

AIM Italia

Equity Update

Rating Buy

Target Price: €2,38

Year	Sales €k	EBITDA €k	EBIT €k	Net Profit €k	Eps €	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x
giu-15	58.651	7.894	7.365	3.254	0,105	8,0	8,5	12,3
giu-16	67.706	11.509	10.947	5.471	0,176	5,5	5,7	7,3
giu-17	78.548	14.922	14.297	7.525	0,242	4,2	4,4	5,3
giu-18	90.812	18.787	18.090	10.020	0,323	3,3	3,5	4,0

	New	Old
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target Price	2,38	2,38

Market Data (€)

Close Price (€)	1,29
Share Outstanding (k)	31041
Market Cap (€m)	40043
Market Float (%)	13,0
Avg Daily Vol (n.)	15380
Past 12 Months	Max 1,99 Min 1,03

Performance

	3 M	12 M
Absolute	3,7	n.a
Relative	11,2	n.a



ASSITECA

Broker internazionale dal 1982

Assiteca

I risultati del 1H16 (la società chiude il bilancio il 30 giugno) sono in linea con le nostre stime ed in grado di supportare le stesse per il FY16. Invariate le stime 2017-18F. I ricavi sono cresciuti del 4% YoY raggiungendo €34,8 mln, confermando i trend di crescita storici, caratterizzati da attività di sviluppo del portafoglio e acquisizione di nuova clientela. L'Ebitda cresce invece dell'11% e raggiunge €6,9 mln. Il risultato è principalmente riconducibile, oltre all'incremento del volume d'affari, alla politica di razionalizzazione perseguita dal gruppo, riflessa in un incremento dei costi operativi meno che proporzionale rispetto all'aumento dei ricavi conseguita. L'Ebitda margin cresce al 19,8% dal 18,4% pro-forma del giugno 2015.

La posizione finanziaria netta migliora di €10,5 mln di euro rispetto al dato al 30 giugno 2015, grazie all'incasso di €6,7 mln relativi all'operazione di quotazione, a €4,8 mln di al flusso generato dalla gestione corrente, al netto degli investimenti avvenuti nel semestre e dei dividendi corrisposti.

**Prosegue la strategia di crescita:** Il 4 dicembre 2015 Assiteca ha perfezionato l'acquisto del ramo d'azienda dal fallimento Verconsults SpA in liquidazione per €4 mln netti. Il 29 marzo 2016 nell'ambito delle ristrutturazione interna, Assiteca ha deliberato la fusione per incorporazione di tre controllate (Assiteca Srl, Assiteca & Partners e Assiteca Napoli) con effetto fiscale al 1 gennaio 2016 e legale al 30 giugno 2016. Il 17/6, è stato acquisito per un controvalore di €3,8 mln, il rimanente 50% di Assiteca & CO. I benefici delle operazioni saranno visibili in termini di Ebitda dall'esercizio 2016-17F. Le acquisizioni effettuate rientrano negli investimenti dichiarati in sede di IPO, che dovrebbero ammontare a €33 mln nel triennio 2016-18F.

**Invariate le nostre stime 2016-18F.** Al di là dei risultati della semestrale chiusa al 31 dicembre 2015 che hanno mostrato miglioramenti economici, patrimoniali e finanziari significativi, riteniamo importante analizzare la strategia di crescita futura. Il gruppo Assiteca prevede la continuazione della strategia di crescita esterna - che è stata parte integrante della sua equity story attraverso un significativo piano di acquisizioni - con investimenti complessivi per circa €30 mln nei prossimi 3-4 anni di realtà medio-piccole anche all'estero (in particolare nei mercati di lingua spagnola del centro sud America) e con l'ulteriore sviluppo del mercato spagnolo.

**La valutazione: rating Buy, TP 2,38 e risk medium (invariati).** Abbiamo condotto la valutazione di Assiteca sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value range" di una società come Assiteca caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, azionisti manager etc.).

Antonio Tognoli  
+39 02 7862 5303  
antonio.tognoli@integrae.it

## Le stime

### Le stime per il periodo 2016-18F

Le nostre stime per il periodo 2016-18F tengono conto della strategia della società, oltre che delle aspettative circa l'andamento del settore assicurativo e del brokeraggio assicurativo contenute nella sezione dedicata al mercato.

