dalla controllante Conafi a fine 2021 per un corrispettivo di €4.27mn (comprensivo di IVA indetraibile) ammortizzabile con quote annuali di €0.53mn dal 2022 al 2029;
- **la capitalizzazione dei costi di IPO**, ossia delle spese sostenute da ISCC Fintech in relazione sia alle fasi preliminari e propedeutiche alla quotazione, sia per la quotazione stessa avvenuta in data 22 dicembre 2021, pari ad un ammontare totale lordo di €1.48mn, ammortizzabile con quote annuali di €0.30mn dal 2021 al 2025.

La Società ha effettuato anche **accantonamenti prudentziali al fondo svalutazione crediti** per €0.01mn nel 2021, €0.07mn nel 2022 ed €0.15mn nel 2023, sostanzialmente a fronte di posizioni presumibilmente inesigibili o per decesso del debitore o per importi di credito lordo irrilevanti, per le quali le azioni di recupero potrebbero risultare inefficienti.

La gestione finanziaria, le imposte e le minorities hanno avuto un impatto marginale finora, per cui il **risultato netto non si è discostato molto dall'EBIT**: €-0.35mn nel 2021, €-0.06mn nel 2022 ed €-3.40mn nel 2023.

ISCC Fintech – 2021-2023 EBIT and Net Profit



Source: Company data

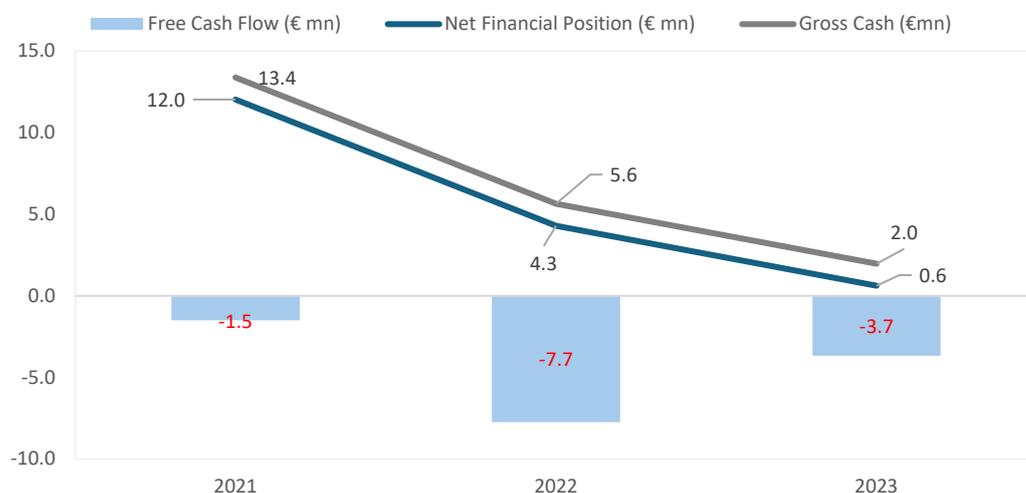
Analisi del cash flow e della posizione finanziaria netta

ISCC Fintech è approdata in Borsa nel 2021 a seguito di un processo di quotazione terminato con **l'ammissione in data 22 dicembre 2021** delle azioni e dei warrant della Società alle negoziazioni sull'**Euronext Growth Milan**. L'operazione di IPO ha consentito la raccolta di un controvalore complessivo

