

UPDATE

EQUITY RESEARCH

# ABTG

**ISIM**  
**INTEGRÆ**

Euronext Growth Milan | Educational Services | Italy

Produzione 11/10/2024, h. 18:30

Pubblicazione 14/10/2024, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 7,00**

prev. € 7,20

Risk



Medium

Upside potential

**158,5%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| Price                            | € 2,71    |
| Target price                     | € 7,00    |
| Upside/(Downside) potential      | 158,5%    |
| Ticker                           | ABTG IM   |
| Market Cap (€/mln)               | € 14,61   |
| EV (€/mln)                       | € 12,82   |
| Free Float                       | 47,30%    |
| Share Outstanding                | 5.391.675 |
| 52-week high                     | € 3,54    |
| 52-week low                      | € 1,96    |
| Average daily volumes (3 months) | 7.207     |

| Key Financials (€/mln) | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| VoP                    | 19,5  | 26,0  | 30,5  | 34,0  |
| EBITDA                 | 3,3   | 4,5   | 6,1   | 7,5   |
| EBIT                   | 1,0   | 2,7   | 4,3   | 5,7   |
| Net Income             | 0,5   | 1,6   | 2,7   | 3,6   |
| NFP                    | (1,8) | (2,8) | (4,4) | (5,8) |
| EBITDA margin          | 17,2% | 17,1% | 20,0% | 22,1% |
| EBIT margin            | 5,3%  | 10,2% | 14,1% | 16,6% |
| Net Income Margin      | 2,5%  | 6,0%  | 8,7%  | 10,6% |

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

Edoardo Luigi Pezzella | [edoardo.pezzella@integraesim.it](mailto:edoardo.pezzella@integraesim.it)

| Stock performance      | 1M     | 3M     | 6M    | 1Y     |
|------------------------|--------|--------|-------|--------|
| Absolute               | -6,6%  | 0,7%   | 26,0% | 29,7%  |
| to FTSE Italia Growth  | -8,7%  | 1,0%   | 26,8% | 29,8%  |
| to Euronext STAR Milan | -8,9%  | 4,7%   | 28,3% | 19,0%  |
| to FTSE All-Share      | -9,1%  | 1,6%   | 26,1% | 9,6%   |
| to EUROSTOXX           | -12,0% | -0,2%  | 26,0% | 10,7%  |
| to MSCI World Index    | -26,5% | -15,9% | 1,3%  | -16,2% |

| Main Ratios | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA   | 3,8x  | 2,9x  | 2,1x  | 1,7x  |
| EV/EBIT     | 12,5x | 4,8x  | 3,0x  | 2,3x  |
| P/E         | 29,9x | 9,4x  | 5,5x  | 4,1x  |

## 1H24A Results

Il Valore della Produzione si attesta pari a € 12,55 mln, in crescita del 38,0% rispetto al valore del 1H23A, pari a € 9,10 mln. L'EBITDA, pari a € 1,87 mln, registra un incremento del 19,7% rispetto al dato del 1H23A, pari a € 1,57 mln dovuto dalla miglior capacità di gestire i costi di struttura in seguito l'aumento dei ricavi. L'EBITDA *Margin* passa dal 17,3% del 1H23A al 15,0%, segnando così un decremento del 2,3% dovuto principalmente al business delle nuove acquisizioni che presenta margini inferiori rispetto ai business tradizionali. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,04 mln, è pari a € 0,85 mln, in aumento rispetto al risultato dell'1H23A (€ 0,17 mln). Il Net Income risulta positivo per € 0,56 mln, in miglioramento rispetto al risultato del 1H23A, negativo per € - 0,07 mln.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 26,00 mln ed un EBITDA pari a € 4,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il calore della produzione possa aumentare fino a € 34,00 mln (CAGR 23A-26E: 20,4%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 7,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 22,2%), in crescita ,rispetto a € 3,35 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 17,2%). A livello patrimoniale stimiamo un valore di NFP *cash positive* per il FY24E pari a € 2,79 mln.

## Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di ABTG sulla base della metodologia DCF. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,50%) restituisce un equity value pari a € 37,8 mln. Il target price è di € 7,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

| CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln) | FY22A         | FY23A        | FY24E        | FY25E        | FY26E        |
|---------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenues                              | 14,98         | 19,36        | 25,90        | 30,35        | 33,80        |
| Other revenues                        | 0,86          | 0,12         | 0,10         | 0,15         | 0,20         |
| <b>Value of Production</b>            | <b>15,84</b>  | <b>19,48</b> | <b>26,00</b> | <b>30,50</b> | <b>34,00</b> |
| COGS                                  | 0,08          | 0,06         | 0,05         | 0,05         | 0,05         |
| Services                              | 10,16         | 12,85        | 17,55        | 20,00        | 21,90        |
| Use of assets owned by others         | 0,80          | 0,80         | 1,00         | 1,00         | 1,05         |
| Employees                             | 1,57          | 1,96         | 2,45         | 2,85         | 3,00         |
| Other operating costs                 | 0,75          | 0,46         | 0,50         | 0,50         | 0,50         |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>2,48</b>   | <b>3,35</b>  | <b>4,45</b>  | <b>6,10</b>  | <b>7,50</b>  |
| <i>EBITDA Margin</i>                  | <i>15,6%</i>  | <i>17,2%</i> | <i>17,1%</i> | <i>20,0%</i> | <i>22,2%</i> |
| D&A                                   | 3,02          | 2,32         | 1,80         | 1,80         | 1,85         |
| <b>EBIT</b>                           | <b>(0,55)</b> | <b>1,03</b>  | <b>2,65</b>  | <b>4,30</b>  | <b>5,65</b>  |
| <i>EBIT Margin</i>                    | <i>-3,5%</i>  | <i>5,3%</i>  | <i>10,2%</i> | <i>14,1%</i> | <i>16,7%</i> |
| Financial management                  | (0,04)        | (0,09)       | (0,20)       | (0,15)       | (0,05)       |
| <b>EBT</b>                            | <b>(0,59)</b> | <b>0,94</b>  | <b>2,45</b>  | <b>4,15</b>  | <b>5,60</b>  |
| Taxes                                 | 0,03          | 0,45         | 0,90         | 1,50         | 2,00         |
| <b>Net Income</b>                     | <b>(0,62)</b> | <b>0,49</b>  | <b>1,55</b>  | <b>2,65</b>  | <b>3,60</b>  |

| CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln) | FY22A         | FY23A         | FY24E         | FY25E         | FY26E         |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Fixed Assets</b>                | <b>5,40</b>   | <b>5,42</b>   | <b>5,65</b>   | <b>6,15</b>   | <b>6,60</b>   |
| Account receivable                 | 0,69          | 1,90          | 2,50          | 2,80          | 2,95          |
| Inventory                          | 0,06          | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| Account payable                    | 1,18          | 2,16          | 2,85          | 3,40          | 3,95          |
| <b>Operating Working Capital</b>   | <b>(0,43)</b> | <b>(0,26)</b> | <b>(0,35)</b> | <b>(0,60)</b> | <b>(1,00)</b> |
| Other receivable                   | 1,39          | 1,40          | 1,80          | 1,95          | 2,20          |
| Other payable                      | 2,11          | 2,91          | 3,20          | 3,70          | 4,00          |
| <b>Net Working Capital</b>         | <b>(1,15)</b> | <b>(1,76)</b> | <b>(1,75)</b> | <b>(2,35)</b> | <b>(2,80)</b> |
| Severance & other provisions       | 0,87          | 0,46          | 0,55          | 0,65          | 0,70          |
| <b>NET INVESTED CAPITAL</b>        | <b>3,38</b>   | <b>3,20</b>   | <b>3,35</b>   | <b>3,15</b>   | <b>3,10</b>   |
| Share capital                      | 2,50          | 2,65          | 2,65          | 2,65          | 2,65          |
| Reserves                           | 2,28          | 1,86          | 1,94          | 2,22          | 2,69          |
| Net Income                         | (0,62)        | 0,49          | 1,55          | 2,65          | 3,60          |
| <b>Equity</b>                      | <b>4,16</b>   | <b>4,99</b>   | <b>6,14</b>   | <b>7,52</b>   | <b>8,94</b>   |
| Cash & cash equivalents            | 1,99          | 2,74          | 3,29          | 4,57          | 5,94          |
| Short term financial debt          | 0,30          | 0,44          | 0,20          | 0,10          | 0,05          |
| M/L term financial debt            | 0,91          | 0,51          | 0,30          | 0,10          | 0,05          |
| <b>Net Financial Position</b>      | <b>(0,78)</b> | <b>(1,79)</b> | <b>(2,79)</b> | <b>(4,37)</b> | <b>(5,84)</b> |
| <b>SOURCES</b>                     | <b>3,38</b>   | <b>3,20</b>   | <b>3,35</b>   | <b>3,15</b>   | <b>3,10</b>   |

| CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)  | FY23A         | FY24E         | FY25E         | FY26E         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT                            | 1,03          | 2,65          | 4,30          | 5,65          |
| Taxes                           | 0,45          | 0,90          | 1,50          | 2,00          |
| <b>NOPAT</b>                    | <b>0,58</b>   | <b>1,75</b>   | <b>2,80</b>   | <b>3,65</b>   |
| D&A                             | 2,32          | 1,80          | 1,80          | 1,85          |
| Change in NWC                   | 0,62          | (0,01)        | 0,60          | 0,45          |
| <i>Change in receivable</i>     | <i>(1,21)</i> | <i>(0,60)</i> | <i>(0,30)</i> | <i>(0,15)</i> |
| <i>Change in inventory</i>      | <i>0,06</i>   | <i>0,00</i>   | <i>0,00</i>   | <i>0,00</i>   |
| <i>Change in payable</i>        | <i>0,97</i>   | <i>0,69</i>   | <i>0,55</i>   | <i>0,55</i>   |
| <i>Change in others</i>         | <i>0,79</i>   | <i>(0,11)</i> | <i>0,35</i>   | <i>0,05</i>   |
| Change in provisions            | (0,41)        | 0,09          | 0,10          | 0,05          |
| <b>OPERATING CASH FLOW</b>      | <b>3,10</b>   | <b>3,63</b>   | <b>5,30</b>   | <b>6,00</b>   |
| Capex                           | (2,35)        | (2,03)        | (2,30)        | (2,30)        |
| <b>FREE CASH FLOW</b>           | <b>0,75</b>   | <b>1,60</b>   | <b>3,00</b>   | <b>3,70</b>   |
| Financial management            | (0,09)        | (0,20)        | (0,15)        | (0,05)        |
| Change in Financial debt        | (0,26)        | (0,45)        | (0,30)        | (0,10)        |
| Change in equity                | 0,35          | (0,40)        | (1,28)        | (2,18)        |
| <b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b> | <b>0,75</b>   | <b>0,55</b>   | <b>1,27</b>   | <b>1,37</b>   |

Source: ABTG and Integrae SIM estimates

## Company Overview

Alfio Bardolla Training Group (ABTG), “PMI innovativa” dal 6 luglio 2017, opera nel settore della formazione finanziaria personale non formale sul mercato italiano e, in maniera residuale, su quello spagnolo. La Società lavora sulla formazione personale negli ambiti: psicologia del denaro, investimenti immobiliari, trading sui mercati finanziari, sviluppo del business e internet royalties. In particolare, la Società è leader in Italia nel *digital financial and business training*, ABTG crea e sviluppa corsi di formazione online e *off-line*.

I vari segmenti sono sviluppati tramite percorsi specialistici formativi e percorsi di formazione individuale, in aula o online. I processi di formazione hanno tipicamente inizio con eventi di due o tre giorni chiamati “WakeUp Call”.

Oltre ai corsi, ABTG opera nel settore dell’editoria, offrendo ai clienti una serie di prodotti gratuiti e a pagamento tramite ebook, video-corsi e audio-corsi, oltre che giochi in scatola per esercitarsi. Infine, il Gruppo commercializza i libri opera del fondatore e Presidente del Consiglio di Amministrazione Alfio Bardolla, in Italia editi da Sperling&Kupfer e Gribaudo.