Il gruppo Assiteca prevede la continuazione della strategia di crescita esterna - che è stata parte integrante della sua equity story attraverso un significativo piano di acquisizioni - con investimenti complessivi per circa €30 mln nei prossimi 3-4 anni di realtà medio-piccole anche all'estero (in particolare nei mercati di lingua spagnola del centro sud America) e con l'ulteriore sviluppo del mercato spagnolo.

Riteniamo corretta l'impostazione del management di Assiteca di crescita attraverso acquisizioni. Il mercato dei broker si è storicamente sviluppato per via esterna (le «big 3» a livello mondiale, la stessa AON in Italia, Assiteca durante tutta la sua storia e con una accelerazione negli ultimi anni).

Le acquisizioni consentono infatti una serie di vantaggi, quali l'ottenimento di portafogli clienti stabili, la possibilità di effettuare cross-selling e inevitabili economie di scala.

Riteniamo corretto anche il momento storico attuale per effettuare acquisizioni in quanto in Italia ci sono molti piccoli broker in vendita ad un prezzo interessante, il mercato dei broker italiani è molto frammentato e i piccoli broker preferiscono cedere la loro attività ad un italiano indipendente (per mantenere un ruolo personale e per la continuità aziendale) che a una multinazionale.

All'estero Assiteca punta a sviluppare la controllata al 100% EOS Spagna, che opera prevalentemente nella regione della Catalogna. Sul mercato spagnolo sono presenti diverse opportunità di aggregazioni sia in Catalogna che nella regione di Madrid. Assiteca punta a raddoppiare il proprio fatturato in Spagna nell'arco dei prossimi tre anni.

A partire dal mercato spagnolo si possono aprire delle opportunità di acquisizione interessanti nell'America Latina (in particolare Cile e Messico). Sul mercato europeo e nel Middle East Assiteca intende seguire un approccio opportunistico.

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

- ipotesi dettagliate di incremento puntuale definite su ogni singolo account per ciascuna area geografica/divisione. Tali ipotesi sono state costruite basandosi sulle performance storiche;
- ipotesi di churn rate del -1,5% annuo;
- ipotesi di trascinamento positivo dell'1% annuo generato dalla ripresa economica.
- Investimenti, che nelle nostre stime ammontano ad €33 mln nel triennio 2016-18F, prevalentemente destinati alla crescita esterna (in linea con quanto dichiarato dal management in sede di IPO). Ovviamente le stime economiche e patrimoniali sono costruite in modo da tenere conto degli investimenti stimati.

I principali driver di costi riteniamo invece che possano essere i seguenti:

- provvigioni passive allineate alla crescita delle provvigioni attive;

- definizione puntuale delle «teste» in organico e dei relativi costi per ogni società tenendo conto degli incrementi necessari a soddisfare l'incremento del business;
- altri costi (servizi, ammortamenti, accantonamenti, spese generali): sono trascurabili ed in linea con quanto registrato storicamente.

### **L'acquisizione di Assiteca & CO S.r.l. (già Italbroker Consulting S.r.l.)**

Il 17 giugno u.s. Assiteca ha sottoscritto un contratto per l'acquisizione del restante 50% della società, detenuto da Nabila S.r.l. (40%) e da A.C.G. Holding S.r.l. (10%) della Assiteca & CO S.r.l. società riconducibili rispettivamente a sig.ri Filippo Binasco e Carlo Vigliano.

L'operazione avverrà tramite un aumento di capitale riservato a Nabila e ad ACG da sottoscrivere mediante conferimento delle quote di partecipazione da esse detenute nella società Assiteca & CO.

L'importo dell'aumento di capitale che verrà sottoposto all'Assemblea dei soci sarà determinato, come previsto dell'Articolo 2343-ter del Codice Civile, in funzione del valore delle partecipazioni oggetto di conferimento risultante dalla valutazione dell'esperto designato da Nabila e ACG.

L'obbligo di dare esecuzione al conferimento e, di conseguenza, gli obblighi delle parti coinvolte di procedere all'esecuzione dell'operazione sono sospensivamente condizionati alla consegna – entro e non oltre il 24 giugno 2016 – della relazione dell'esperto oltre che all'attribuzione da parte dello stesso di un valore di dette partecipazioni pari o superiore ad €3.8 mln.

