

Spindox

Euronext Growth Milan | Information Technology | Italy

Produzione 21/04/2023, h. 18:30

Pubblicazione 24/04/2023, h. 07:00



Rating
BUY

Target Price
€ 16,00



Risk
Medium

Upside potential
88,3%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 8,50
Target price	€ 16,00
Upside/(Downside) potential	88,3%
Ticker	SPN IM
Market Cap (€/mln)	€ 51,00
EV (€/mln)	€ 54,91
Free Float	19,27%
Share Outstanding	6.000.400
52-week high	14,90
52-week low	8,14
IPO Price (06/07/2021)	€ 7,50

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	79,5	96,2	116,4	140,5
VoP	82,4	98,6	119,5	144,0
EBITDA	6,3	7,6	9,3	12,0
EBIT	2,6	4,1	5,8	8,4
Net Profit	0,8	2,0	3,3	5,1
EBITDA margin	7,7%	7,7%	7,8%	8,3%
EBIT margin	3,2%	4,1%	4,9%	5,9%
Net Profit margin	1,0%	2,0%	2,8%	3,5%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Elia Stringa | alessandro.stringa@integraesim.it

Sommario

1. Company Overview	4
1.1	L'attività 4
1.2	Storia Societaria 5
1.3	Azionariato e Struttura societaria 7
1.4	Corporate Governance 9
1.5	Key People 10
1.6	Sostenibilità 12
2. Business Model	14
2.1	Industry Business System 14
2.2	Business Model 14
2.3	Products and services - Ublique© 18
2.4	Revenue Model 21
2.5	Research & Development 22
2.6	Marketing e rete di vendita 23
2.7	Clienti e Fornitori 25
2.7.1	Clienti 25
2.7.2	Fornitori 29
3. Il mercato	31
3.1	Lo stato del mercato digitale italiano 31
3.2	Mercato digitale 2022-2025 34
4. Posizionamento Competitivo	41
4.1	SWOT Analysis 43

5. Economics & Financials	44
5.1	FY22A Results 45
5.2	FY23E – FY25E Estimates 48
6. Valuation	52
6.1DCF Method 52
6.2	Market Multiples 54
6.2.1	Composizione del panel 54
6.2.2	Multiples Method 57
7. Equity Value	58

1. Company Overview

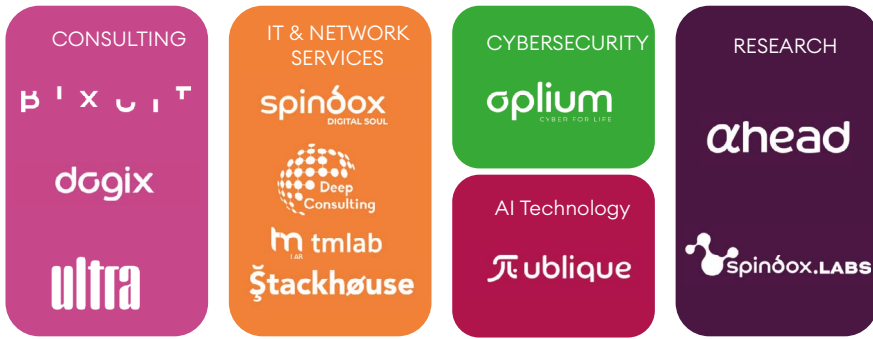
1.1 L'attività

Spindox SpA («Spindox» o «la Società») è un'azienda italiana con sede a Milano (MI) costituita nel 2007 da Fabrizio Bindi, Luca Foglino, Paolo Costa e Antonino Cilluffo, attiva nel mercato dei servizi e dei prodotti ICT (Information & Communication Technology). La Società, a capo dell'omonimo Gruppo si pone l'obiettivo di supportare i propri clienti italiani ed esteri nei processi di digitalizzazione delle attività e nell'utilizzo della tecnologia per il miglioramento dei processi decisionali ed operativi.

La linea di business dei servizi IT è lo storico segmento di attività di Spindox, che ha permesso al Gruppo di svilupparsi gradualmente sia tramite crescita organica che tramite operazioni di M&A, e di consolidare le proprie attività ed entrare in nuovi settori e mercati. Ad oggi, Spindox è in grado di vantare un *business model* particolarmente solido e scalabile con servizi e prodotti relativi a 5 settori: Consulting, IT services, Network Services, Cybersecurity e AI (Artificial Intelligence) Technologies. Affianco alle funzioni più strettamente operative, il Gruppo, per crescere e consolidare la propria posizione competitiva, si è dotato di una struttura di *marketing* e di una rete di vendita organizzata per verticalità industriale che permettono di continuare ad ampliare la base di clienti e di instaurare con essi rapporti duraturi. Similmente, un ruolo centrale nel *business* di Spindox è rappresentato dalle attività di R&D, affidate a Spindox Labs (società controllata al 100,0%) e a aHead Research (divisione di Spindox SpA), i due poli di innovazione del Gruppo, che, tramite una maggiore indipendenza e svariate *partnership* con università, centri di ricerca e start-up, riescono a garantire un approccio all'innovazione più orientato al lungo termine. Tra le soluzioni più innovative sviluppate da Spindox spicca Ublique®, una piattaforma di *decision intelligence* composta da una grande quantità di modelli analitici (ottimizzazione matematica, *machine learning* e simulazione dinamica) in grado di supportare il management di qualsiasi organizzazione nelle decisioni in scenari particolarmente complessi, oltre a una serie di moduli verticali relative alla gestione della domanda e dei ricavi, alla pianificazione dei trasporti e all'ottimizzazione del magazzino.

In conclusione, lo sviluppo del *business model* degli ultimi anni ha permesso al Gruppo di crescere anche a livello dimensionale e di settori serviti. La società, ad oggi, con oltre 1.000 dipendenti, 11 sedi italiane e 4 filiali all'estero in Spagna, Svizzera, Regno Unito e USA, riesce a servire clienti provenienti da oltre 10 diverse industrie, tra cui i settori Automotive, Telco e Banking & Insurance, dove Spindox opera a supporto di alcuni dei principali *player* nazionali ed internazionali come Stellantis, Vodafone e Intesa Sanpaolo.

CHART 1 – BRANDS OF SPINDOX



Source: Spindox

1.2 Storia Societaria

CHART 2 – COMPANY HISTORY



Source: Spindox

- **2007:** Fabrizio Bindi, Luca Foglino, Paolo Costa e Antonino Cilluffo fondano Spindox SpA attiva nel settore dei servizi e dei prodotti ICT;
- **2008:** Il gruppo Visiant, importante realtà nel mondo dell'ICT e ai tempi emergente *incubator*, entra nel capitale sociale di Spindox con una partecipazione di maggioranza del 56,0% per supportarne la crescita;
- **2011:** I soci fondatori e il management di Spindox effettuano un'operazione di management *buyout* per riacquistare la partecipazione di maggioranza del Gruppo Visiant;
- **2013:** Dopo essersi focalizzata sui servizi di *system integration* e di sviluppo di software per i settori delle telecomunicazioni e dell'industria automobilistica, la Società inizia ad ampliare la propria offerta di prodotti e servizi tramite la costituzione di un team specifico per i servizi di *help desk*, gestione applicativa e infrastrutturale e di una *testing factory*;
- **2015:** Spindox vince il premio per il *best global website* nel settore legale di Interactive Media Council, grazie al sito web preparato per Bonelli Errede;
- **2016:** Nasce Spindox Labs Srl, Hub di innovazione focalizzato su progetti di R&D, AI e IoT; contestualmente, il nuovo Gruppo Spindox inizia una serie di collaborazioni con università e *research center*, come la Fondazione Bruno Kessler. L'app Apricono, sviluppata da Spindox per Unicredit, viene riconosciuta come "*best solution in the mobile business environment*" da parte del gruppo Digital360;
- **2017:** inizia il percorso di riposizionamento strategico, con l'estensione dei propri servizi al mondo degli intermediari bancari e finanziari, delle public utilities e della logistica e rafforzando il proprio posizionamento nelle aree strategiche della trasformazione digitale: cloud computing, mobile ibrido e nativo, intelligenza artificiale, big data & analytics e internet delle cose (IoT);
- **2019:** Emissione di due prestiti obbligazionari ammessi alle negoziazioni su ExtraMOT PRO, segmento di ExtraMOT: "SPINDOX S.p.A. 4,50% 2019-2025", di importo nominale pari a € 1.000.000,00 e "SPINDOX S.p.A. 5,20% 2019-2024" di importo nominale pari a € 2.000.000,00 finalizzati a dotare il Gruppo delle risorse necessarie per proseguire la crescita sia tramite linee interne che tramite nuove partnership o operazioni di M&A (linee esterne). Allo stesso tempo, il Gruppo lancia l'iniziativa GO!GREEN per promuovere comportamenti ambientali sostenibili;
- **2020:** Spindox acquista ACT Technology Srl, detentrica del ramo industriale di ACT Operation Research Srl, società attiva nella ricerca operativa a supporto del *decision making* e del controllo dei processi con un forte focus sull'intelligenza artificiale. Allo stesso tempo, il Gruppo lancia sul mercato Ublique®, una nuova piattaforma di *decision intelligence* caratterizzata da un ruolo centrale

dell'intelligenza artificiale e viene riconosciuto come il 42° miglior operatore di servizi IT tra le TOP 100 imprese italiane attive nel settore (IDC – Data Manager);