ABTG svolge l’attività basandosi su un’offerta altamente specializzata, su di un database di clienti per le campagne marketing, sull’elevato tasso di soddisfazione della clientela e sulla consolidata esperienza nell’organizzazione e commercializzazione di seminari e *coaching*. Tutti i percorsi formativi si pongono come obiettivo la libertà finanziaria del cliente.

# 1H24A Results

TABLE 2 – 1H24A VS 1H23A

| €/mln  | VoP   | EBITDA | EBITDA % | EBIT   | Net Income | NFP     |
|--------|-------|--------|----------|--------|------------|---------|
| 1H24A  | 12,55 | 1,89   | 15,0%    | 0,85   | 0,56       | (2,52)  |
| 1H23A  | 9,10  | 1,57   | 17,3%    | 0,17   | (0,07)     | (1,79)* |
| Change | 38,0% | 19,7%  | -2,3%    | 384,1% | 896,2%     | n/a     |

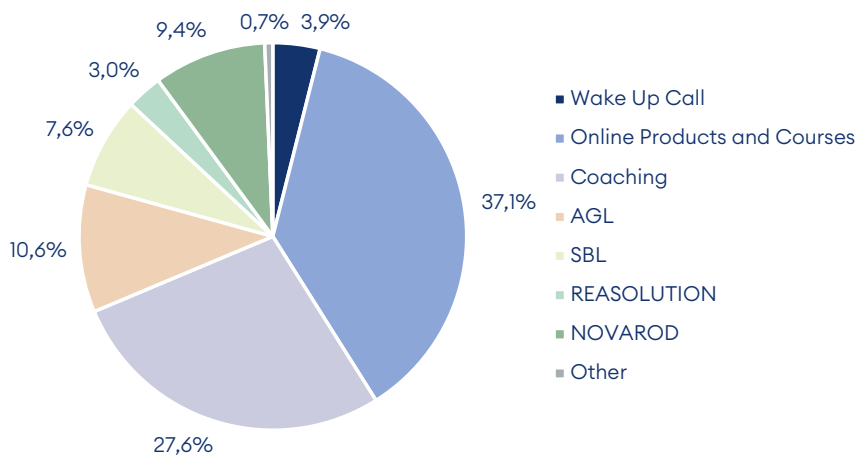
Source: Integrae SIM

\*NFP as of 31/12/2023

Alfio Bardolla, Presidente e CEO di ABTG, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“i risultati confermano la corretta direzione strategica del nostro gruppo, con un peso della Capogruppo pari al 69% del totale dei ricavi consolidati, rispetto al 81% dello stesso semestre dell’esercizio precedente. Confidiamo che le controllate continuino il loro percorso di sviluppo volto a una diversificazione societaria rimanendo comunque nell’ambito delle digital company”.*

Il Valore della Produzione si attesta pari a € 12,55 mln, in crescita del 38,0% rispetto al valore del 1H23A, pari a € 9,10 mln. L’edizione del Wake Up Call svoltasi il 13, 14 e 15 settembre ha ottenuto eccellenti risultati sia in termini di partecipazione che di ricavi, consolidando il posizionamento di ABTG nel mercato B2C.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: ABTG

L’aumento dei ricavi da Wake Up Call del +28,0% rispetto al semestre scorso (pari al 3,9% dei ricavi per un totale di € 0,49 mln) traina l’aumento dei ricavi da Corsi e prodotti on line (+34,4% vs 1H23A) che rappresenta il 37,1% del totale dei ricavi pari a € 4,66 mln (€ 3,47 mln nel 1H23A). Successivamente si colloca il coaching, che ha visto un aumento del +3,0%,

producendo così il 27,6% dei ricavi, per un valore di € 3,47 mln. I ricavi da AGL (composti da ricavi da fees di affiliazioni e da fees ricorrenti mensili da affiliati) si attestano a € 1,34 mln, pari al 7,6% del totale, mentre quelli SBL contribuiscono al 7,6% del totale, per un ammontare di € 0,96 mln (+94,3% vs 1H23A). Le controllate Reasolution (€ 0,37 mln) e Novarod (€ 1,18 mln), invece, generano il 12,4% dei ricavi del Gruppo che se sommati ai ricavi delle altre controllate ammontano ad un totale del 30,7% dei ricavi del Gruppo.