di risorse pari a **€14.5mn**, rivolto principalmente a primari investitori istituzionali e professionali, al prezzo di **€5.00 per azione ordinaria**, per complessive **n. 2,900,000 azioni ordinarie di nuova emissione**, corrispondenti al **22.5% del capitale post-aumento** (12,900,000 azioni ordinarie). L'operazione ha previsto anche l'**emissione di massimi n. 4,825,000 warrant 2021-2024**, da assegnare gratuitamente, nel rapporto di n. 1 warrant ogni n. 2 azioni ordinarie (per massimi n. 1,600,000 warrant), a tutti coloro che hanno sottoscritto le azioni ordinarie nell'ambito del collocamento o che le abbiano acquistate nell'ambito dell'esercizio dell'opzione di *over allotment*, e nel rapporto di n. 1 warrant ogni n. 4 azioni ordinarie (per massimi n. 3,225,000 warrant) a tutti coloro che detenevano azioni ordinarie alla data di stacco del 30 maggio 2022. Nel dicembre 2022 si è concluso il primo periodo di esercizio dei *warrant* (dal 1° dicembre al 30 dicembre), nel corso del quale sono stati esercitati n. 87 *warrant* e sottoscritte, al **prezzo di €6.50 per azione**, nel rapporto di **n. 1 azione per ogni n. 1 warrant esercitato**, n. 87 azioni di nuova emissione. Nel dicembre 2023, secondo periodo di esercizio dei *warrant*, nessun *warrant* è stato esercitato. Risultano di conseguenza **in circolazione n. 4,824,902 warrant** che potranno essere esercitati nel corso del terzo e ultimo periodo di esercizio nel dicembre 2024.

Negli anni dal 2021 al 2023 ISCC Fintech ha sostanzialmente investito il denaro raccolto in IPO, acquistando portafogli NPL per un valore netto di €7.6mn, effettuando investimenti in capitale fisso pari a €6.1mn e sostenendo perdite *cash* pari a €1.6mn. Inoltre, nell'ultimo triennio il Gruppo ha anche sostenuto esborsi per spese vive ed onorari legati all'attività di recupero giudiziale per un importo complessivo di €3.8mn che non hanno però pesato sul conto economico in quanto, in applicazione del criterio del costo ammortizzato, sono stati riscontati, distribuendo così per competenza il loro impatto economico sulla durata del recupero giudiziale del credito. Per far fronte a tutti questi impieghi di risorse finanziarie, **ISCC Fintech ha avuto anche un supporto da parte della controllante Conafi**, che a fine 2023 vantava nei confronti della Società €3.3mn di crediti derivanti dal pagamento in otto anni della piattaforma informatica, gestionale e tecnologica ISCC WEB ed €1.4mn di crediti per finanziamento soci a medio-lungo termine. **La posizione finanziaria netta**, che a fine 2020 era negativa per €1.2mn, è diventata positiva per €12mn nel 2021 grazie all'IPO, per ridursi a €4.3mn nel 2022 e ad €0.6mn nel 2023 a seguito degli investimenti e delle perdite *cash* indicati sopra. La liquidità lorda è invece scesa da €13.4mn di fine 2021, a €5.6mn nel 2022, a €2.0mn a fine 2023. Il *cash burn* dell'ultimo esercizio ha fatto scendere l'**indice di liquidità a 0.65**, un livello che consideriamo rischioso, in quanto i debiti a breve scadenza erano coperti per meno di 2/3 dalla liquidità e dai crediti a breve scadenza.

ISCC Fintech – 2021-2023 Free Cash Flow, Net Financial Position and Gross Cash



Source: Company data

Stime

Assunzioni di base 2024-2027

Di seguito le nostre **assunzioni di base riferite al periodo dal 2024 al 2027**.

