

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

IDNTT

Euronext Growth Milan | MarTech | Italy

Produzione 04/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 05/10/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 6,80

prev. € 6,80

Risk



Medium

Upside potential

112,4%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 3,20
Target price	€ 6,80
Upside/(Downside) potential	112,4%
Ticker	IDNTT IM
Market Cap (€/mln)	€ 24,04
EV (€/mln)	€ 22,09
Free Float	36,38%
Share Outstanding	7.511.799
52-week high	€ 3,65
52-week low	€ 2,85
Average daily volumes (3 months)	1.950

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	9,9	20,6	23,3	26,0
EBITDA	2,7	4,0	4,8	5,7
EBIT	2,3	3,6	4,4	5,3
Net Income	1,4	2,4	3,1	3,9
NFP	(1,9)	(2,0)	(5,8)	(10,5)
EBITDA margin	27,0%	19,2%	20,4%	21,7%
EBIT margin	23,3%	17,2%	18,7%	20,2%
Net Income margin	14,2%	11,4%	13,1%	14,8%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,00%	-0,62%	-9,09%	7,38%
to FTSE Italia Growth	8,45%	9,73%	4,65%	16,81%
to Euronext STAR Milan	9,23%	12,30%	6,80%	12,23%
to FTSE All-Share	4,57%	3,23%	-9,24%	-16,75%
to EUROSTOXX	4,21%	6,01%	-4,10%	-10,28%
to MSCI World Index	5,06%	3,85%	-10,59%	-5,64%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,2 x	5,6 x	4,7 x	3,9 x
EV/EBIT	9,6 x	6,2 x	5,1 x	4,2 x
P/E	17,1 x	10,2 x	7,9 x	6,2 x

1H23A Results

I Ricavi totali si attestano a € 9,00 mln, segnando una crescita del 92,9% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 4,67 mln. Escludendo il contributo di In-Sane Srl, pari a € 3,74 mln, i ricavi segnano comunque un incremento del 12,8% rispetto al 1H22A. L'EBITDA, pari a € 1,37 mln, registra un incremento del 12,8% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 1,21 mln. L'EBITDA *Margin* passa dal 26,0% del 1H22A all'attuale 15,2%, segnando una contrazione del 10,8%. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,18 mln, si attesta a € 1,19 mln, in aumento del 12,8% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 1,05 mln. La NFP rimane *cash positive* per un valore di € 1,31 mln, in riduzione rispetto al dato di fine esercizio 2022.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H23A, confermiamo integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Ricavi FY23E pari a € 20,60 mln ed un EBITDA pari a € 3,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei Ricavi possa aumentare fino a € 26,00 mln (CAGR 22A-25E: 37,9%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 5,65 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,7%), in crescita rispetto a € 2,68 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 27,0%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di IDNTT sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 56,2 mln. L'equity value di IDNTT utilizzando i market multiples risulta essere pari € 45,9 mln (incluso un discount pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 51,1 mln. Il target price è di € 6,80, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	8,48	9,91	20,60	23,30	26,00
Other Revenues	0,02	0,02	0,00	0,00	0,00
Value of Production	8,50	9,93	20,60	23,30	26,00
Services	3,23	3,87	8,95	10,00	10,95
Employees	2,79	3,35	7,65	8,50	9,35
Other operating costs	0,01	0,03	0,05	0,05	0,05
EBITDA	2,47	2,68	3,95	4,75	5,65
<i>EBITDA Margin</i>	<i>29,2%</i>	<i>27,0%</i>	<i>19,2%</i>	<i>20,4%</i>	<i>21,7%</i>
D&A	0,35	0,38	0,40	0,40	0,40
EBIT	2,13	2,30	3,55	4,35	5,25
<i>EBIT Margin</i>	<i>25,1%</i>	<i>23,3%</i>	<i>17,2%</i>	<i>18,7%</i>	<i>20,2%</i>
Financial Management	(0,22)	(0,57)	(0,60)	(0,50)	(0,40)
EBT	1,91	1,73	2,95	3,85	4,85
Taxes	0,23	0,32	0,60	0,80	1,00
Net Income	1,68	1,41	2,35	3,05	3,85
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	0,75	2,60	2,50	2,40	2,30
Account receivable	3,07	5,89	12,35	13,50	14,30
Account payable	1,28	3,63	7,70	9,10	10,50
Operating Working Capital	1,79	2,26	4,65	4,40	3,80
Other receivable	0,15	1,08	2,15	1,95	1,80
Other payable	1,05	2,06	2,90	2,85	2,80
Net Working Capital	0,89	1,27	3,90	3,50	2,80
Severance Indemnities & Other Provisions	0,21	0,15	0,50	0,95	1,20
NET INVESTED CAPITAL	1,43	3,73	5,90	4,95	3,90
Share Capital	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Reserves	2,44	4,13	5,42	7,59	10,40
Net Income	1,68	1,41	2,35	3,05	3,85
Equity	4,25	5,67	7,91	10,77	14,38
Cash & Cash Equivalent	2,97	2,01	2,11	5,87	10,53
Financial Debt	0,15	0,07	0,10	0,05	0,05
Net Financial Position	(2,82)	(1,94)	(2,01)	(5,82)	(10,48)
SOURCES	1,43	3,73	5,90	4,95	3,90