- **2021:** Spindox costituisce aHead Research ETS, società non-profit con un forte focus sulla ricerca in tema di ottimizzazione matematica e intelligenza artificiale a supporto dell'analisi dei dati che in seguito è diventata una divisione di Spindox SpA. Il 6 luglio 2021 la Società sbarca sull'Euronext Growth Milan tramite il collocamento di 940.000 azioni ad un prezzo unitario di € 7,50; i capitali raccolti sono utilizzati per l'acquisizione di Plan Net Srl e Plan Soft Srl, finalizzate all'ingresso nel mercato IT del settore farmaceutico, e la costituzione, in *partnership* con Oplium Ltda, di Oplium Italia Srl, tramite cui il Gruppo inizia ad offrire servizi di cybersecurity;
- **2022:** la Società acquisisce il 51,0% di TMLab Srl, società specializzata nella progettazione, realizzazione ed integrazione di soluzioni e servizi Salesforce.com, il 51,0% di Stackhouse, realtà specializzata nello sviluppo full-stack di applicazioni multiplatforma e il 100,0% di Deep Consulting Srl, società attiva nella progettazione e nell'implementazione end-to-end di soluzioni ICT nei settori delle telecomunicazioni, dell'energia, delle utility multiservizi, nell'industria aerospaziale e della difesa. Infine, Spindox ha partecipato con una quota del 55,0% alla costituzione di Ultra Srl per entrare nel mercato delle tecnologie di realtà virtuale, aumentata e ibrida.

1.3 Azionariato e Struttura societaria

TABLE 1 – SHAREHOLDERS

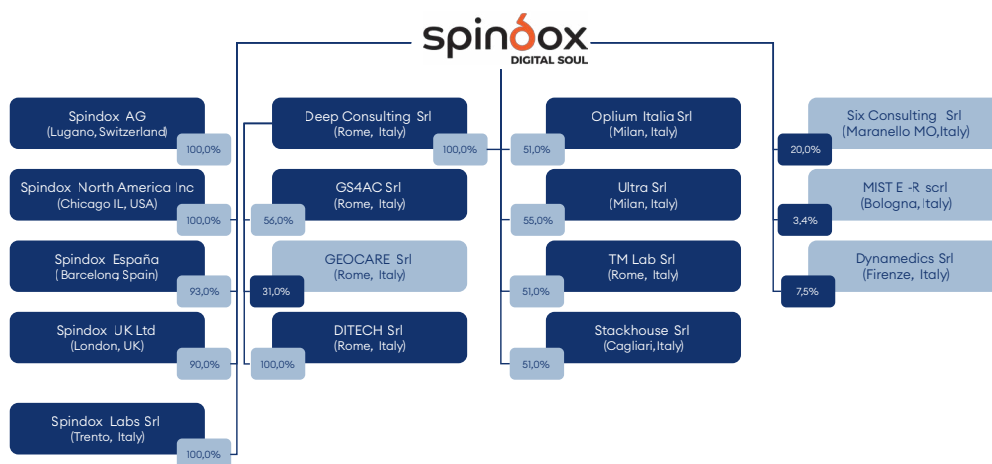
Shareholders	% Shares
Luca Foglino	22,08%
Paolo Costa	10,64%
Spindox	8,75%
Giovanni Diadema	8,13%
Mauro Marengo	8,01%
Giulia Gestri	6,50%
Massimo Pellei	5,67%
Alan David Sanna	5,00%
Other	5,96%
Free Float	19,27%
Total	100,00%

Source: Spindox

Per quanto riguarda la struttura dell'azionariato del Gruppo il 32,71% del capitale sociale di Spindox è detenuto da 2 dei 4 fondatori, Luca Foglino e Paolo Costa, che possiedono rispettivamente il 22,08% e il 10,64% del capitale sociale. Seguono Giovanni Diadema (8,13%), Mauro Marengo (8,01%), Giulia Gestri (6,50%), Massimo Pellei (5,67%) e Alan David Sanna (5,00%). A seguito dei programmi di *buyback* azionari, inoltre, si segnala che il Gruppo detiene l'8,75% delle azioni disponibili, mentre il restante 19,27% costituisce il capitale flottante.

Con riferimento alla struttura del Gruppo, si sottolinea che Spindox, per crescere in maniera più rapida ed efficace, nel corso degli anni ha concluso svariate operazioni straordinarie e fondato nuove società che le hanno permesso di entrare in nuovi mercati geografici o industriali e di consolidare ed ampliare la propria offerta di prodotti e servizi. Al momento, il Gruppo è composto dalla Capogruppo, Spindox Spa, da 12 società controllate, Spindox AG, Spindox North America Inc, Spindox España, Spindox UK Ltd, Spindox Labs Srl, Deep Consulting Srl, GS4AC Srl, DITECH Srl, Oplium Italia Srl, Ultra Srl, TM Lab Srl e Stackhouse Srl e da 4 società collegate, GEOCARE Srl, Six Consulting Srl, MIST E -R srl e Dynamedics Srl.

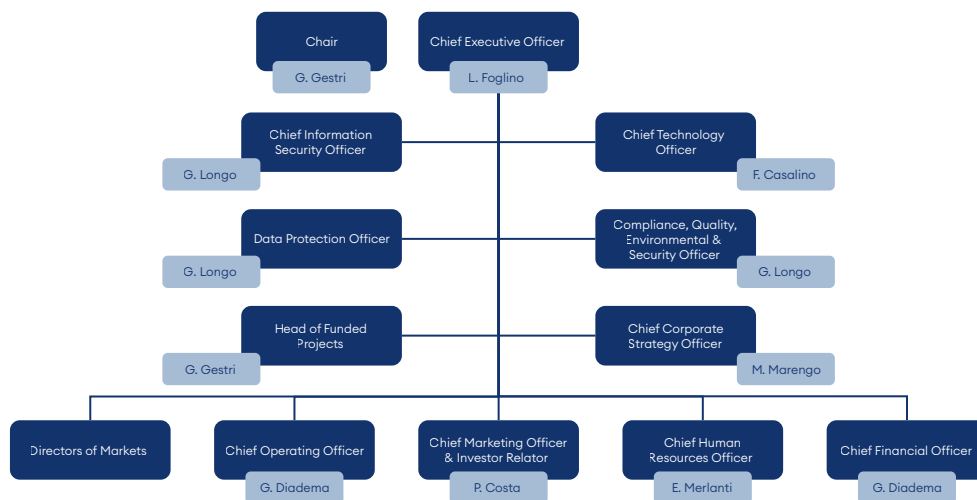
CHART 3 – GROUP STRUCTURE



Source: Spindox

1.4 Corporate Governance

CHART 4 – CORPORATE GOVERNANCE



Source: Spindox

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 8 membri e rimarrà in carica fino all'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2023.

- Giulia Gestri è il Presidente del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Esecutivo;
- Luca Foglino ricopre il ruolo di Amministratore Delegato;
- Giovanni Diadema ricopre il ruolo di Amministratore Esecutivo;
- Paolo Costa, Mauro Marengo, Elena Merlanti e Massimo Pellei ricoprono la carica di Consigliere;
- Paola Bertorelle svolge le mansioni di Consigliere come Amministratore Indipendente.