- **I ricavi da cessione di portafogli** sono stimati a €6mn nel 2024, a €4.5mn nel 2025, a €3.8mn nel 2026 e ad €3.0mn nel 2027. Il 18 aprile scorso la Società ha sottoscritto un contratto di cessione di un portafoglio di crediti *NPL* composto da crediti consolidati in decreti ingiuntivi già emessi, tutti regolarmente notificati e non opposti, per un *GBV (Gross Book Value)* complessivo di circa €12.9mn, per un valore di circa €3.2mn (24% del *GBV*). Le nostre stime di cessione di portafogli assumono che ISCC Fintech continui ad avviare nuove cause legali per il recupero giudiziale dei crediti nell'esercizio attuale e nei prossimi esercizi pari ad un *GBV* di circa €40mn all'anno.
- **I ricavi da phone collection e home collection** sono stimati stabili a €1mn all'anno, assumendo che la Società riesca a definire per ogni esercizio dei piani di rientro che vadano a sostituire i piani di rientro che arrivano a conclusione. Tale stima è sostanzialmente coerente con l'andamento dei ricavi stragiudiziali degli ultimi due esercizi, che sono stati pari a €1.0mn nel 2022 ed a €0.9mn nel 2023. A fine 2023 i piani di rientro definiti ed ancora da incassare riguardavano crediti pari ad un *GBV* complessivo di €4.4mn, che, ipotizzando un incasso pari al 50% del *GBV*, dovrebbero essere in grado di coprire circa 2 anni di ricavi.
- **I ricavi da recupero giudiziale** dovrebbero mostrare una dinamica crescente, in quanto gran parte delle cause legali avviate negli anni scorsi dovrebbero iniziare a generare flussi positivi. Tenuto conto che le cause legali sono finalizzate all'ottenimento del pignoramento fino a 1/5 dello stipendio o della pensione del debitore, abbiamo assunto che siano necessari mediamente 7 anni per ottenere il completo recupero del credito dal momento dell'avvio dell'iter giudiziario. I ricavi da recupero giudiziale sono ammontati a €0.4mn nel 2022 e ad €1.2mn nel 2023 ed assumiamo che crescano ad €1.5mn nel 2024, ad €3.5mn nel 2025, ad €5.1mn nel 2026 e ad €6.6mn nel 2027.
- **I costi operativi esterni**, pari a €3.9mn nel 2023, sono stimati in lieve calo nel 2024 e successivamente in crescita fino a €4.6mn nel 2027 (CAGR del 4%), con un'incidenza sui ricavi attesa nel 2027 intorno al 40%.
- **I costi del personale** sono stimati in crescita fino a €1.3mn nel 2027 da €1.2mn nel 2023 (CAGR del 3%) sulla base di un organico ipotizzato stabile nei prossimi esercizi a 21 *FTE*. L'incidenza dei costi del personale sui ricavi è stimata nel 2027 intorno all'11%.
- **Gli ammortamenti**, che sono prevalentemente immateriali e si riferiscono principalmente al *software* gestionale (€0.5mn) ed ai costi di *IPO* (€0.3mn), sono stimati a €0.8mn nel 2024 e nel 2025 e ad €0.5mn nel 2026 e nel 2027.
- **Gli accantonamenti e le svalutazioni**, pari a €0.1mn nel 2023, sono assunti stabili nel 2024 e negli esercizi successivi.
- **Il risultato della gestione finanziaria**, neutrale fino al 2023, è assunto marginalmente positivo dal 2025 a €0.1mn all'anno, sulla base di una *PFN* attesa in graduale miglioramento da €0.6mn a fine 2023 fino a €3.9mn nel 2027.
- **Il tax rate** è assunto pari al 4% nel 2024 ed al 16% nel 2025, grazie al beneficio fiscale derivante dalle perdite pregresse, mentre dal 2026 dovrebbe normalizzarsi al 28%.
- **Le minorities** dovrebbero mantenersi marginali in quanto si assume che Lawyers, di cui ISCC detiene il 33% e consolida il 100%, non generi utili significativi nel 2024 e negli esercizi successivi.
- **Gli acquisti netti di nuovi portafogli NPL** si assume che assorbano €3.0mn nel 2024, per un *GBV* di circa €500m, ed €2.4mn all'anno nei periodi successivi per un *GBV* di circa €400mn all'anno e servono ad assicurare la crescita dei ricavi negli anni successivi.
- **Le passività non finanziarie a lungo termine** sono stimate in calo di €0.5mn l'anno, principalmente per effetto del pagamento delle rate relative all'acquisto a fine 2021 del *software* gestionale dalla capogruppo per un controvalore di €4.3mn.
- **Gli investimenti materiali ed immateriali** sono assunti pari a €0.1mn all'anno.

Risultati previsionali 2024-2027

Di seguito i **risultati previsionali per il periodo 2024-2027** conseguenti alle assunzioni di base di cui sopra.