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	2,30	3,55	4,35	5,25
Taxes	0,32	0,60	0,80	1,00
NOPAT	1,98	2,95	3,55	4,25
D&A	0,38	0,40	0,40	0,40
Change in receivable	(2,83)	(6,46)	(1,15)	(0,80)
Change in payable	2,35	4,07	1,40	1,40
Change in others	0,09	(0,24)	0,15	0,10
Change in NWC	(0,38)	(2,63)	0,40	0,70
<i>Change in provisions</i>	<i>(0,06)</i>	<i>0,35</i>	<i>0,45</i>	<i>0,25</i>
OPERATING CASH FLOW	1,91	1,08	4,80	5,60
Capex	(2,23)	(0,30)	(0,30)	(0,30)
FREE CASH FLOW	(0,32)	0,78	4,50	5,30
Financial Management	(0,57)	(0,60)	(0,50)	(0,40)
Change in Financial Debt	(0,09)	0,03	(0,05)	0,00
Change in Equity	0,01	(0,11)	(0,19)	(0,24)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,96)	0,10	3,76	4,66

Source: IDNTT and Integrae SIM estimates

Company Overview

ID-ENTITY, costituita nel 2010, Società di diritto svizzero con sede a Balerna (Svizzera), è una Martech Content Factory in grado di produrre, su base giornaliera, centinaia di contenuti *“data driven”* ovvero sviluppati grazie alla raccolta e l’analisi dei dati e degli interessi degli utenti. ID-ENTITY produce contenuti *omnichannel*, originali, *smart*, *cross-media* e *cross-market*, in grado di generare interazioni e traffico verso i canali Social, l’E-commerce e i negozi, con l’obiettivo di convertire la visione del contenuto in vendite online ed off-line e aumentare la *brand awareness* dei clienti. Per fare questo, la Società si avvale di processi industriali certificati ISO 9001 governati dalla tecnologia.

Si evidenzia che la Società opera con un modello di business in *“full outsourcing”*, grazie al quale è in grado di soddisfare tutte le esigenze dei propri clienti. ID-ENTITY, infatti, si occupa per il cliente, dell’intero processo di creazione e gestione del contenuto necessario all’attivazione di strategie di comunicazione TTL (*Through The Line*), dove gli obiettivi di costruzione del brand ATL (*Above The Line*) e la massimizzazione delle conversioni BTL (*Below The Line*) sono tra di loro integrati. Il servizio offerto, dunque, include dall’ideazione fino alla produzione, alla consegna e alla gestione del contenuto. Un’offerta completa, diversificata e personalizzata di contenuti, dall’E-commerce ai contenuti Digitali, dai Video ai Social, fino alla *Customer care*, l’*In-Store TV*, *OTT TV* ed eventi in *live streaming*.