L'EBITDA, pari a € 1,87 mln, registra un incremento del 19,7% rispetto al dato del 1H23A, pari a € 1,57 mln dovuto dalla miglior capacità di gestire i costi di struttura in seguito l'aumento dei ricavi. L'EBITDA *Margin* passa dal 17,3% del 1H23A al 15,0%, segnando così un decremento del 2,3% dovuto principalmente al business delle nuove acquisizioni che presenta margini inferiori rispetto ai business tradizionali.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,04 mln, è pari a € 0,85 mln, in aumento rispetto al risultato dell'1H23A (€ 0,17 mln). L'EBIT margin dell'1H24A risulta pari al 6,7%, a fronte di un valore, per l'1H23A, pari al 1,9%.

Il Net Income risulta positivo per € 0,56 mln, in miglioramento rispetto al risultato del 1H23A, negativo per € - 0,07 mln.

Dal punto di vista patrimoniale, la NFP al 30 giugno 2023 ammonta a circa € 2,52 mln (*cash positive*), a fronte di € 1,79, (sempre *cash positive*) del FY23A. Tale variazione positiva è stata principalmente determinata dell'effetto combinato della riduzione dei crediti commerciali del 28,8% e della riduzione dei debiti commerciali del 9,4%.

Si ricorda, infine, che la controllata ABTG Legal Srl ha modificato la propria denominazione e l'oggetto sociale in seguito a un cambio di strategia. La nuova denominazione, ABTG Accelerator Srl riflette innanzitutto la necessità di sfruttare le risorse professionali e finanziarie della Capogruppo per consentire alle nuove realtà di aderire più efficacemente alle iniziative imprenditoriali delle società controllate. Come comunica la Società, ABTG Accelerator Srl servirà come veicolo per l'eventuale incorporazione futura del business.

## FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

| €/mln                      | FY24E  | FY25E  | FY26E  |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Value of Production</b> |        |        |        |
| New                        | 26,00  | 30,50  | 34,00  |
| Old                        | 26,00  | 30,50  | 34,00  |
| Change                     | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| <b>EBITDA</b>              |        |        |        |
| New                        | 4,45   | 6,10   | 7,50   |
| Old                        | 5,20   | 6,85   | 8,50   |
| Change                     | -14,4% | -10,9% | -11,8% |
| <b>EBITDA %</b>            |        |        |        |
| New                        | 17,1%  | 20,0%  | 22,2%  |
| Old                        | 20,0%  | 22,5%  | 25,0%  |
| Change                     | -2,9%  | -2,5%  | -2,8%  |
| <b>EBIT</b>                |        |        |        |
| New                        | 2,65   | 4,30   | 5,65   |
| Old                        | 3,40   | 5,05   | 6,65   |
| Change                     | -22,1% | -14,9% | -15,0% |
| <b>Net Income</b>          |        |        |        |
| New                        | 1,55   | 2,65   | 3,60   |
| Old                        | 2,30   | 3,50   | 4,60   |
| Change                     | -32,6% | -24,3% | -21,7% |
| <b>NFP</b>                 |        |        |        |
| New                        | (2,79) | (4,37) | (5,84) |
| Old                        | (3,19) | (5,00) | (6,77) |
| Change                     | n/a    | n/a    | n/a    |