L'accordo prevede inoltre, a seguito del completamento dell'aumento di capitale e previa sottoscrizione di patti di non concorrenza da parte dei sig.ri Binasco e Vigliano, la nomina degli stessi quali componenti del Consiglio di Amministrazione di Assiteca.

La partnership tra Assiteca e la famiglia Binasco è stata avviata a gennaio 2015, mediante l'acquisto del primo 50% di Assiteca & CO., con l'obiettivo di un rafforzamento nell'area affinity e nel mondo delle grandi opere. A seguito del positivo evolversi del progetto, Assiteca ha deciso di anticipare i tempi dell'acquisizione totalitaria, rispetto all'opzione inizialmente prevista per il 2018, al fine di consolidare la partnership e di dare immediato impulso alle prevedibili sinergie organizzative e commerciali.

L'esecuzione dell'operazione avrà luogo entro il 5 agosto 2016, subordinatamente al verificarsi della condizione sospensiva e al completamento di tutte le attività funzionali all'operazione (inclusa la relazione degli amministratori di Assiteca S.p.A.).

Contestualmente alla firma del contratto, le parti hanno sottoscritto anche un accordo con il quale si prorogano i tempi per il pagamento del residuo prezzo (€1.91 mln), dovuto da Assiteca per l'acquisto del primo 50% delle partecipazioni di Assiteca & CO., che dovrà essere effettuato in 3 rate di pari importo da versare entro, rispettivamente, il 20 giugno 2016, il 31 dicembre 2016 e il 30 giugno 2017.

L'ammontare dell'investimento rientra in quello stimato per il triennio 2016-18F.

**Fig. 1 – Il conto economico consolidato**

Dati in €/000	30.6.13A	30.6.14A	30.6.15A	30.6.16F	30.6.17F	30.6.18F
<b>RICAVI LORDI</b>	<b>44.664</b>	<b>52.226</b>	<b>58.651</b>	<b>67.706</b>	<b>78.548</b>	<b>90.812</b>
PROVVIGIONI PASSIVE	-6.467	-7.376	-7.646	-8.487	-9.540	-10.739
<b>RICAVI NETTI</b>	<b>38.197</b>	<b>44.850</b>	<b>51.006</b>	<b>59.219</b>	<b>69.008</b>	<b>80.073</b>
COSTI OPERATIVI	-33.289	-37.904	-43.112	-47.710	-54.086	-61.286
<b>EBITDA</b>	<b>4.908</b>	<b>6.946</b>	<b>7.894</b>	<b>11.509</b>	<b>14.922</b>	<b>18.787</b>
<i>Ebitda margin</i>	<i>11,0%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,5%</i>	<i>17,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>20,7%</i>
AMMORTAMENTI	-288	-463	-529	-562	-625	-697
<b>EBIT</b>	<b>4.620</b>	<b>6.483</b>	<b>7.365</b>	<b>10.947</b>	<b>14.297</b>	<b>18.090</b>
<i>Ebit margin</i>	<i>10,3%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>16,2%</i>	<i>18,2%</i>	<i>19,9%</i>
GESTIONE FINANZIARIA	-659	-742	-885	-864	-667	-511
AMMORTAMENTO ONERI PLURIENNAI	-475	-102	-241	-309	-389	-479
AMMORTAMENTO AVVIAMENTO	-789	-83	0	0	0	0
COMPONENTI STRAORDINARI	-383	-243	-141	-87	0	0
<b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>	<b>2.314</b>	<b>5.313</b>	<b>6.098</b>	<b>9.687</b>	<b>13.241</b>	<b>17.100</b>
UTILE DI TERZI	-140	-138	-243	-231	-303	-80
IMPOSTE	-1.145	-2.266	-2.601	-3.986	-5.413	-7.000
<b>UTILE NETTO</b>	<b>1.029</b>	<b>2.910</b>	<b>3.254</b>	<b>5.471</b>	<b>7.525</b>	<b>10.020</b>

Fonte: Assiteca e stime Integrae SIM.