- **I ricavi** nel 2024 dovrebbero raggiungere €9.3mn da €2.7mn del 2023 (+245% YoY), grazie soprattutto al forte contributo dei ricavi da cessioni di portafogli *NPL* (non presenti nel 2023), stimati a €6.0mn, di cui circa €3.0mn già realizzati in aprile, ed al significativo aumento atteso dei ricavi da recupero giudiziale (stimati a €1.5mn, +30% YoY). Nel 2025 i ricavi sono stimati in crescita di circa il 6% YoY a €9.8mn, a fronte di un calo del 25% delle cessioni di portafoglio, mentre i ricavi da *debt collection* dovrebbero crescere di quasi l'80% raggiungendo €4.5mn. Nel 2026 stimiamo una crescita dei ricavi del 10% YoY a €10.8mn, trainata ancora dalla *debt collection*, in crescita del 35% a €6.1mn, mentre le cessioni di portafogli sono stimate in calo del 15% YoY a €3.8mn. Nel 2027 stimiamo una crescita dei ricavi del 7% YoY a €11.6mn, risultante da un calo del 23% a €3.0mn delle cessioni di portafogli e da

un aumento del 26% a €7.6mn della debt collection. I ricavi da servizi sono stimati in crescita di €0.1mn all'anno e dovrebbero raggiungere l'importo di €1mn nel 2027.

- **L'EBITDA** nel 2024 dovrebbe raggiungere €4.3mn da €-2.3mn del 2023, con *EBITDA margin* intorno al 46%, grazie al forte balzo in avanti dei ricavi. Negli anni successivi stimiamo un incremento dell'*EBITDA* fino a €5.7mn nel 2027 (*CAGR* del 10%), con una marginalità al 2027 intorno al 49%.
- **L'utile netto** dovrebbe raggiungere nel 2024 a €3.2mn dopo la perdita di €3.4mn del 2023, mentre nel 2025 dovrebbe diminuire del 5% a €3.0mn a causa dell'aumento del tax rate, per poi risalire del 9% a €3.3mn nel 2026 e dell'11% a €3.6mn nel 2027.
- **Il free cash flow** nel 2024 dovrebbe risultare positivo per €0.4mn nel 2024, e poi crescere fino a €1.2mn nel 2027.
- **La PFN**, assumendo che non siano distribuiti dividendi, dovrebbe mantenersi sempre positiva e risultare pari a €1.0mn nel 2024, per raggiungere quasi €4.0mn nel 2027.