Il Collegio Sindacale è composto da 3 sindaci effettivi e 2 sindaci supplenti, in carica per 3 esercizi con scadenza alla data dell'Assemblea dei Soci convocata per l'approvazione del bilancio relativo al terzo esercizio della carica e rieleggibili. Nel dettaglio:

- Filippo Tonolo ricopre la carica di Presidente del Collegio Sindacale;
- Guido Pignanelli e Gianfranco Corrao ricoprono la carica di Sindaci Effettivi;
- Luigi Gallizia Di Vergano e Ferruccio Amenta sono i Sindaci Supplenti.

1.5 Key People

Giulia Gestri – Presidente e Head of Funded Projects

Laureata in Scienza dell'Informazione presso l'università di Pisa nel 1992, ha conseguito un Dottorato di Ricerca in Ingegneria Robotica e Bioingegneria presso il consorzio dell'Università degli Studi di Genova, Pisa e del Politecnico di Milano. Nel 1997 entra in Etnoteam, dove matura una solida esperienza nel campo della consulenza alla guida di grossi progetti IT in ambito Digital e Telecomunicazioni. In seguito, nel 2008 entra in Spindox, dove attualmente ricopre la carica di Amministratore e Presidente del Consiglio di Amministrazione, di Responsabile R&D e Innovazione, di Direttore delle *Industry* aziendali relative ai mercati Energy e Utilities, Telco IT, Fashion, Diversified industry e Mobility & Logistics e di CEO per Spindox North America e Spindox UK.

Luca Foglino – Co-founder e CEO

Laureato in Informatica presso l'Università degli Studi di Torino, nel 2000 entra in Etnoteam dove matura una solida esperienza nell'ambito commerciale. Entra in Spindox nel 2007 come co-fondatore e attualmente ne ricopre il ruolo di Amministratore Delegato.

Paolo Costa – Co-founder e CMO & IR

Dopo essersi laureato in Lettere Moderne nel 1985 presso l'Università degli Studi di Pavia, ha lavorato come giornalista professionista e corrispondente free lance tra il 1987 e il 1996 prima di avvicinarsi al campo ICT e ricoprire ruoli gestionali e manageriali. Nel 2007 entra in Spindox come co-fondatore. Sin dal primo momento si occupa di sviluppare la strategia di marketing del Gruppo e di gestire i servizi di consulenza per la trasformazione digitale, la governance e la sicurezza. Attualmente ricopre le cariche di Chief Marketing & Communications Officer e di Investor Relator, e a fianco alla sua attività in Spindox lavora come professore a contratto presso i dipartimenti di Studi Umanistici e di Scienze Politiche e Sociali dell'Università degli Studi di Pavia e presso l'Istituto di Design Raffles Milano.

Giovanni Diadema – COO e CFO

Laureatosi in Economia e Commercio presso l'Università Cattolica di Milano nel 1993, ha maturato una forte esperienza in ambito contabile e audit lavorando nell'audit team di KPMG di Milano dal 1993 al 1998. Dopo aver maturato rilevanti esperienze come Group Controller e Direttore Finanziario presso realtà nazionali ed internazionali, nel 2012 entra nel Gruppo Spindox, dove attualmente ricopre il ruolo di COO e CFO.

Mauro Marengo – Co-founder e CSO

Dopo essersi laureato nel 1996 in Ingegneria Gestionale presso il Politecnico di Torino entra in Ernst&Young Consultants dove tra il 1997 e il 2000 lavora come Business Analyst e Manager and Practice Leader for ERP Implementations Projects. Dopo aver maturato significative esperienze manageriali presso diverse società a livello nazionale e internazionale, entra in Spindox nel 2012, dove attualmente ricopre il ruolo di Chief Strategy Officer e di CEO di Spindox Labs.

Massimo Pellei – Automotive Manufacturing, and Retail Markets Director

Dopo aver conseguito una laurea in Ingegneria Elettronica presso l'Università di Pavia nel 1998, tra il 2000 e il 2008 lavora nel settore della consulenza presso società del calibro di Ernst&Young, Capgemini e Accenture. Entra in Spindox nel 2008, dove attualmente ricopre il ruolo di Responsabile di Mercato in ambito Automotive, Manufacturing e Retail.

Paola Bertorelle – Independent Director

Laureata in Ingegneria Gestionale presso l'Università degli Studi di Padova nel 1996. Nel 1997 entra in Accenture, dove arriva a ricoprire la carica di Business Manager nell'ambito Business Consulting – Financial Services. Nel 2004 entra in BNL, società facente parte del gruppo BNPP, dove ricopre diverse cariche nel settore HR per poi assumere il ruolo di Responsabile Pianificazione Strategica, e di Chief Operating Officer della Divisione Corporate Banking. Tra il 2019 e il 2021 ricopre il ruolo di Direttore HR in DEPObank, e nel 2021 entra in Spindox con il ruolo di amministratore indipendente.

1.6 Sostenibilità

Fin dalla sua fondazione, Spindox ha prestato una particolare attenzione all'ecosistema in cui opera, affiancando alle proprie attività operative iniziative per lo sviluppo individuale e collettivo dei dipendenti, nonché iniziative ad elevato impatto ambientale e sociale. Tra i primi progetti intrapresi, a titolo esemplificativo, si possono citare le iniziative pro-bono nell'ambito dell'educazione (attività di sostegno agli studenti con bisogni speciali, iniziative per la lotta alla dispersione scolastica e interventi a supporto dell'alfabetizzazione mediatica), l'attività di sostenitore dell'ospedale Vezo di Andavadoaka (Madagascar) e l'adozione del codice etico.

Negli ultimi anni poi, grazie alla considerevole crescita dimensionale, Spindox ha potuto aumentare ulteriormente i propri interventi in ambito ESG (*Environmental, Social e Governance*); nel 2019, la Società è passata dal modello tradizionale della *Corporate Social Responsibility* (CSR) a quello del *Total Social Impact* (TSI), in cui le pratiche d'impresa sostenibile e l'impatto sociale generato nel corso delle attività operative diventano un vero e proprio *driver* per la generazione di valore per gli azionisti e per la longevità dell'impresa stessa. Al tempo stesso, Spindox ha avviato la campagna di sensibilizzazione GO!GREEN per promuovere all'interno dell'azienda comportamenti sostenibili sul piano ambientale nelle attività operative di tutti i giorni.

Tra il 2019 e il 2020, il Gruppo ha intrapreso i primi standard di misurazione dell'impatto sociale e ambientale dei comportamenti aziendali, in modo da avere una panoramica completa e oggettiva dello stato degli impatti delle varie attività e poter sviluppare iniziative ad hoc. Tali attività di misurazione si sono dirette principalmente verso l'analisi dei consumi pro capite e complessivi di energia elettrica, acqua, combustibili fossili, carta e altre materie prime e verso la rilevazione del *carbon footprint* (una stima delle emissioni di gas serra causate dalle attività operative). Similmente, il Gruppo ha iniziato anche a rivedere la propria *supply chain* andando ad includere tra i criteri di selezione e monitoraggio dei fornitori standard etici e di comportamento sul piano sociale e ambientale.

Nel 2020 Spindox ha ottenuto le seguenti certificazioni:

- ISO 9001: certificazione che definisce i requisiti minimi che il Sistema di Gestione per la Qualità di un'organizzazione deve dimostrare di soddisfare per garantire il livello di qualità di prodotto e servizio che dichiara di possedere con sé stessa e con il mercato;
- ISO 14001: certificazione che fornisce una struttura gestionale per l'integrazione delle pratiche di gestione ambientale, perseguendo la protezione dell'ambiente, la prevenzione dell'inquinamento, nonché la riduzione del consumo di energia e risorse.

A seguito di tali attività di misurazione e reporting, inoltre, nell'ottica di incrementare la trasparenza dei propri processi e delle proprie pratiche relative alle tematiche ESG, il Gruppo nel 2021 ha pubblicato il primo bilancio di sostenibilità relativo alle attività del 2020. Spindox ha anche avviato con Treedom un piano triennale per ridurre il proprio *carbon footprint*, tramite un programma di riforestazione che si estende tra Africa e America Centrale.