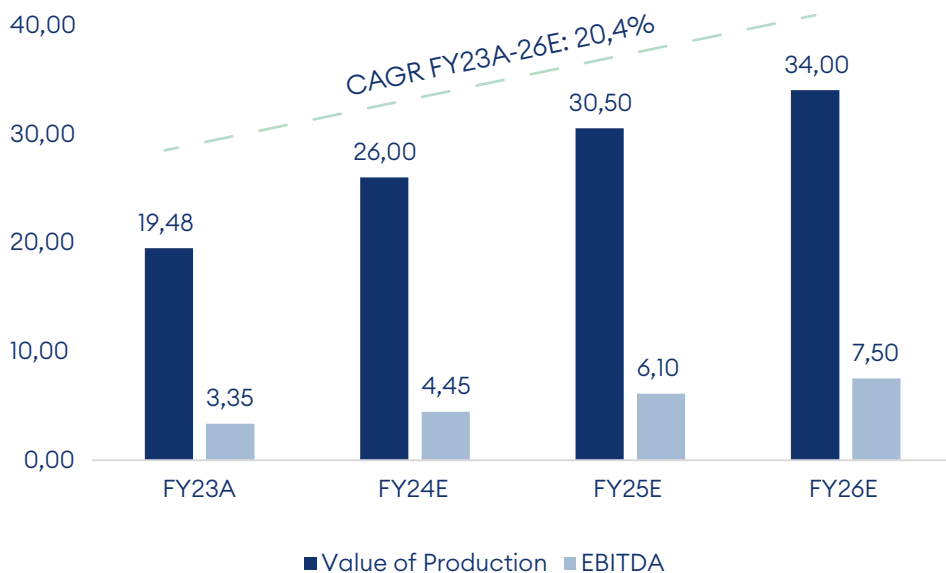
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 26,00 mln ed un EBITDA pari a € 4,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il calore della produzione possa aumentare fino a € 34,00 mln (CAGR 23A-26E: 20,4%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 7,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 22,2%), in crescita, rispetto a € 3,35 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,2%).

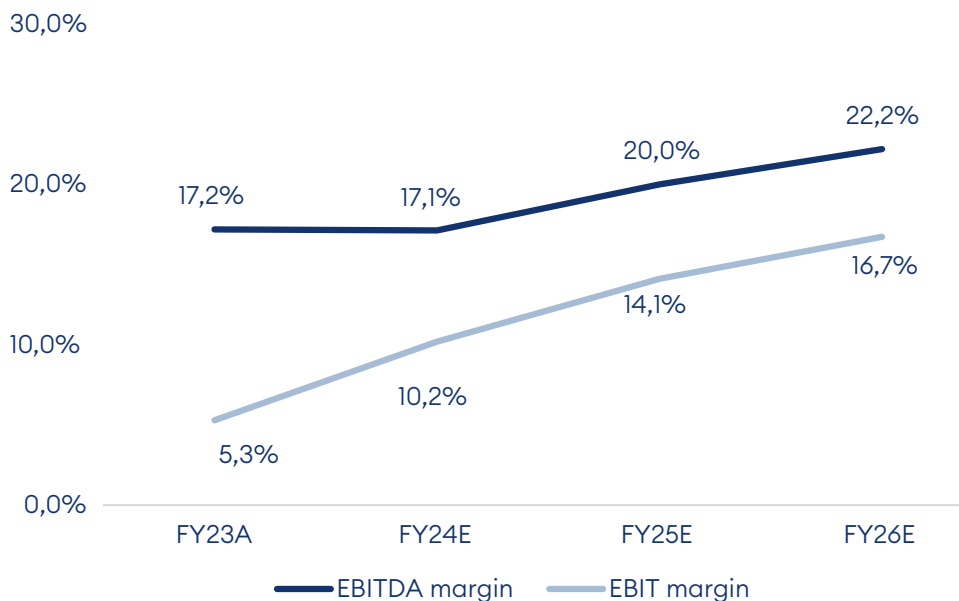
A livello patrimoniale stimiamo un valore di NFP *cash positive* per il FY24E pari a € 2,79 mln.