1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	9,00	1,37	15,2%	1,19	0,68	(1,31)
1H22A	4,67	1,21	26,0%	1,05	0,69	(1,94)*
Change	92,9%	12,8%	-10,8%	12,8%	-1,7%	N/A

Source: Integrae SIM

*NFP as of 31/12/2022

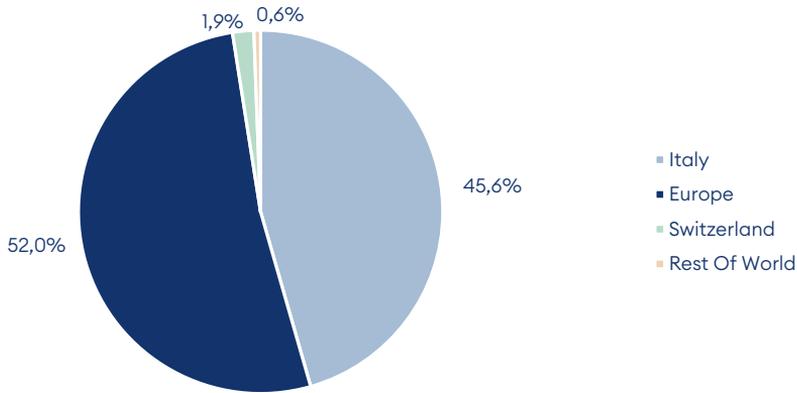
Tramite comunicato stampa, Christian Traviglia, Presidente e CEO di IDNTT, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Siamo molto soddisfatti dell’andamento del primo semestre 2023 che conferma uno sviluppo rilevante per il Gruppo IDNTT e puntiamo nel secondo semestre a rafforzare ulteriormente tale trend di crescita. Basti pensare ai traguardi raggiunti rispetto a solo due anni fa, quando in occasione dell’ingresso in Borsa, ci siamo presentati al mercato con un fatturato nel 2020 di 5,9 milioni di euro. Una crescita importante, sana, orientata al margine, sostenibile e coerente, focalizzata sul mercato del Content Omnichannel che ci ha consentito di sviluppare importanti economie e sinergie infra-gruppo e auto-finanziare la ricerca e lo sviluppo di nuovi servizi e prodotti originali che presenteremo quanto prima al mercato e che siamo sicuri potranno dare un’ulteriore spinta al nostro percorso virtuoso di crescita”.*

Si evidenzia che il 1H23A include i risultati della controllata In-Sane Srl, acquisita lo scorso novembre. I Ricavi totali si attestano a € 9,00 mln, segnando una crescita del 92,9% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 4,67 mln. Escludendo il contributo di In-Sane Srl, pari a € 3,74 mln, i ricavi segnano comunque un incremento del 12,8% rispetto al 1H22A.

Il trend positivo è segnale di una crescita organica, dovuta al consolidamento delle relazioni con i clienti più importanti e l’acquisizione di nuove commesse. Al pari dei periodi precedenti, l’andamento del fatturato è in crescita nel secondo semestre, dovuta alle politiche dei clienti volte ad incrementare il budget di comunicazione in contemporanea con le maggiori campagne di marketing, svolte nella seconda parte dell’anno, in concomitanza con i principali eventi come il *back to school*, il *Black Friday* e il periodo natalizio.

Dal punto di vista geografico, i ricavi provengono per la maggior parte dall’Italia e dal resto d’Europa (esclusa la Svizzera), che contribuiscono rispettivamente al 45,6% e al 52,0% del totale. La Svizzera contribuisce per l’1,9% del fatturato, mentre il rimanente 0,6% proviene dal resto del mondo.

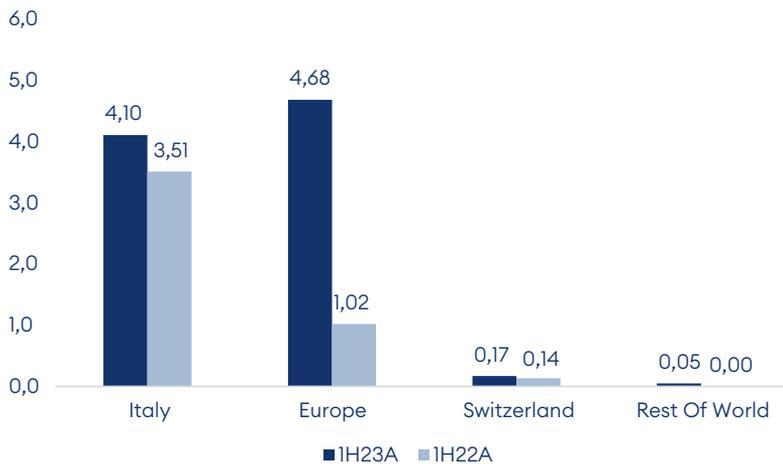
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY GEOGRAPHIC AREA