Nel 2022 Spindox ha pubblicato il suo secondo bilancio di sostenibilità, riferito alle attività operative e alle iniziative intraprese nel 2021, e ha ottenuto le seguenti certificazioni:

- ISO 45001: certificazione che consente alle organizzazioni di attuare un sistema di gestione della salute e della sicurezza sul lavoro che aiuta le organizzazioni a gestire meglio i rischi e a migliorare le loro prestazioni attraverso la creazione e l'attuazione di politiche e di obiettivi efficaci;
- ISO/IEC 27001: una norma internazionale soggetta a verifica e certificabile che definisce i requisiti per un SGSI (Sistema di Gestione della Sicurezza delle Informazioni), progettata per garantire la selezione di controlli di sicurezza adeguati e proporzionati.

Nel 2023 Spindox ha infine ottenuto la certificazione ISO 14064, relativa al processo di misurazione e *reporting* delle emissioni di gas a effetto serra e alle azioni intraprese per la riduzione del *carbon footprint*.

2. Business Model

2.1 Industry Business System

Spindox è una Società attiva nel settore dell'Information & Communication Technology (ICT), all'interno del quale si occupa delle attività di progettazione, sviluppo e integrazione dei prodotti e servizi ICT¹:



Source: Spindox

La filiera industriale si caratterizza per una natura particolarmente *labour-intensive*. Se i fornitori di materie prime e beni di consumo assumono infatti una scarsa rilevanza, le società attive nell'industria ICT tendenzialmente fanno un grande ricorso alle attività di Research & Development, anche tramite consulenze esterne, per lo sviluppo di nuove soluzioni hardware e software. Se infatti da un lato l'innovazione risulta fondamentale per poter proporre ai propri clienti soluzioni innovative, efficaci e in grado di soddisfare le loro necessità, dall'altro, spesso, le società ICT si avvalgono anche di partnership con grandi produttori di hardware e software in modo da ampliare la propria offerta di prodotti andando ad integrare le soluzioni sviluppate da questi ultimi. I clienti finali a cui vengono direzionati i prodotti e i servizi sono tipicamente società che stanno attraversando il processo di *digital transformation* e che stanno cercando di efficientare i propri processi e le proprie attività tramite l'utilizzo di tecnologie innovative.

2.2 Business Model

Nel corso degli anni Spindox ha provveduto a consolidare ed ampliare le proprie aree di business, aggiungendo alla storica attività nel settore degli IT services le aree di Consulting, Network Services, Cybersecurity e AI Technology arrivando ad avere ad oggi un busi-

¹ Nel proseguo, con riferimento all'offerta di servizi e prodotti di Spindox, le attività di comunicazione digitale, tendenzialmente incluse all'interno dei ICT services, sono state scorporate e indicate separatamente come Network Services.

ness model solido, completo e sostenibile e con ottime prospettive di crescita che permette di seguire i clienti dalla fase di design dell'infrastruttura tecnologica fino alla sua implementazione, manutenzione e controllo della sicurezza.

CHART 6 – BUSINESS LINES



Source: Spindox

Consulting

Spindox possiede ad oggi un team di oltre 130 professionisti che affiancano i clienti nella gestione dei loro business, proponendo servizi di governance, supporto progettuale e advisory per la scelta e il disegno di soluzioni tecnologiche coerentemente con il paradigma della *digital transformation*. A tal fine, Spindox si è strutturata con tre brand specifici:

- **Bixuit:** è il brand dedicato alle attività di business consulting, focalizzato sui temi dell'*experience design* e del *growth hacking* e creato per accelerare e trasformare le imprese digitali. Più nel dettaglio, con il brand Bixuit, Spindox si focalizza sulle seguenti 5 aree per supportare i propri clienti: design della strategia, design dell'esperienza, design del prodotto o servizio, marketing e comunicazione e cultura digitale, sfruttando una dettagliata fase iniziale di analisi del mercato di riferimento del cliente, dei valori che lo stesso intende comunicare e la definizione di una serie di KPI per sviluppare una soluzione che garantisca un'ottima *user experience* e possibilità di *continuous improvement*;
- **Dogix:** brand dedicato alle attività di IT consulting a supporto della gestione di progetti complessi. Tramite l'utilizzo di tecnologie avanzate e integrando metodologie e paradigmi *Agile*, *DevOps* e consulenti con competenze altamente certificate (PMP e ITIL ad esempio) il Gruppo riesce ad affiancare i clienti nella definizione di una nuova strategia IT in grado di supportare i processi aziendali proattivamente dove la tecnologia viene sfruttata non solo come fattore abilitante ma come vera e propria fonte di vantaggio competitivo. In particolare, le attività di Dogix si focalizzano su soluzioni per la governance dei progetti, le analisi del business, la protezione dei dati e la privacy e la conformità;

- **Ultra:** è la società del gruppo, nata alla fine del 2022, specializzata nella progettazione e nello sviluppo di esperienze immersive nei mondi virtuali (metaversi pubblici e privati). Ultra realizza applicazioni dedicate o nelle principali piattaforme del metaverso, che raccontano e valorizzano contenuti aziendali, culturali, territoriali e le più alte creazioni dell'ingegno dell'uomo.

IT Services

La linea di business IT Services rappresenta il primo e più consolidato segmento di attività (core business) del Gruppo, nonché la principale fonte di ricavi. All'interno di quest'area, Spindox svolge per i propri clienti attività di *system integration* e di supporto e manutenzione delle applicazioni e dell'infrastruttura IT secondo due modelli differenti: progetti *one-off*, e servizi continuativi. Nel dettaglio:

- **Progetti one-off:** Spindox fornisce ai propri clienti interventi *una-tantum* per la realizzazione delle infrastrutture tecnologiche. In particolare, tra le attività prestate si possono annoverare: i servizi di *system integration*, relativi all'integrazione, alla configurazione e allo sviluppo di sistemi software; la predisposizione di infrastrutture cloud e piattaforme; l'implementazione di tecnologie di IoT; la progettazione e l'implementazione di infrastrutture hardware e software e di applicazioni specifiche per le esigenze dei clienti;
- **Servizi continuativi:** il Gruppo presta ai propri clienti anche attività ricorrenti per supportarli nella gestione e nella manutenzione degli applicativi e delle infrastrutture. Più nel dettaglio, tra i servizi prestati dal Gruppo si possono evidenziare: i servizi di *analytics* e *business intelligence*; le attività di gestione, manutenzione ed evoluzione delle applicazioni software, dei datacenter e delle infrastrutture IT; i servizi multicanale e multilingua di *help desk* e *service desk*; i servizi di *testing & software quality assurance*.

Network services

Spindox si rivolge ai clienti nel settore Telco proponendo servizi di ingegneria di rete (*Network Engineering*). In particolare, il Gruppo è attivo su 2 aree di intervento:

- **Operation Support Systems (OSS):** sistemi che vengono utilizzati dalle aziende di telecomunicazione per il funzionamento delle reti. In tale campo, le attività di Spindox consistono in interventi di gestione e nella configurazione delle componenti delle reti, quali *router*, *switch*, BTS e ponti radio e nella gestione di eventuali difetti nel funzionamento della rete stessa.
- **Business Support Systems (BSS):** sistemi di supporto utilizzati dagli operatori Telco nei processi di interfacciamento con i propri clienti per i servizi forniti.

Operando in queste due aree di intervento, il Gruppo riesce quindi a seguire i propri clienti del settore Telco all'interno del processo di *digital transformation* e a supportarli nel processo di implementazione dello standard 5G con servizi di disegno della rete, test e configurazione degli apparati e l'adeguamento degli OSS già esistenti garantendo il rispetto degli standard di sicurezza.