**Fig. 2 – Lo stato patrimoniale consolidato**

Dati in €/000	30.6.13A	30.6.14A	30.6.15A	30.6.16F	30.6.17F	30.6.18F
Immobilizzazioni Immateriali	11.746	20.466	19.156	31.592	38.062	47.928
Immobilizzazioni materiali	1.270	1.540	1.452	1.415	1.354	1.263
Immobilizzazioni Finanziarie	2.712	3.164	4.673	3.183	3.183	3.183
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>15.728</b>	<b>25.170</b>	<b>25.281</b>	<b>36.190</b>	<b>42.599</b>	<b>52.374</b>
<b>CAPITALE CIRCOLANTE NETTO</b>	<b>10.857</b>	<b>7.365</b>	<b>14.502</b>	<b>12.737</b>	<b>11.063</b>	<b>10.405</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>(5.166)</b>	<b>(5.587)</b>	<b>(7.457)</b>	<b>(20.859)</b>	<b>(29.315)</b>	<b>(40.266)</b>
<b>PATRIMONIO NETTO di terzi</b>		<b>(351)</b>	<b>(866)</b>	<b>(1.237)</b>	<b>(1.539)</b>	<b>(761)</b>
<b>T.F.R.</b>	<b>(5.050)</b>	<b>(7.491)</b>	<b>(8.652)</b>	<b>(9.102)</b>	<b>(9.552)</b>	<b>(10.002)</b>
<b>Esposizione Bancaria (Net Debt)</b>	<b>(15.860)</b>	<b>(11.991)</b>	<b>(19.058)</b>	<b>(9.080)</b>	<b>(7.756)</b>	<b>(6.675)</b>
<b>Debiti finanziari per acquisto</b>	<b>(509)</b>	<b>(7.115)</b>	<b>(3.750)</b>	<b>(8.650)</b>	<b>(5.500)</b>	<b>(5.075)</b>
<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA</b>	<b>(16.369)</b>	<b>(19.106)</b>	<b>(22.808)</b>	<b>(17.730)</b>	<b>(13.256)</b>	<b>(11.750)</b>

Fonte: Assiteca e stime Integræ SIM.

**Fig. 3 – Il cash flow**

Dati in €/000	30.6.16F	30.6.17F	30.6.18F
<b>Net Debt iniziale</b>	<b>(19.058)</b>	<b>(9.080)</b>	<b>(7.756)</b>
Utile netto	5.471	7.525	10.020
Utile di terzi	231	303	80
Ammortamenti imm.ni immateriali	309	389	479
Ammortamenti imm.ni materiali	562	625	697
Variazione netta t.f.r.	250	250	250
Oneri finanziari	864	667	511
Variazione capitale circolante netto	1.000	2.000	1.000
<b>CASH FLOW DELLA GESTIONE</b>	<b>8.686</b>	<b>11.759</b>	<b>13.037</b>
<b>- IPO netto</b>	<b>7.000</b>		
- immobilizzazioni materiali	(250)	(250)	(250)
- immobilizzazioni immateriali	(200)	(200)	(200)
- partecipazioni	(5.325)	(10.250)	(11.925)
- distribuzione dividendi	931	931	931
- oneri finanziari	(864)	(667)	(511)
<b>CASH FLOW DA ATTIVITA'</b>	<b>1.292</b>	<b>(10.436)</b>	<b>(11.955)</b>
<b>CASH FLOW DELL'ESERCIZIO</b>	<b>9.978</b>	<b>1.323</b>	<b>1.081</b>
<b>Net Debt finale Banche</b>	<b>(9.080)</b>	<b>(7.756)</b>	<b>(6.675)</b>

Fonte: Assiteca e stime Integræ SIM.

## La valutazione

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

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

### Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Assiteca consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al giugno 2021F. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Di seguito i dati di input:

**Fig. 4 - I dati di input**

<b>Main assumptions</b>	
Rendimento bond 10y	0,84%
Equity Risk Premium	8,84%
Ke	14,4%
Kd	3,0%
Tax rate	31,4%
D/CI	57,3%
E/CI	42,7%
Beta Unl	0,70
Beta Lev	1,53
Fattore specifico rischio PMI	2,50%
g	2,0%
<b>WACC</b>	<b>9,82%</b>

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Abbiamo assunto i parametri della tabella precedente sulla base delle seguenti assumptions:

- il risk free rate è il rendimento medio lordo Rendistato (Banca d'Italia) dei titoli con scadenza tra 4 anni e sette mesi e 6 anni e sei mesi relativo al periodo giugno 2015 – maggio 2016;

- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari al 8,84% (Aggiornamento maggio 2016);
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 1 anno relativo allo stesso campione di titoli (laddove possibile) comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,70. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (3 anni) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R<sup>2</sup>. Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,70) è stato corretto sulla base della seguente formula:  $Beta\ Adjusted = 0,70 * 0,67 + 1 * 0,33$  (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis – John Wiley & Sons, 2009), arrivando a determinare il beta unlevered pari a 0,80. Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio stimato per Assiteca per gli anni 2015-17F. il Beta levered risulta così pari a 1,50x.