Source: IDNTT

Rispetto al 1H22A, si nota un significativo incremento del 457,2% dei ricavi provenienti dall'Europa (escluse Italia e Svizzera), che passano dai € 1,02 mln del 1H22A ai € 4,68 mln del 1H23A, dimostrando l'esito positivo del processo di internazionalizzazione del Gruppo. I ricavi dell'Italia ammontano a € 4,10 mln del totale, in aumento del 17,0% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 3,51 mln. Il fatturato della Svizzera si attesta a € 0,17 mln, in linea col valore precedente di € 0,14 mln, mentre i ricavi dal resto del mondo si attestano a € 0,05 mln.

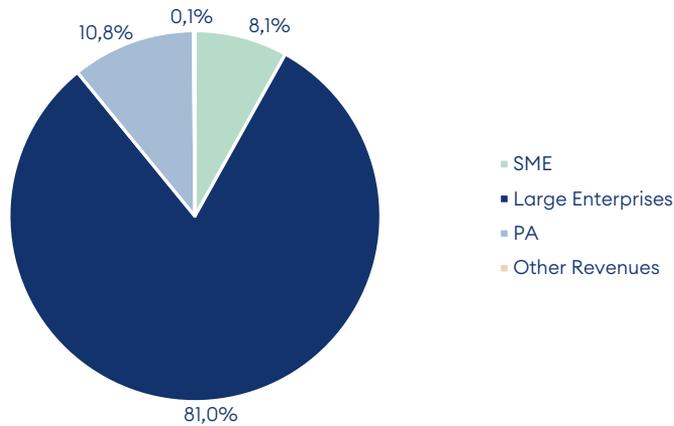
CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY GEOGRAPHIC AREA 1H22A VS 1H23A



Source: IDNTT

Dal punto di vista della scomposizione dei ricavi per tipologia di cliente, invece, si evidenzia come la gran parte del contributo provenga dai "Grandi Clienti", pari al 81,0% del totale, seguiti dalla Pubblica Amministrazione, con il 10,8% dei ricavi e dalle PMI con il 8,1% del fatturato, mentre gli altri ricavi contribuiscono per lo 0,1%.

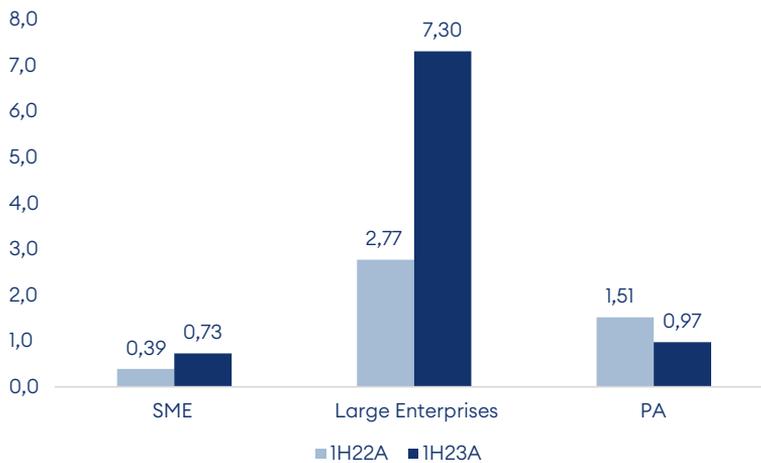
CHART 3 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: IDNTT

Si riporta un aumento del 64,2% dei ricavi verso i Grandi Clienti, che si attestano a € 7,30 mln, rispetto ai € 2,77 mln del 1H22A. Invece, i ricavi dalla Pubblica Amministrazione si riducono del 35,9%, passando da € 1,51 mln del 1H22A a € 0,97 mln del 1H23A, principalmente per i ritardi nella realizzazione dei progetti previsti dal PNRR, che quindi sono previsti per il secondo semestre dell'anno. Il fatturato relativo alle PMI passa da € 0,39 mln del 1H22A a € 0,73 mln nel 1H23A, registrando un incremento dell'87,2%.