Cybersecurity

In seguito alla costituzione di Oplium Italia, in partnership Oplium Ltda, Spindox ha aggiunto al suo modello di business anche un segmento relativo alla Cybersecurity. In particolare, tramite il brand Oplium, il Gruppo riesce ad offrire ai propri clienti soluzioni inerenti alle seguenti 3 tipologie di servizi:

- **Cyber services:** servizi di sicurezza informatica con l'obiettivo di approfondire, monitorare, identificare e neutralizzare le minacce digitali. Tra i servizi offerti si citano soluzioni di *cyber intelligence*, tramite AI e *machine learning*; di offensive security attraverso la simulazione di attacchi alle infrastrutture IT dei clienti; servizi di IoT cybersecurity; o servizi di *incident response* per l'identificazione, il tracciamento, la mitigazione e l'analisi degli incidenti di sicurezza;
- **GRC (Governance, Risk management e Compliance) services:** servizi di gestione e controllo delle attività legate alla conformità normativa e alla gestione dei rischi dei clienti. All'interno di questa categoria di servizi, il Gruppo si occupa di valutare il rischio informatico in accordo a *framework* e standard quali ISO 27001, ISO 27701 / LGPD, NIST, OWASP; di offrire soluzioni per la governance del rischio ICT, per la privacy e la protezione dei dati; di definire strategie di cybersecurity; di sviluppare programmi di formazione e sensibilizzazione sulla cybersecurity;
- **Strategic solutions:** insieme di soluzioni per affrontare le minacce digitali e di sicurezza informatica innovativa, che si concretizzano in sistemi per la sicurezza del cloud, la protezione *endpoint* dei dispositivi di accesso alla rete; l'*access management*; o per la *compliance* e l'audit dei processi di sicurezza aziendali;

A fianco di ciò Spindox, tramite l'Oplium Innovation laboratory è anche in grado di sviluppare soluzioni digitali proprietarie per soddisfare eventuali esigenze specifiche di un cliente o di un mercato, come ad esempio:

- **idefender:** un app mobile per il monitoraggio dell'esposizione digitale, la riduzione dei rischi, la *cyber education* e l'adozione di misure protettive contro le minacce informatiche e le violazioni della privacy;

- **safe-e:** una soluzione per la sicurezza e l'analisi predittiva delle carte di credito e la mitigazione del rischio per gli e-commerce;
- **j-oplium:** una piattaforma di Cyber Threat Intelligence proprietaria per il controllo delle minacce informatiche.

AI Technology

La business line è nata nel 2020 in seguito all'acquisizione di ACT Technology Srl, detentrica del ramo industriale di ACT Operations Research Srl. Tramite questa area di attività, caratterizzata da un'elevata marginalità, Spindox offre ai propri clienti soluzioni per lo studio, il design e l'implementazione di sistemi basati su modelli e tecniche di intelligenza artificiale, tra cui si segnala la piattaforma proprietaria Ublique© nel campo della *decision intelligence*.

2.3 Products and services - Ublique©

Ublique© è una piattaforma di *decision intelligence* sviluppata per supportare il processo decisionale del management di un'organizzazione tramite metodi quantitativi e tecniche di analisi sofisticate. La piattaforma è composta da un cospicuo numero di modelli analitici (ottimizzazione matematica, *machine learning* e simulazione dinamica) e da una *suite* di soluzioni verticali. La piattaforma è stata sviluppata dal team svizzero di Spindox AG in collaborazione con i due poli di innovazione del Gruppo, Spindox Labs e aHead Research, che hanno apportato le loro conoscenze e soluzioni sviluppate nel corso degli anni nei campi dell'intelligenza artificiale e del *machine learning*.

Per quanto concerne il funzionamento e le modalità di utilizzo della piattaforma, Ublique© si basa sui seguenti 4 *layer* o moduli:

- **UX (User Experience):** Spindox ha sviluppato una UX *browser based e mobile friendly* con elevate possibilità di personalizzazione che permette agli utenti di utilizzare i servizi di Ublique© in modalità *as a service* direttamente dal *browser* (senza dover installare un software apposito) sia da computer che da mobile, e di personalizzare l'interfaccia configurando i flussi decisionali e le misure di reportistica dei risultati ottenuti;
- **Decision Flow Designer:** modulo incaricato della configurazione del flusso decisionale che, partendo da modelli e *user journey* predefiniti, permette di combinare le diverse funzionalità della piattaforma e arrivare ad una soluzione ad hoc e personalizzata per il cliente;

- **Orchestrator:** all'interno di Ublique® è stato implementato un modulo di orchestrazione per il coordinamento e la gestione della piattaforma, che accedendo ad un *Data Catalogue* permette di raccogliere e modellare tutti i dati necessari a supporto dei flussi decisionali. Tale modulo è protetto da un brevetto depositato in Italia e in Svizzera.
- **Integration Adapter:** Ublique® è provvisto di un sistema per l'integrazione della piattaforma con gli altri sistemi della società cliente, che, tramite l'esposizione di API, permette l'interazione tra il *Data Catalogue* e il mondo esterno.

La componente più innovativa di questa struttura consiste nel cosiddetto "*lego approach*", ovvero nella possibilità di combinare all'interno del modulo di Decision Flow Designer svariati modelli analitici che permettono al cliente di avere a disposizione diverse soluzioni adatte per ogni esigenza. Tali modelli analitici in particolare, sono riconducibili a 4 aree:

- **Ottimizzazione matematica:** modelli per l'individuazione di soluzioni a problemi reali come l'ottimizzazione dei percorsi di supply chain, la stima e la pianificazione delle risorse, la definizione delle quantità ideali di inventario e la determinazione dei prezzi di vendita dei prodotti;
- **Analisi statistica:** modelli inerenti soluzioni per la riduzione dei costi, il miglioramento della produttività, la previsione di tendenze e comportamenti, e in grado di garantire la sicurezza operations, ridurre i rischi e gestire eventuali crisi;
- **Simulazione:** soluzioni per la creazione di un gemello digitale (*digital twin*) dell'organizzazione che permettono ai manager di analizzare e gestire in maniera più efficace i propri progetti e le attività operative di tutti i giorni anche tramite l'elaborazione di *what-if scenarios*;
- **Previsione:** modelli per l'analisi delle tendenze, l'individuazione e l'analisi delle variabili chiave in grado di influenzare il business dell'organizzazione utilizzati per la predisposizione di previsioni sull'evoluzione dello stesso.

Tramite i modelli e le strutture appena descritte, la piattaforma Ublique® risulta essere una soluzione particolarmente agile, completa e facilmente fruibile in grado di supportare i clienti nelle decisioni operative di business e di generare considerevoli impatti anche dal punto economico-finanziario. Per consentire una miglior comprensione del funzionamento del software, Ublique® ha sviluppato una serie di casi d'uso AI "*ready to go*" che possono essere integrati tra loro e utilizzati come base di partenza per la realizzazione di soluzioni ad hoc per il cliente grazie al *lego approach*. Al momento i casi d'uso più frequentemente utilizzati sono quelli di Demand Intelligence, Revenue Management, Pianificazione dei trasporti e Warehouse Optimization, ai quali, tramite i continui investimenti in R&D, il Gruppo sta affiancando nuovi moduli come, ad esempio, una soluzione per l'ottimizzazione del riassortimento dei punti di vendita.

Di seguito si riportano degli esempi di successo dell'applicazione dei moduli della piattaforma Ublique®:

- **Opticar:** è una soluzione per la gestione della flotta di veicoli sviluppata da Spindox per conto di Europcar Mobility Group. Il sistema sfrutta le tecnologie di Demand Intelligence e di Revenue Management, per la previsione dei nuovi contratti di locazione, la simulazione della domanda di nuovi noleggi, l'ottimizzazione dell'impiego della flotta e l'assegnazione dei veicoli a zone specifiche e l'ottimizzazione della dinamica dei prezzi dei noleggi. Grazie alla soluzione elaborata dal Gruppo, Europcar è riuscita ad ottimizzare la capacità della flotta di veicoli, a registrare un aumento dei livelli di utilizzo dei veicoli del 4,8% e più in generale un risparmio di circa € 14,00 mln all'anno;
- **Warehouse Control Tower:** è una soluzione per l'ottimizzazione del magazzino sviluppata da Spindox per conto di un rinomato brand italiano nel settore del Fashion. Il sistema utilizza il modulo di Warehouse Optimization per il *planning* e il *real time dispatching* delle risorse del magazzino, e per la schedulazione della produzione delle lavorazioni tramite l'utilizzo di simulazioni e *digital twin* del magazzino. La piattaforma risulta particolarmente vantaggiosa per il cliente in quanto è caratterizzata da un elevato livello di dettaglio e di personalizzazione, ed è facilmente utilizzabile sia in versione desktop che in versione web permettendo una gestione uniforme e *real time*;
- **Transport Management System:** Spindox ha sviluppato per una primaria società italiana nel settore dell'abbigliamento una soluzione per l'ottimizzazione del trasporto e la riorganizzazione dei processi di logistica. Nel dettaglio, il sistema ha usufruito dei moduli di Transport Planning e della gestione della logistica per ottimizzare il trasporto della merce dal magazzino centrale agli store garantendo la creazione di lotti ottimali e la riduzione dei tempi e dei chilometri degli itinerari delle consegne.