CHART 2 - VOP AND EBITDA FY23A-26E



Source: Integrae SIM

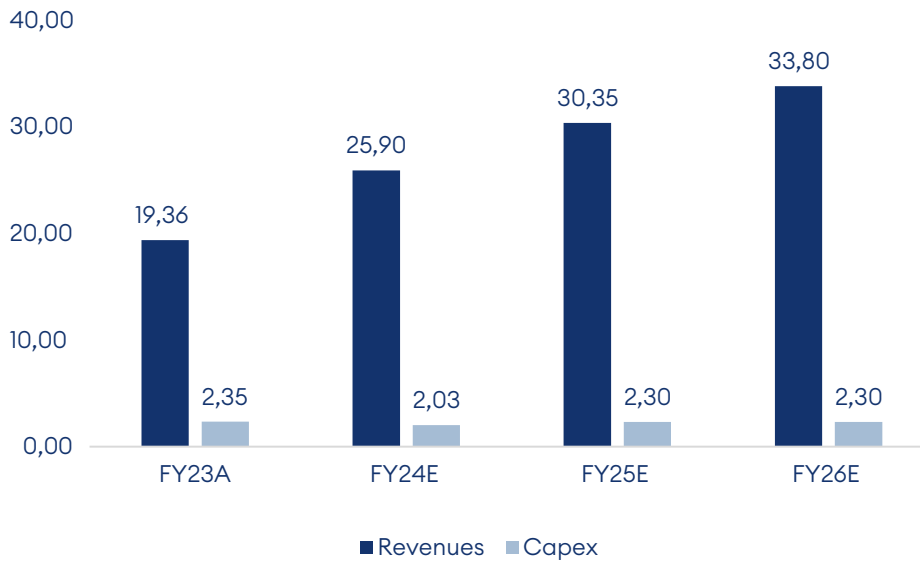
CHART 3 - MARGIN FY23A-26E



Source: Integrae SIM

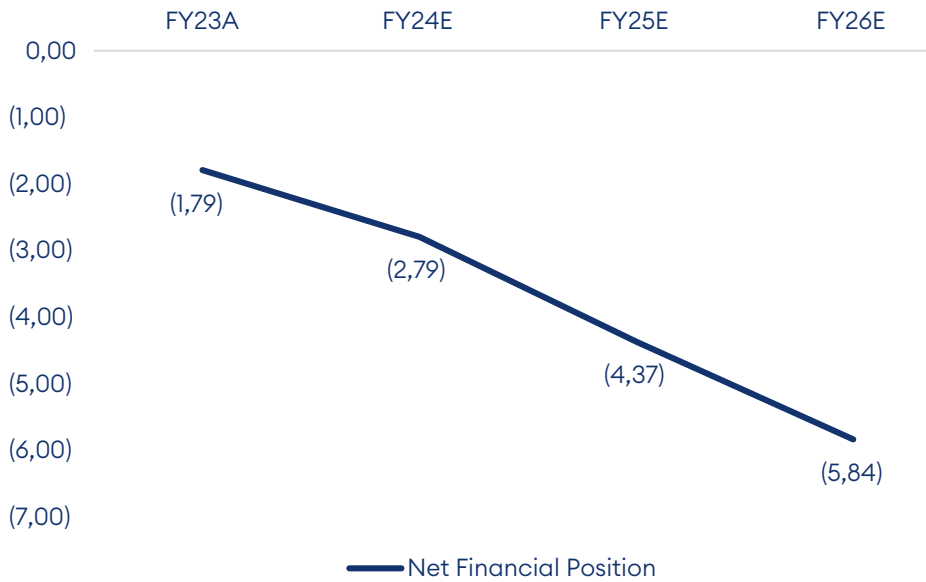


CHART 4 – CAPEX FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 5 – NFP FY23A-26E



Source: Integrae SIM

# Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di ABTG sulla base della metodologia DCF.

## DCF Method

TABLE 4 – WACC

| WACC           |                         |                          | 12,47%                            |
|----------------|-------------------------|--------------------------|-----------------------------------|
| D/E<br>11,11%  | Risk Free Rate<br>2,74% | $\beta$ Adjusted<br>1,2  | $\alpha$ (specific risk)<br>2,50% |
| $K_d$<br>3,50% | Market Premium<br>6,80% | $\beta$ Relevered<br>1,1 | $K_e$<br>13,58%                   |