CHART 4 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT 1H22A VS 1H23A



Source: IDNTT

L'EBITDA, pari a € 1,37 mln, registra un incremento del 12,8% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 1,21 mln. L'EBITDA Margin passa dal 26,0% del 1H22A all'attuale 15,2%, segnando una contrazione del 10,8%. La riduzione è dovuta all'inserimento di nuove figure professionali, ai costi di ricerca e sviluppo solo parzialmente capitalizzati, alla inferiore redditività della

nuova controllata In-Sane ed ai costi non ricorrenti dovuti alle operazioni straordinarie.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,18 mln, si attesta a € 1,19 mln, in aumento del 12,8% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 1,05 mln. Il Net Income si attesta a € 0,68 mln, in leggera diminuzione del 1,7% rispetto ai € 0,69 mln del 1H22A.

La NFP rimane *cash positive* per un valore di € 1,31 mln, in riduzione rispetto al dato di fine esercizio 2022 (*cash positive* per € 1,94 mln), a causa degli investimenti indirizzati in immobilizzazioni immateriali e materiali e all'acquisizione della partecipazione in Aldo Biasi Comunicazione Srl.

In relazioni agli eventi del primo semestre, si ricorda che in data 29 luglio 2024 è andato in onda sui canali Rai e Mediaset il primo spot commerciale prodotto da IDNTT Studios per COSWELL (VERUM), mentre altri spot sono ancora in fase di produzione.

Infine, si sottolinea che, in seguito all'acquisizione di In-Sane e di Aldo Biasi Comunicazione, proseguono le attività di integrazione e sviluppo commerciale, in parallelo allo *scouting* di ulteriori potenziali target per operazioni di M&A.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues			
New	20,60	23,30	26,00
Old	20,60	23,30	26,00
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			
New	3,95	4,75	5,65
Old	3,95	4,75	5,65
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA margin			
New	19,2%	20,4%	21,7%
Old	19,2%	20,4%	21,7%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			
New	3,55	4,35	5,25
Old	3,55	4,35	5,25
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income			
New	2,35	3,05	3,85
Old	2,35	3,05	3,85
Change	0,0%	0,0%	0,0%
NFP			
New	(2,01)	(5,82)	(10,48)
Old	(2,01)	(5,82)	(10,48)
Change	N/A	N/A	N/A