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (Eu mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Services and other revenues	0.2	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
<i>as a % of consolidated net sales</i>	10.4%	11.4%	22.3%	7.5%	8.1%	8.3%	8.6%
<i>YoY growth rate</i>		256.1%	9.2%	16.3%	14.3%	12.5%	11.1%
Debt collection	1.0	1.4	2.1	2.5	4.5	6.1	7.6
<i>as a % of consolidated net sales</i>	68.9%	28.4%	77.7%	27.4%	45.9%	56.2%	65.8%
<i>YoY growth rate</i>		33.8%	52.0%	21.8%	76.9%	34.8%	25.8%
Portfolio resale	0.3	2.9	0.0	6.0	4.5	3.8	3.0
<i>as a % of consolidated net sales</i>	20.8%	60.2%	0.0%	65.1%	45.9%	35.5%	25.6%
<i>YoY growth rate</i>		838.4%	-100.0%	n.m.	-25.4%	-14.9%	-22.5%
Consolidated Net Sales	1.5	4.8	2.7	9.3	9.8	10.8	11.6
<i>YoY growth rate</i>		224.0%	-44.3%	245.0%	5.6%	10.1%	7.4%
Services	(1.2)	(2.9)	(3.9)	(3.8)	(4.0)	(4.3)	(4.6)
<i>as a % of consolidated net sales</i>	77.0%	60.5%	143.8%	40.9%	40.9%	40.1%	39.8%
<i>YoY growth rate</i>		154.3%	32.3%	-1.9%	5.8%	8.0%	6.7%
Added Value	0.3	1.9	(1.2)	5.5	5.8	6.5	7.0
<i>% margin</i>	23.0%	39.5%	-43.8%	59.1%	59.1%	59.9%	60.2%
<i>YoY growth rate</i>		457.9%	-161.7%	-565.5%	5.6%	11.7%	7.9%
Personnel	(0.3)	(1.0)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(1.3)
<i>as a % of consolidated net sales</i>	22.9%	19.9%	43.1%	13.0%	12.7%	11.9%	11.4%
<i>YoY growth rate</i>		181.7%	20.8%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EBITDA	0.0	1.0	(2.3)	4.3	4.6	5.2	5.7
<i>% margin</i>	0.1%	19.7%	-86.9%	46.1%	46.4%	48.0%	48.8%
<i>YoY growth rate</i>		62356.7%	-346.1%	-283.0%	6.3%	14.0%	9.1%
Amortizations	(0.3)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.5)	(0.5)
Depreciations	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Provisions and write-downs (ups)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBIT	(0.4)	0.0	(3.4)	3.3	3.5	4.5	5.0
<i>% margin</i>	-26.4%	0.5%	-124.5%	35.2%	36.1%	41.5%	42.7%
<i>YoY growth rate</i>		-106.4%	-13468.8%	-197.7%	8.2%	26.5%	10.6%
Financial income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Financial expenses	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Pre-tax Profit	(0.4)	(0.0)	(3.4)	3.3	3.6	4.5	5.0
<i>% margin</i>	-28.2%	-0.1%	-125.5%	35.4%	36.5%	42.0%	43.4%
<i>YoY growth rate</i>		-98.8%	65524.2%	-197.3%	8.8%	27.0%	11.0%
Total taxes	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.6)	(1.3)	(1.4)
<i>% corporate tax rate</i>	19.4%	-547.6%	-0.3%	3.9%	15.9%	27.8%	27.8%
Group Net Income	(0.3)	(0.0)	(3.4)	3.2	3.0	3.3	3.6
Minority interests	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Net Income pert. to company' shareholders	(0.3)	(0.1)	(3.4)	3.2	3.0	3.3	3.6
<i>% margin</i>	-23.3%	-1.3%	-126.4%	33.9%	30.6%	30.2%	31.2%
<i>YoY growth rate</i>		-82.1%	5358.9%	-192.6%	-4.8%	8.9%	11.0%

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (Eu mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Tangible assets	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Intangible assets	4.7	4.7	4.0	3.3	2.5	2.1	1.6
<i>of which goodwill</i>	<i>0.0</i>						
<i>of which other intangible assets</i>	<i>4.7</i>	<i>4.7</i>	<i>4.0</i>	<i>3.3</i>	<i>2.5</i>	<i>2.1</i>	<i>1.6</i>
Financial assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fixed assets	4.7	4.7	4.1	3.4	2.6	2.1	1.7
Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Trade Payables	(0.5)	(0.6)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
Operating Working Capital	(0.5)	(0.6)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
Other current assets	2.1	10.2	11.7	14.7	17.1	19.5	21.9
Other current liabilities	(1.1)	(1.4)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
Net Working Capital	0.5	8.2	8.6	11.6	14.0	16.4	18.8
Long-term liabilities	(2.8)	(2.8)	(2.3)	(1.8)	(1.3)	(0.8)	(0.3)
Capital Employed	2.4	10.1	10.4	13.1	15.3	17.7	20.1
Cash & near cash	13.4	5.6	2.0	2.4	3.3	4.1	5.3
Short-term indebtness	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Long-term indebtness	(1.1)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
Net financial position	12.0	4.3	0.6	1.0	1.9	2.7	3.9
Shareholders' net equity	14.4	14.4	11.0	14.1	17.1	20.4	24.0
Minority interests	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Group' net equity	14.4	14.4	11.0	14.2	17.2	20.4	24.1
Total Sources	2.4	10.1	10.4	13.1	15.3	17.7	20.1
CONSOLIDATED CASH FLOW (Eu mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Net Income	(0.3)	(0.0)	(3.4)	3.2	3.0	3.3	3.6
Taxes	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Financial charges (income)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital gain (losses) from disposals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortizations and depreciations	0.3	0.9	0.9	0.9	0.9	0.6	0.6
Provisions, net of use of funds	0.1	0.1	0.0	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Write-downs (ups)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Δ OWC	0.5	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Δ Other current assets, liabilities and funds	(0.9)	(8.8)	(1.6)	(3.0)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
Other operating non-monetary items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating Cash Flow (OCF)	(0.4)	(7.7)	(3.4)	0.5	1.0	0.9	1.3
Capital expenditures in tangible assets	(0.0)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital expenditures in intangible assets	(1.1)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Capital expenditures in financial assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Divestments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow (FCF)	(1.5)	(7.7)	(3.7)	0.4	0.9	0.8	1.2
Dividend distr. to Company shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend distr. to minority shareholders	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Dividend cashed-in	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital increase (reimbursement)	14.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other non-operating non-monetary items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Cash Flow	13.3	(7.7)	(3.7)	0.4	0.9	0.8	1.2