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,50%. Ne risulta quindi un WACC di 12,47%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

| DCF                     |             | % of EV     |
|-------------------------|-------------|-------------|
| FCFO actualized         | 10,9        | 30%         |
| TV actualized DCF       | 25,0        | 70%         |
| <b>Enterprise Value</b> | <b>36,0</b> | <b>100%</b> |
| NFP (FY23A)             | (1,8)       |             |
| <b>Equity Value</b>     | <b>37,8</b> |             |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€ 37,8 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

| €/mln              | WACC | WACC  |       |       |       |       |       |       |  |
|--------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|                    |      | 11,0% | 11,5% | 12,0% | 12,5% | 13,0% | 13,5% | 14,0% |  |
| Growth Rate<br>(g) | 3,0% | 49,0  | 46,3  | 43,9  | 41,7  | 39,8  | 38,1  | 36,5  |  |
|                    | 2,5% | 46,8  | 44,4  | 42,2  | 40,3  | 38,5  | 36,9  | 35,4  |  |
|                    | 2,0% | 45,0  | 42,7  | 40,8  | 39,0  | 37,3  | 35,8  | 34,5  |  |
|                    | 1,5% | 43,3  | 41,3  | 39,4  | 37,8  | 36,2  | 34,9  | 33,6  |  |
|                    | 1,0% | 41,8  | 39,9  | 38,2  | 36,7  | 35,3  | 34,0  | 32,8  |  |
|                    | 0,5% | 40,4  | 38,7  | 37,1  | 35,7  | 34,4  | 33,1  | 32,0  |  |
|                    | 0,0% | 39,1  | 37,5  | 36,1  | 34,8  | 33,5  | 32,4  | 31,3  |  |

Source: Integrae SIM

# Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

| Equity Value             |             |
|--------------------------|-------------|
| Equity Value DCF (€/mln) | 37,8        |
| <b>Target Price (€)</b>  | <b>7,00</b> |

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value di € 37,8 mln. **Il target price, quindi, è di € 7,00 (prev. € 7,20).**  
**Confermiamo rating BUY e risk MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Multiples | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 10,7x | 8,1x  | 5,9x  | 4,8x  |
| EV/EBIT   | 35,0x | 13,6x | 8,4x  | 6,4x  |
| P/E       | 77,2x | 24,4x | 14,3x | 10,5x |

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Main Ratios | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA   | 3,8x  | 2,9x  | 2,1x  | 1,7x  |
| EV/EBIT     | 12,5x | 4,8x  | 3,0x  | 2,3x  |
| P/E         | 29,9x | 9,4x  | 5,5x  | 4,1x  |

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, Alessandro Elia Stringa and Alessia Di Florio 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.).

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       |
|------------|-------|----------------|--------------|--------|---------------|
| 24/04/2023 | 2,10  | Buy            | 7,50         | Medium | Update        |
| 13/10/2023 | 2,19  | Buy            | 7,50         | Medium | Update        |
| 25/10/2023 | 2,15  | Buy            | 7,50         | Medium | Breaking News |
| 19/12/2023 | 2,59  | Buy            | 8,00         | Medium | Update        |
| 18/04/2024 | 2,61  | Buy            | 7,20         | Medium | Update        |

ment 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 SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://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 esti-

mates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆE 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, Integræe 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, Integræe 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 Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range

#### Equity Total Return (ETR) for different risk categories

| Rating | Low Risk            | Medium Risk        | High Risk         |
|--------|---------------------|--------------------|-------------------|
| BUY    | Upside $\geq$ 7.5%  | Upside $\geq$ 10%  | Upside $\geq$ 15% |
| HOLD   | -5% < Upside < 7.5% | -5% < Upside < 10% | 0% < Upside < 15% |
| SELL   | Upside $\leq$ -5%   | Upside $\leq$ -5%  | Upside $\leq$ 0%  |
| U.R.   | Under Review        |                    |                   |
| N.R.   | Not Rated           |                    |                   |

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

The methods that INTEGRÆE 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, EVE/EBIT 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) Integræe 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 Integræe 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 ABTG SpA;
- Integræe SIM prepared this document on behalf of MiT SIM S.p.A. acting as specialist in accordance with article 35 of Rules for Euronext Growth Milan Companies.