A riprova del crescente successo riscontrato da Ublique®, si segnala che nel 2021 la piattaforma è stata inclusa tra i "top 10 global vendors" sia nell'ambito dell'Hype Cycle for Customer Experience Analytics 2021, che nell'Hype Cycle Analytics and Business Intelligence 2021. La piattaforma è stata poi menzionata in tre ulteriori documenti di Gartner nel 2022.

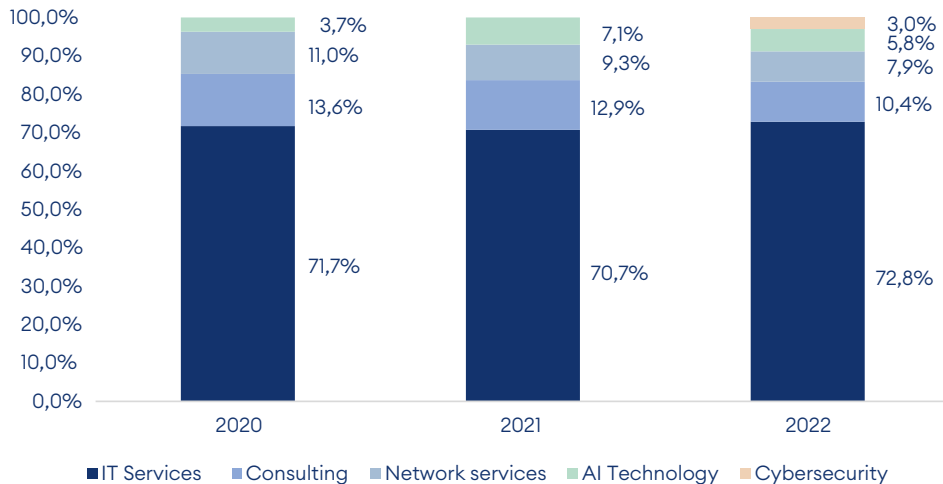
2.4 Revenue Model

Le fonti di ricavo di Spindox possono essere ricondotte alle cinque aree operative precedentemente descritte: Consulting, IT Services, Network Services, Cybersecurity e AI Technologies. Per tutte e cinque le aree, una volta acquisito il cliente, il Gruppo, a seconda delle esigenze del cliente e della natura del servizio o prodotto offerto, opera tramite contratti di 3 tipi:

- Contratti a progetto, ovvero contratti inerenti la realizzazione di progetti “chiavi in mano” con una durata media tipicamente inferiore ad 1 anno;
- Contratti Time & Material, ovvero contratti a chiamata/giorni;
- Contratti per servizi gestiti con durata media compresa tra 1 e 3 anni riferibili alle attività di “service desk” e “application maintainance”.

Il seguente grafico mostra l’apporto di ciascuna linea di business in termini di fatturato.

CHART 7 – REVENUES BY AREA



Source: Spindox

Si può osservare come la linea di business IT Services abbia rappresentato in tutti e tre gli ultimi anni oltre il 70,0% del fatturato. Al contrario, la linea di business Cybersecurity ha iniziato a generare fatturato solamente a partire dal 2022, in seguito alla costituzione di Oplium Italia nel dicembre 2021.

2.5 Research & Development

Le attività di R&D risultano di particolare importanza per il Gruppo nell'ottica di sviluppare continuamente soluzioni innovative per soddisfare i clienti. Per fare ciò, Spindox ha organizzato le attività di innovazione con una struttura ben definita e ha proseguito negli anni ad investire in maniera costante, come testimoniato dagli € 1,29 mln investiti al 31 dicembre 2020 (circa il 2,3% del fatturato del Gruppo). Affidando le attività di innovazione alla società controllata Spindox Labs e alla divisione aHead Research, infatti, il Gruppo riesce ad avere due poli dedicati in grado di garantire un approccio più indipendente e finalizzato al lungo termine, nonché un una relazione più semplice e chiara con le università, i centri di ricerca e le start-up con i quali si interfaccia, a livello nazionale ed internazionale.

Spindox Labs, fondata nel 2016, è una società con sede a Trento (Italia) specializzata nelle tecnologie dell'intelligenza artificiale per il riconoscimento delle immagini e del linguaggio, nella modellazione 3D e nella sensoristica (*Internet of Things*) con un focus specifico sullo *scouting* tecnologico e sulla prototipazione e l'industrializzazione di prodotti sviluppati internamente o per conto di clienti terzi, anche tramite partecipazioni a progetti nazionali o europei in partnership con start-up e *spin-off* universitari.

aHead Research, invece, operativa dal secondo semestre del 2021, è la divisione di Spindox SpA specializzata nella ricerca applicata ai processi industriali e nella *discovery* di nuovi prodotti. Più nel dettaglio, la società si focalizza in particolare su modelli matematici per l'ottimizzazione e sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale a supporto delle analisi dei dati, sfruttando anche tecniche di apprendimento automatico (*machine learning*) e sistemi di simulazione.

Tra gli esempi di progetti di successo intrapresi dal Gruppo si segnalano:

- **Big data per l'auto connessa:** Spindox ha realizzato una piattaforma *full cloud* per una connessione proprietario-veicolo più semplice ed efficace, in grado di fornire informazioni al proprietario del veicolo in maniera più rapida, di aumentare la sicurezza e la qualità della guida e di garantire una maggiore personalizzazione dell'esperienza di guida;
- **3D e intelligenza artificiale per la manutenzione di reti elettriche:** il progetto, intrapreso per un cliente attivo nella distribuzione dell'energia elettrica, consiste in due applicazioni *browser-based* e un motore di intelligenza artificiale per la visualizzazione e l'analisi del territorio attraversato dalle linee elettriche. Tale soluzione ha permesso al cliente di ridurre i costi di sopralluogo, di digitalizzare ed automatizzare i processi, di ridurre i tempi di aggiornamento dei dati e di ottenere dati e informazioni più numerose e precise sulle reti elettriche in questione;

- **Blockchain per la gestione del diritto d'autore:** Spindox ha sviluppato una serie di soluzioni basate sulla *blockchain* per una gestione più rapida ed efficiente del processo di registrazione di una certificazione semplificando il processo di copyright;
- **Progetto MiMex:** progetto appartenente al programma UE Fast Track to Innovation (FTI) che ha l'obiettivo di sviluppare soluzioni basate su *sensor fusion* e intelligenza artificiale per la realizzazione di *self check-out micro-markets*. La soluzione realizzata garantisce vantaggi sia per i consumatori che per i *retailer*, infatti, da un lato ne risulta un'esperienza di consumo senza attriti, più veloce e semplificata, mentre dall'altro i *retailer* riescono a beneficiare di un più efficiente riassortimento degli scaffali, di una riduzione dei furti, di una maggiore sicurezza e della possibilità di raccogliere più dati e informazioni inerenti al comportamento e le tipologie di acquisto dei consumatori;
- **Progetto COD 19:** finalizzato allo sviluppo di una piattaforma per il monitoraggio a distanza dei pazienti Covid-19 che sfrutta un algoritmo *machine learning* per ottenere dei modelli previsionali per il decorso della malattia nei nuovi casi di contagio;
- **Ottimizzazione agile per le smart cities:** tramite l'approccio di ottimizzazione agile (AO), basato sulla parallelizzazione di euristiche *biased-randomized*, Spindox ha sviluppato una soluzione che, sfruttando una larga massa di dati raccolti sulle abitudini di spostamento dei cittadini, permetterà di condividere informazioni utili, da un lato ai cittadini per una più semplice ed efficiente scelta di spostamento, e dall'altro alle autorità per efficientare il traffico urbano, e semplificare le decisioni di strutturazione del sistema di infrastrutture dei sistemi di trasporto.