Valutazione e conclusioni

Stimiamo un **fair value per azione ISCC Fintech pari a €4.0, al netto di uno sconto liquidità del 20%**. A questa valutazione siamo giunti utilizzando solo un *Discounted Cash Flow Model*, in quanto a causa delle sue specificità la Società non è valutabile utilizzando i multipli del settore del *Credit Management*.

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* abbiamo utilizzato le nostre stime esplicitate 2024-2027. Successivamente al 2027 abbiamo assunto che i ricavi continuino a crescere raggiungendo nel 2030 il livello a regime di circa €20m. Tale valore a regime di €20m deriva dall'ipotesi che ISCC Fintech acquisti ogni anno nuovi portafogli *NPL* per un *GBV* di €400m e che da essi riesca ad estrarre ricavi pari al 5% del *GBV* in un arco temporale di 7 anni. Abbiamo inoltre assunto che, grazie alle economie di scala, l'*EBITDA margin* cresca fino al 59% al 2030. Successivamente al 2030 abbiamo assunto un tasso di crescita perpetuo dei ricavi e dell'*EBITDA* pari al 3%, con un *cash conversion rate* pari al 52%.

ISCC Fintech – Discounted Cash Flow Model (€ mn)

	AS OF	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	TV
Net Revenues		9.3	9.8	10.8	11.6	14.6	17.4	20.3	20.9
<i>YoY growth</i>		245.0%	5.6%	10.1%	7.4%	25.2%	19.5%	16.9%	3.0%
EBITDA		4.3	4.6	5.2	5.7	7.8	9.9	12.0	12.4
<i>EBITDA margin</i>		46.1%	46.4%	48.0%	48.8%	53.9%	57.0%	59.2%	59.2%
D&A		(1.0)	(1.0)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.3)	(0.3)
EBIT		3.3	3.5	4.5	5.0	7.1	9.2	11.8	12.1
<i>EBIT margin</i>		35.2%	36.1%	41.5%	42.7%	49.0%	52.9%	57.9%	57.9%
Taxes		(0.1)	(0.6)	(1.2)	(1.4)	(2.0)	(2.6)	(3.3)	(3.4)
<i>tax rate</i>		3.9%	15.9%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%
NOPAT		3.1	3.0	3.2	3.6	5.1	6.6	8.5	8.8
D&A		0.9	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6	0.1	0.1
Δ NWC		(3.5)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
Capex		(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
<i>% Capex on net turnover</i>		1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
Free Cash Flow		0.4	0.8	0.8	1.1	2.7	4.7	6.2	6.4
<i>Discounting factor</i>		1.00	0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53
Discounted Free Cash Flow		0.4	0.8	0.7	0.9	1.9	3.0	3.6	3.4

Source: Websim Corporate estimates

Le principali assunzioni utilizzate nel *Discounted Cash Flow Model* della Società per la determinazione del *WACC* sono riassunte qui di seguito:

- **Tasso Risk Free** pari al **4.0%**;
- **Equity Risk Premium** pari al **5.5%**;
- **Beta** pari a **1.00**, sostanzialmente allineato al *beta* del settore *Financial Services* europeo fornito da Damodaran (1.02).