**Fig. 5 – Il calcolo del Beta medio utilizzato**

Company	Unlevered Beta				
	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year
Willis Tower Watson Plc	0,47	0,38	0,29	0,30	0,36
Arthur J. Gallagher & Co.	0,73	0,74	0,76	0,74	0,75
Brown & Brown Inc.	0,77	0,71	0,73	0,73	0,79
Marsh & McLennan Companies Inc...	0,70	0,80	0,83	0,81	0,82
Aon plc	0,41	0,44	0,49	0,49	0,56
Steadfast Group Ltd,	0,73	0,65	0,69		
Crawford & Company	1,20	1,10	1,07	0,95	1,00
APRIL	-0,07	0,00	0,08	0,27	0,44
<b>Median</b>	<b>0,72</b>	<b>0,68</b>	<b>0,70</b>	<b>0,73</b>	<b>0,75</b>

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinalcials

- il tasso di crescita “g” utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale al 2%;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2,5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari, Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri, Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC del 9,82%.

**Fig. 6 – Il modello DCF**

DCF	giu-16	giu-17	giu-18	giu-19	giu-20	giu-21	TV
EBIT	10.947	14.297	18.090	22.613	28.266	35.332	
Imposte teoriche	(3.437)	(4.489)	(5.680)	(7.100)	(8.876)	(11.094)	
NOPAT	7.509	9.808	12.410	15.512	19.390	24.238	
Ammortamenti	309	389	479	508	538	571	
NWC Var (Trade)	0	0	0	0	0	0	
Capex	(11.000)	(11.000)	(11.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	
FCFF	(3.182)	(803)	1.889	11.020	14.929	19.809	9.279
Time factor	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,00
Discount Factor	1,05	1,15	1,26	1,39	1,52	1,67	1,75
NPV FCFF	(3.036)	(698)	1.495	7.940	9.794	11.833	67.989
<b>Enterprise Value</b>	<b>95.316</b>						
Debiti Fin. (30.6.2015)	22.808						
<b>Equity Value</b>	<b>72.508</b>						

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un equity value di €79,4 mln.

**Fig. 7 – Sensitivity Analysis (Wacc - Long Term Growth)**

	WACC							
	8,32%	8,82%	9,32%	9,82%	10,32%	10,82%	11,32%	11,82%
3,5%	125661	110846	98564	88214	79372	71730	65058	59183
3,0%	114461	101823	91174	82078	74217	67355	61311	55948
2,5%	105185	94227	84868	76781	69721	63505	57989	53061
<b>G</b> 2,0%	97376	87745	79424	72508	65766	60092	55023	50468
1,5%	90713	82149	74675	68096	62258	57045	52360	48126
1,0%	84960	77268	70497	64492	59128	54308	49954	46001
0,5%	79942	72974	66793	61274	56316	51836	47770	44063

Fonte: elaborazione Integrae SIM



### La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano negli stessi settori di Assiteca, ma con una capitalizzazione maggiore e con una diversa struttura organizzativa.

Queste le società con i multipli per il periodo 2015-18F (Fonte: Infinancials), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