2.6 Marketing e rete di vendita

Il processo di attrazione e ritenzione del cliente risulta di fondamentale importanza per Spindox che, grazie alla completezza e all'ampiezza del suo business model riesce a seguire i clienti dalla definizione del processo di digitalizzazione fino all'implementazione e alla manutenzione delle strutture di hardware e software. A tal fine, il Gruppo si avvale della collaborazione di un team di marketing di oltre 15 professionisti e di una rete di vendita strutturata per verticalità industriale, in modo da poter instaurare con i clienti un rapporto duraturo.

Con riferimento alle attività di marketing, la divisione Marketing & Comunicazione di Spindox si occupa innanzitutto dell'intera gestione della *corporate image* del gruppo: dalla definizione delle logiche di posizionamento strategico del Gruppo, al monitoraggio della

trasmissione dei valori del brand. A fianco di ciò, vi sono poi le attività di relazione con il pubblico per la comunicazione dell'offerta di prodotti e servizi, delle iniziative pro bono e delle altre attività di *public engagement*, del bilancio di sostenibilità e, più in generale, dei risultati conseguiti dal gruppo, nonché la comunicazione istituzionale e la gestione dei rapporti con la stampa. Infine, parte preponderante dell'attività di marketing consiste nella creazione e nella gestione dei *lead*. Nel dettaglio, grazie ai vari canali di comunicazione utilizzati dal Gruppo, la divisione Marketing & Comunicazione provvede a creare specifiche campagne di marketing, a segmentare i profili dei potenziali clienti individuati e a raccogliere informazioni in merito all'interesse di questi ultimi per i prodotti e i servizi offerti dal Gruppo che poi vengono trasferite alla rete commerciale che si occupa effettivamente di instaurare e mantenere il rapporto con il cliente. Per fare ciò, Spindox sfrutta i seguenti 5 canali di comunicazione:

- **Website:** il Gruppo possiede vari siti web in grado di generare un traffico complessivo di oltre 20.000 utenti unici al mese e 35.000 visualizzazioni di pagina mensili;
- **Video e podcast:** Spindox realizza internamente contenuti multimediali come video e podcast in modo da favorire una maggiore comprensione della cultura, delle attività e dei prodotti e servizi del Gruppo;
- **Off-line collaterals:** sviluppo di reportistica sul profilo e i risultati del Gruppo, di *case studies* e *whitepapers* per spiegare gli ambiti di applicazione delle soluzioni offerte dal Gruppo e le nuove innovazioni, e di uno specifico magazine dedicato alla piattaforma proprietaria Ublique@;
- **Webinars:** interventi su temi di supply chain intelligente, ottimizzazione dei processi distributivi e, intelligenza artificiale;
- **Social media management:** attività di *online advertising* sulle grandi piattaforme, promozione di contenuti sponsorizzati su LinkedIn e *advertising* su testate economiche o di settore.

Dall'altro lato, con riferimento alla rete di vendita, il Gruppo, con l'intenzione di consolidare la propria presenza nei settori già seguiti e di entrare in nuovi mercati, ha provveduto a potenziare la propria rete, optando per una struttura organizzata per verticalità. Infatti, affidando le attività commerciali a diversi Director specializzati su una singola verticalità, e mantenendo nella funzione Head of Markets le attività di supervisione e coordinamento dei vari Director, il Gruppo riesce ad instaurare un presidio più consistente e duraturo in ciascun mercato. A fianco di questo meccanismo basato sul contatto diretto con il top management delle nuove organizzazioni target, il Gruppo provvede all'acquisizione di nuovi clienti anche tramite partecipazione a gare d'appalto, in cui presenta la propria offerta commerciale individualmente o in partnership con altri soggetti.

Infine, con riferimento alla gestione del rapporto con il cliente, Spindox si affida da un lato ai Director di ciascuna verticalità, e ai loro team composti da Market Leaders, Market Associates e Account Managers per recepire le necessità del cliente a livello commerciale, mentre dall'altro, a livello di *delivery* del prodotto o servizio, il rapporto viene demandato alle figure del Client Manager e del Program Manager che sono incaricati di coordinare le risorse e le attività del Gruppo per assicurare l'esecuzione dei servizi e la realizzazione dei prodotti richiesti dal cliente.

2.7 Clienti e Fornitori

2.7.1 Clienti

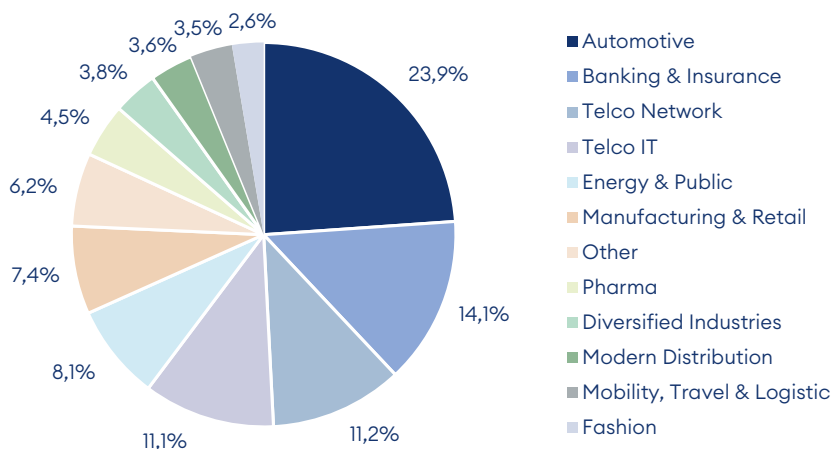
CHART 8 – TOP CLIENTS



Source: Spindox

Per quanto concerne la *client base*, uno dei principali punti di forza del Gruppo è rappresentato dall'elevato grado di diversificazione della stessa in termini di verticalità. Operando in oltre 9 settori diversi, il Gruppo riesce da un lato a garantirsi una minore esposizione a dinamiche specifiche di ogni settore che potrebbero andare a ridurre i ricavi per il Gruppo, e dall'alto a garantirsi ulteriori possibilità di crescita tramite l'espansione nei settori meno rappresentati.

CHART 9 – REVENUES BY CUSTOMER SECTOR



Source: Spindox

Andando ad analizzare l'importanza di ciascuna verticalità per Spindox in termini di impatto sul fatturato nel 2022, e guardando ai prodotti e servizi offerti in ciascun settore, emerge quanto segue:

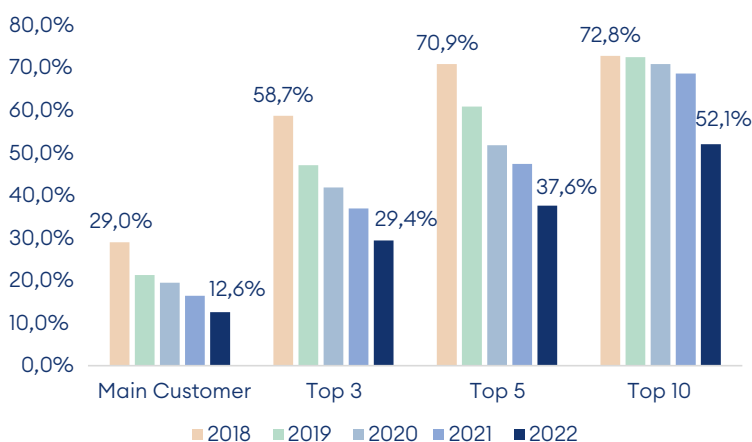
- Automotive:** il settore automotive è storicamente uno dei principali settori di business per Spindox, e nel 2022 è arrivato a ricoprire il 23,9% del fatturato del Gruppo. Servendo clienti del calibro di Stellantis, Maserati, CNH Industrial e Marelli, i servizi offerti all'interno di questa verticalità riguardano principalmente gli ambiti di: innovazione del prodotto (auto connesse e interazione di soluzioni di AI per migliorare la qualità e la sicurezza della guida), innovazione dei processi produttivi (integrando soluzioni IoT nel processo di sviluppo dei prodotti), efficientamento dei processi di business e ottimizzazione delle attività di supporto, marketing e *customer care* con riferimento alla comunicazione con i consumatori finali;
- Banking & Insurance:** il settore al termine del 2022 ha ricoperto il 14,1% del fatturato del Gruppo, servendo clienti del calibro di Intesa Sanpaolo, BPER, Ubi Banca, FCA Bank, Cedacri Group, BNL Gruppo BNP Paribas e Gruppo Bancario Cooperativo Iccrea. Tra le attività svolte da Spindox per questi clienti, rientrano: servizi per il trattamento e l'accesso dei dati dei consumatori, servizi di *customer relationship* e di protezione dei dati, servizi di sicurezza del sistema IT e meccanismi antifrode;