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC (full equity)** pari al **9.5%**.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value pari a €63 milioni, di cui l'82% riconducibile al valore terminale della Società, e in un **fair Equity Value pari a €64 milioni, equivalente a €5.0 per azione**.

ISCC Fintech – Discounted Cash Flow Valuation Summary

A) 2024-30 Discounted Free Cash Flows	11.2	18%
Terminal Value	98.1	
Discounting factor	0.53	
B) Discounted Terminal Value	52.1	82%
C) = (A+B) Enterprise Value	63.3	100%
NFP @ 31.12.2023	0.6	
Equity Value	63.9	
Number of shares (mn)	12.9	
Fair Value per share (€)	5.0	

Source: Websim Corporate estimates

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

ISCC Fintech – DCF Sensitivity Analysis to WACC and "g"

Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth					
	7.5%	8.5%	9.5%	10.5%	11.5%
1.0%	4.8	4.3	3.9	3.6	3.3
1.5%	5.2	4.6	4.1	3.8	3.5
2.0%	5.6	4.9	4.4	4.0	3.6
2.5%	6.1	5.3	4.6	4.2	3.8
3.0%	6.8	5.7	5.0	4.4	4.0
3.5%	7.5	6.2	5.3	4.7	4.2
4.0%	8.5	6.8	5.8	5.0	4.5
4.5%	9.8	7.6	6.3	5.4	4.7
5.0%	11.7	8.6	6.9	5.8	5.1

Source: Websim Corporate estimates

La nostra valutazione è il risultato di una serie di *assumptions* che riguardano non solo il costo medio ponderato del capitale ("WACC") ed il tasso terminale di crescita ("g"), ma anche il profilo di sviluppo dei ricavi e dei margini e, soprattutto, il loro livello a regime, ipotizzati pari a €20mn di ricavi e 59% di *EBITDA margin* al 2030. Dato che dal flusso terminale dipende oltre l'80% del valore del titolo, è bene tenere presente che, mantenendo invariate le altre ipotesi, **ogni milione di euro di variazione del livello a regime dell'EBITDA** (in positivo o in negativo) **produce un effetto sulla valutazione di €6.5mn, pari a €0.50 per azione.**

Al valore ottenuto dall'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* (€5.0 per azione) in funzione della ridotta capitalizzazione di mercato e dell'analogo ridotto flottante (pari a circa €7 milioni a prezzi correnti di mercato), abbiamo applicato uno **sconto liquidità pari al 20%**. **Il nostro target price è dunque pari a €4.0 per azione che, ai prezzi attuali di mercato del titolo, implica un potenziale di rialzo di oltre il 30%.**

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

ISCC Fintech – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2024	2025	2026	2027
Number of shares (mn)	12.9	12.9	12.9	12.9
Market Cap.	51	51	51	51
Enterprise Value	50	49	48	47
EV/Sales	5.4	5.0	4.5	4.1
EV/EBITDA	11.7	10.8	9.3	8.3
EV/EBIT	15.3	13.9	10.8	9.5
EV/Capital Employed	3.8	3.2	2.7	2.3
P/E	16.2	17.0	15.6	14.1

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

Riteniamo che ISCC Fintech rappresenti un'interessante opportunità di investimento in un'ottica di medio/lungo periodo per i seguenti motivi.