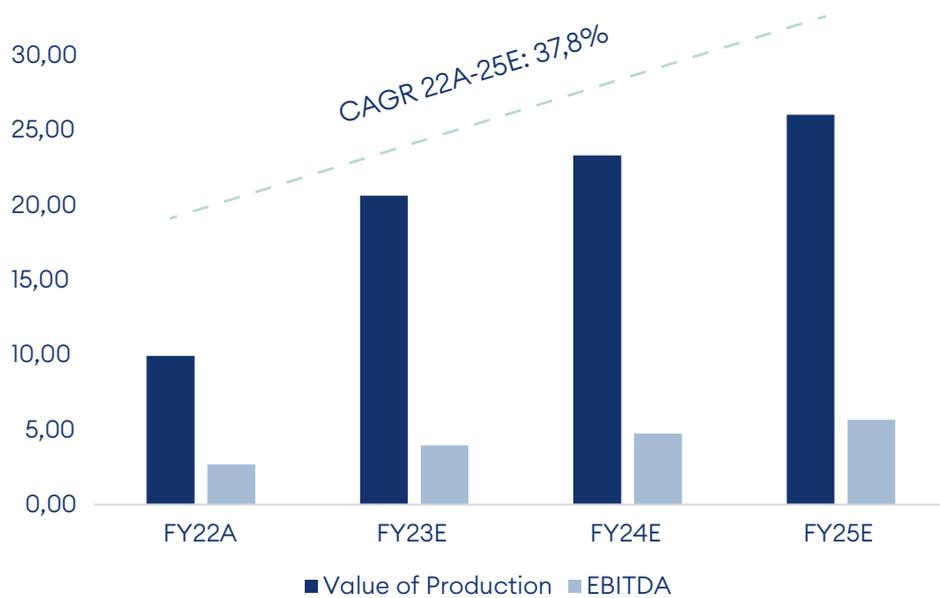
Source: *Integrae SIM*

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H23A, confermiamo integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Ricavi FY23E pari a € 20,60 mln ed un EBITDA pari a € 3,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei Ricavi possa aumentare fino a € 26,00 mln (CAGR 22A-25E: 37,9%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 5,65 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,7%), in crescita rispetto a € 2,68 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 27,0%).

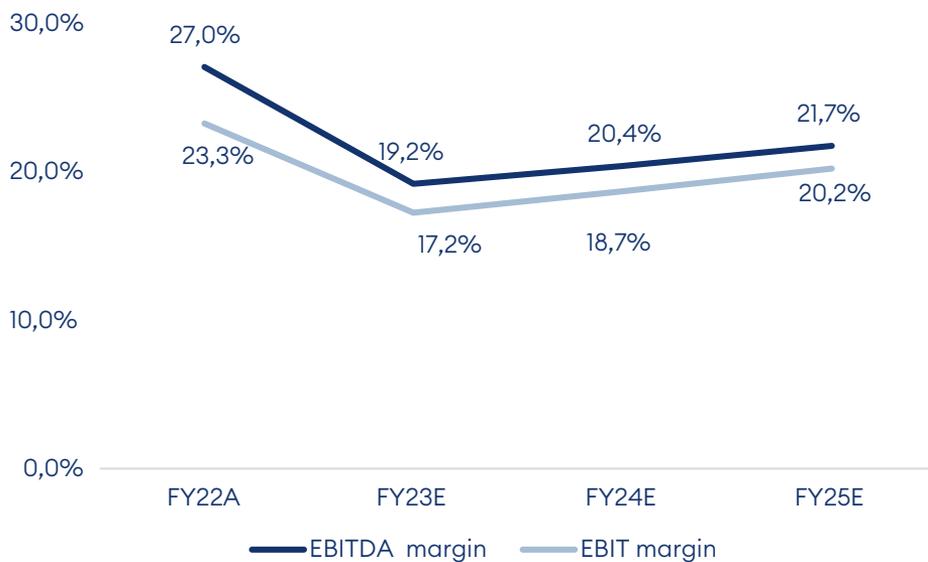
A livello patrimoniale, per il FY23E stimiamo una NFP *cash positive* pari a € 2,01 mln.