**Fig. 8 - I peers**

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			Ebitda Margin				
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Willis Tower Watson Plc	23,73	11,36	10,10	9,01	29,38	15,67	12,73	11,88	20,28	16,51	14,89	12,70	25,8%	10,6%	21,1%	22,5%
Arthur J. Gallagher & Co.	10,41	9,37	8,55	7,71	18,11	16,06	14,22	12,15	18,67	17,20	15,35	13,57	11,1%	15,4%	15,9%	15,8%
Brown & Brown Inc.	10,10	10,05	9,68	9,12	12,67	12,51	11,86	10,79	21,51	20,64	19,05	17,40	30,5%	31,7%	30,2%	29,7%
Marsh & McLennan Companies Inc.	13,19	12,26	11,34	10,48	15,42	14,13	13,02	11,98	21,85	19,60	17,63	15,88	21,3%	21,3%	21,9%	22,5%
Aon plc	13,28	12,60	12,01	11,41	14,59	13,77	12,85	12,91	17,78	16,77	15,05	13,39	18,0%	21,5%	22,0%	22,4%
Steadfast Group Ltd,	11,55	10,83	11,00	11,67	13,92	12,95	12,59	12,09	19,09	17,76	17,20	23,64	n.m.	27,3%	28,1%	27,6%
Crawford & Company	5,80	5,18	4,63		9,20	7,14	5,95		17,73	12,28	9,73		5,9%	9,4%	10,4%	n.m.
APRIL	5,47	5,64	5,64	5,34	5,85	6,07	6,07	5,72	11,81	12,15	11,73	10,82	9,6%	9,0%	8,5%	8,2%
Media	11,69	9,66	9,12	9,25	14,89	12,29	11,16	11,07	18,59	16,61	15,08	15,34	21,3%	21,3%	23,2%	23,4%

Fonte: elaborazione Integræ SIM

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €100,1 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo un valore di €75,0 mln, sostanzialmente in linea con quello risultate dalla metodologia dello sconto dei flussi di cassa, DCF (€72,5).

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

Nel calcolo del valore non abbiamo tenuto conto dell'esercizio 2018 (che si chiuderà il 30.6.2019 per Assiteca).

Lo sconto di liquidità, diversamente dalla sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001). Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" anche per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di scambi tali da non renderne efficiente la formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss.gg.).

La media delle due valutazioni, pari a €73,8 mln, ovvero €2,38 per azione (invariato), costituisce il nostro target price. Rating buy e risk medium, invariati.

Teniamo a precisare che il valore dell'equity medio calcolato come sopra risulta, oltre che quantitativamente importante rispetto al prezzo di Borsa, anche qualitativamente significativo soprattutto in presenza di investimenti che consentano di incrementare la dimensione del gruppo (investimenti dichiarati in fase d IPO che la società sta gradualmente realizzando), e che consentiranno al gruppo Assiteca di meglio coprire i costi fissi a beneficio della redditività lorda e netta. Siamo convinti che nel medio periodo la maggiore dimensione, unita all'internazionalizzazione e l'incremento della redditività, possano consentire di ridurre o azzerare lo sconto che in questo momento caratterizza il prezzo del titolo rispetto ai competitors.

**Disclosure Pursuant to Article 69 ET SEQ. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999**

**Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF Board member, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV member, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild.

This report has been closed with the information to xxxxx at xxxx. This report was sent on the day xxxx at xxxx

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29<sup>th</sup> 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

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

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
29/7/2015	Buy	2,65	Medium	Initiating Coverage
17/11/2015	Buy	2,38	Medium	FY15 Results

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them.

This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may

change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

**Rating system (long term horizon: 12 months)**

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

<b>Risk Total Return – ETR – for different risk and rating categories</b>			
<b>Rating</b>	<b>Low Risk</b>	<b>Medium Risk</b>	<b>High Risk</b>
<b>BUY</b>	<b>ETR &gt;= 7.5%</b>	<b>ETR &gt;= 10%</b>	<b>ETR &gt;= 15%</b>
<b>HOLD</b>	<b>-5% &lt; ETR &lt; 7.5%</b>	<b>-5% &lt; ETR &lt; 10%</b>	<b>0% &lt; ETR &lt; 15%</b>
<b>SELL</b>	<b>ETR &lt;= -5%</b>	<b>ETR &lt;= -5%</b>	<b>ETR &lt;= 0%</b>
<b>U.R.</b>	<b>Rating e/o target price Under Review</b>		
<b>N.R.</b>	<b>Stock Not Rated</b>		

**Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)**

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

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

**Conflict of interest**

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

*Integrae SIM S.p.A. pays or has paid in the past 12 months inside of the assignment of specialist, research services in favor Assiteca S.p.A. .;*

*Integrae SIM S.p.A. plays, or has played in the last 12 months, the role of specialist financial instruments issued by Assiteca S.p.A. .;*

*Integrae SIM S.p.A. has worked in the last 12 months which entity in charge of placing shares of Assiteca SpA resulting from a plan of capital increase approved by the shareholders.*