- **Posizionamento** – ISCC Fintech ha un modello di *business* che la posiziona in una nicchia del mercato del *Credit Management* al riparo dalla concorrenza dei grandi *player* del settore, vale a dire quello dei portafogli *NPL* granulari *unsecured* ad alto rendimento.
- **Vantaggi competitivi** – La storica presenza del Gruppo Conafi nel settore finanziario, con un forte know-how nella gestione della Cessione del Quinto dello Stipendio, che ha consentito la formazione di un database ricco di informazioni, soprattutto sulla clientela *bad customer*, garantisce alla Società un significativo vantaggio competitivo. Inoltre, la piattaforma ISCC WEB, anch'essa frutto dell'esperienza del Gruppo Conafi, rende possibile l'industrializzazione dei processi di *due diligence* granulare e approfondita dei portafogli *NPL*, nonché di *ranking* e *scoring* e di definizione dei piani di rientro, rappresentando un ulteriore vantaggio competitivo per la Società. Infine, il controllo di Lawyers StA permette al Gruppo di gestire in modo efficace ed efficiente tutte le fasi del recupero giudiziale.
- **Scalabilità** – La struttura operativa del Gruppo è in grado di gestire portafogli di dimensioni crescenti con impatti limitati sui costi, con conseguenti economie di scala e crescita dei margini. Inoltre, la generazione di free cash flow potrebbe consentire di acquistare portafogli di dimensioni maggiori rispetto agli €400mn annui da noi ipotizzati, accelerando lo sviluppo del business ed aumentando il livello dei ricavi e dei margini a regime.
- **Earnings momentum** - Con il 2023 ISCC Fintech dovrebbe avere concluso la sua fase di *start-up*, per cui dal 2024 dovrebbe iniziare a generare con continuità risultati economici positivi ed in crescita. Gli €62m di procedimenti legali su clientela solvibile a fine 2023 rappresentano una solida base per la crescita dei risultati negli esercizi successivi.

Avviamo pertanto la copertura di ISCC Fintech con rating BUY e target price a €4.0 per azione.

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	ISCC FINTECH		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	4.00	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	3.02	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	09/07/2024	Date of last report:	--

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 INFORMATION. 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 [PERFORMANCE](#) web page.

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 certifies 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 of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&PMB40 Index, most of those on the MIDEX 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 30 June 2024 Intermonte's Research Department covered 116 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	23.97 %
OUTPERFORM:	49.59 %
NEUTRAL:	25.61 %
UNDERPERFORM	00.83 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (49 in total) is as follows:

BUY:	38.78 %
OUTPERFORM:	51.02 %
NEUTRAL:	10.20 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

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

Intermonte is acting as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkemy S.p.A.

Intermonte is acting as financial advisor to Eagle S.p.A. and intermediary responsible for coordinating the collection of sale requests in relation to the sell-out procedure on Greenthesis S.p.A.

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aedes, Civitanavi Systems, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Greenthesis (formerly Ambienthesis), Growens, Illimity Bank, Maire Tecnimont, SAES Getters, Tinexta, Unidata and WIIT.

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 is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DHH, EL.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, Go Internet, GPI, Greenthesis (formerly Ambienthesis), IEG, Iervolino & Lady Bacardi Entertainment, IndelB, Intred, Luvè, Matica Fintec, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharmanutra, Reevo, Relatech, Reply, Revv Insurance, Reway, Sababa Security, Saes Getters, Sciuker Frames, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Star7, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIIT.

Intermonte SIM has a contractual commitment to act as liquidity provider on behalf of third parties for the following company: Banca Sistema.

Intermonte SIM performs as a market maker for the following companies: A2A, Anima, Atlantia, Autogrill, Azimut Holding, BAMI, Banca Generali, Banca Mediolanum, Brembo, Buzzi, CNHI, Enel, ENI, Exor, Fineco, FCA, FTMIB, Generali, Italgas, Iren, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediobanca, Moncler, Mediaset, Pirelli&C, Prysmian, Poste, Ferrari, Saipem, Snam, STM, Tenaris, Telecom Italia, Telecom Italia sav, Terna, UBI, Unicredit, Unipol, UnipolSai.

Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider on the following companies: Abitare In, Alkemy, Banca Sistema, Bifre S.P.A., B&C Speakers, Cleanbnb, Crowdfundme, Cy4gate, Cyberoo, Digital Bros, Digital Magics, Doxee, Ediliziaacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GPI, Intercos, Intred, Lventure Group, Maps, Masi Agricola, Matica Fintec, Neodecortech, Notorious Pictures, Osai Automation System, Racing Force Group, Relatech, Reti, Sciuker Frames, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Tamburi, Tesmec, Tinexta, Tps Group, Trendevce, Ulisse Biomed, Wiit.

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 2024 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