CHART 5 – REVENUES AND EBITDA FY22A-25E



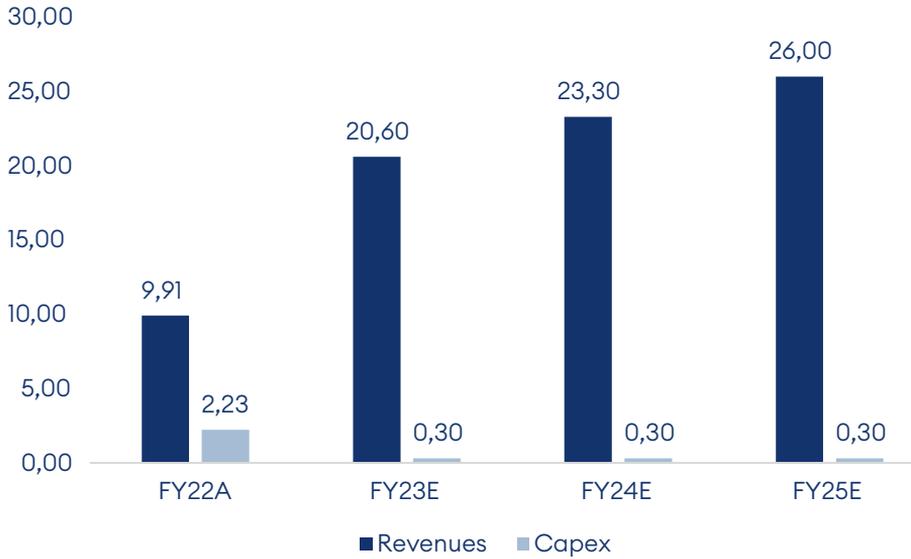
Source: Integrae SIM

CHART 6 – MARGIN FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 7 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 8 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di IDNTT sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				9,86%
D/E 5,26%	Risk Free Rate 3,64%	β Adjusted 0,83	α (specific risk) 2,50%	
K_d 2,50%	Market Premium 5,00%	β Relevered 0,86	K_e 10,28%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 9,86%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV
FCFO actualized	9,1 17%
TV actualized DCF	45,2 83%
Enterprise Value	54,3 100%
NFP (FY22A)	(1,9)
Equity Value	56,2

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 56,2 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
	2,5%	81,6	75,4	70,0	65,4	61,4	57,9	54,7
	2,0%	76,1	70,7	66,0	62,0	58,4	55,2	52,4
	1,5%	71,3	66,6	62,5	58,9	55,7	52,8	50,3
	1,0%	67,3	63,1	59,5	56,2	53,3	50,7	48,4
	0,5%	63,7	60,0	56,7	53,8	51,2	48,8	46,6
	0,0%	60,6	57,3	54,3	51,6	49,2	47,1	45,1
	-0,5%	57,8	54,8	52,1	49,7	47,5	45,5	43,6

Source: Integrae SIM

Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di IDNTT, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il panel è composto da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Septeni Holdings Co., Ltd.	14,5 x	14,4 x	11,3 x	16,3 x	15,6 x	11,6 x	22,0 x	20,2 x	15,8 x
dotDigital Group plc	8,1 x	7,4 x	N/A	12,4 x	10,9 x	N/A	21,9 x	17,6 x	N/A
Dentsu Group Inc	7,3 x	6,1 x	5,5 x	11,6 x	8,9 x	7,8 x	14,9 x	12,5 x	12,0 x
ad pepper media International N.V.	20,4 x	12,7 x	9,2 x	59,1 x	21,3 x	12,7 x	N/M	113,0 x	37,7 x
Believe	11,9 x	8,4 x	5,9 x	N/M	40,2 x	13,1 x	N/M	111,6 x	30,8 x
Peer median	11,9 x	8,4 x	7,5 x	14,4 x	15,6 x	12,1 x	21,9 x	20,2 x	23,3 x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	46,9	40,0	42,4
EV/EBIT	51,0	67,6	63,7
P/E	51,4	61,6	89,7
Equity Value			
EV/EBITDA	48,9	45,8	52,9
EV/EBIT	53,0	73,5	74,1
P/E	51,4	61,6	89,7
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	36,7	34,4	39,6
EV/EBIT	39,7	55,1	55,6
P/E	38,5	46,2	67,2
Average	38,3	45,2	54,2

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di IDNTT, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 61,2 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 45,9 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	51,1
Equity Value DCF (€/mln)	56,2
Equity Value multiples (€/mln)	45,9
Target Price (€)	6,80

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 51,1 mln. Il **target price** è quindi di € 6,80 (prev. € 6,80). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	18,3 x	12,4 x	10,3 x	8,7 x
EV/EBIT	21,3 x	13,8 x	11,3 x	9,4 x
P/E	36,3 x	21,7 x	16,7 x	13,3 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,2 x	5,6 x	4,7 x	3,9 x
EV/EBIT	9,6 x	6,2 x	5,1 x	4,2 x
P/E	17,1 x	10,2 x	7,9 x	6,2 x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
04/10/2022	2,98	Buy	6,10	Medium	Update
18/11/2022	3,28	Buy	6,10	Medium	Breaking News
12/12/2022	3,35	Buy	6,80	Medium	Update
17/04/2023	3,46	Buy	6,80	Medium	Update
19/06/2023	3,30	Buy	6,80	Medium	Breaking News
05/07/2023	3,22	Buy	6,80	Medium	Breaking News
26/07/2023	3,26	Buy	6,80	Medium	Breaking News

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

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

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

the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the IDNTT SA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by IDNTT SA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of IDNTT SA.