- **Telco IT e Network:** il settore Telco, rappresenta da sempre una delle principali aree di attività del Gruppo, come testimoniato dal fatto che nel 2022, considerando complessivamente i ricavi dalle attività Network (11,2%) e delle attività IT (11,1%), il settore risulta coprire il 22,3% dei ricavi del Gruppo. All'interno di questa verticalità, Spindox annovera clienti come Vodafone, TIM, Fastweb, WindTre e Skylogic offrendo loro servizi IT, in ambito di *digital transformation* di OSS e BSS, programmazione di applicazioni *cloud-native* e servizi di migrazioni da sistemi *legacy*, e servizi Network in ambito di automazione dei processi di gestione delle reti e di implementazione delle reti 5G;
- **Energy & Public:** al termine del 2022, la verticalità rappresentava l'8,1% del fatturato del Gruppo. Spindox in particolare si rivolge a clienti come Iren, Be Power, Edison, Enel, Siram Veolia, Autostrade per l'Italia e Poste Italiane offrendo servizi di *business intelligence*, di *customer relationship* e *after sale support*, soluzioni di *cost management* e di manutenzione predittiva;
- **Manufacturing & Retail:** il settore ha rappresentato per il Gruppo il 7,4% dei ricavi del 2022. Spindox si rivolge soprattutto a grandi *retailer* come Ferrero, Lavazza e Amplifon ai quali offre servizi di supporto IT, e soluzioni per lo sviluppo e la gestione dei processi di business e per la gestione dei progetti;
- **Pharma:** in seguito alle acquisizioni di Plan Soft e Plan Net finalizzate nel 2021, il Gruppo dal 2022 ha iniziato ad offrire in maniera consistente i propri servizi caratteristici anche nel mercato farmaceutico. Sfruttando la base di clienti delle due società, le loro competenze distintive e grazie all'integrazione delle *capabilities* all'interno del Gruppo, questo segmento ha rappresentato per il 2022 il 4,5% del fatturato.
- **Modern Distribution:** ricoprendo il 3,6% del fatturato del Gruppo nel 2022, in questa verticalità Spindox si rivolge a clienti del calibro di Coop, Conad, Despar e Autogrill offrendo tra gli altri, i servizi della piattaforma proprietarie Ublisque®. In particolare, i clienti hanno usufruito dei moduli di Demand Intelligence e di Transport Planning per efficientare il magazzino e razionalizzare il processo di logistica per il trasporto delle merci dal magazzino ai punti di vendita;
- **Mobility, Travel & Logistics:** responsabile nel 2022 del 3,5% del fatturato del Gruppo, tramite questa verticalità Spindox interagisce con clienti come Pirelli, Ceva Logistics e Europcar proponendo soluzioni e applicativi basati sull'utilizzo dei moduli di Transport Planning, Revenue Management e Demand Intelligence di Ublisque® per ottimizzare le tempistiche e le tratte delle consegne, predire la domanda, creare *digital twin* e performare simulazioni;

- **Fashion:** il settore Fashion ha rappresentato nel 2022 il 2,6% dei ricavi del Gruppo. Spindox, in particolare, si è rivolta a clienti del livello di Moncler, United Colors of Benetton, OVS e Bata sostenendole nel processo di *digital transformation* offrendo servizi per la trasformazione delle attività di *customer relationship*, per l'efficiamento della supply chain in un'ottica di maggiore sostenibilità, e nel *redesign* dei modelli di marketing.

Infine, negli ultimi anni il Gruppo, grazie all'introduzione di nuove linee di *business*, all'estensione e al consolidamento della propria posizione competitiva nelle verticalità seguite è riuscito a ridurre significativamente la concentrazione dei ricavi nei *top customers*. Il seguente grafico, in particolare, mostra nel dettaglio l'evoluzione della *customer concentration* tra il 2018 e il 2022.

CHART 10 – CUSTOMER CONCENTRATION BY YEAR



Source: Spindox

Come si può osservare, Spindox è riuscita a registrare risultati particolarmente positivi sia con riferimento al peso sul fatturato del primo cliente, che passa dal 29,0% del 2018 al 12,6% del 2022, che con riferimento ai primi 3 clienti, che arrivano a rappresentare il 29,4% del totale del fatturato del Gruppo nel 2022 contro il 58,7% del 2018, e anche con riferimento ai top 5 *customer* che a fine 2022 arrivano a ricoprire il 37,6% del fatturato di Spindox rispetto al 70,9% del 2018. Similmente, nei 5 anni analizzati anche i ricavi provenienti dai primi 10 clienti sono diminuiti per incidenza sul fatturato, passando dal 72,8% al 52,1%.

2.7.2 Fornitori

Come spiegato in precedenza il business di Spindox si caratterizza per una natura particolarmente *labour-intensive*. Di conseguenza, al di fuori dei fornitori di prodotti e servizi di struttura come le tecnologie di base (computer, telefoni e connettività), o i servizi di consulenza legale e fiscale, i principali fornitori del gruppo sono rappresentati da altre società di consulenza ICT che vengono coinvolte per velocizzare lo sviluppo delle soluzioni offerte ai clienti. Più nel dettaglio, Spindox ricorre a ciò tipicamente solo in due casi: quando la soluzione richiesta dal cliente necessita di verticalizzazioni tecnologiche particolarmente specifiche che il Gruppo non possiede o che possiede in modo limitato, oppure quando le attività in questione hanno una bassa marginalità e sono potenzialmente soggette a improvvise e rapide interruzioni generando quindi maggiori rischi che possono essere ridotti ricorrendo a consulenti esterni. Infine, è bene specificare, che le consulenze operative prestate da terze parti rappresentano più un'eccezione che un fenomeno ricorrente per il Gruppo, che infatti, tendenzialmente, non registra una spesa superiore al 5,0% del proprio fatturato per queste attività.

A fianco a ciò, Spindox ha sviluppato, nel corso degli anni una serie di accordi di *partnership* per ampliare la propria offerta di prodotti e servizi, in modo da offrire ai propri clienti, tramite le attività di *system integrator*, la possibilità di integrare software, hardware e prodotti cloud di grandi realtà tecnologiche come AWS, Microsoft e Google. Nel dettaglio si segnalano le seguenti partnership:

- **Google Cloud Platform:** Spindox è Advantage Level Partner di Google Cloud Platform (GCP), la piattaforma di cloud computing offerta da Google. La *partnership* permette al Gruppo di collaborare con GCP per fornire consulenza e applicativi e supportare i clienti in tutte le fasi del “*journey to cloud*”, dalle analisi alla definizione della strategia fino alla sua implementazione. Di conseguenza, Spindox riesce a offrire ai propri clienti soluzioni cloud native che ottimizzano i benefici di GCP per la gestione infrastrutturale e degli applicativi.
- **Elastic:** Elastic è un provider di prodotti software distribuiti, scalabili e flessibili per la ricerca e l'analisi dei dati real time. Tramite la *partnership*, Spindox offre ai propri clienti la possibilità di integrare all'interno dei propri sistemi di ICT la suite di prodotti Elastic.
- **Dynatrace:** la società, grazie alla propria Intelligenza Artificiale, è leader nel settore dei servizi di monitoraggio e di performance applicative dei sistemi IT dei clienti. Tramite la *partnership*, Spindox riesce ad offrire ai propri clienti soluzioni di: Real User Monitoring, Synthetic Monitoring, monitoraggio dell'infrastruttura, e monitoraggio dell'applicativo.
- **AWS:** Spindox è Select Consulting Partner di AWS (Amazon Web Services) da

oltre dieci anni. Tramite la *partnership*, il Gruppo supporta i clienti nel design o nella *review* dei propri sistemi di ICT. A tal proposito, tramite il programma di End of Support, il Gruppo segue i clienti nel percorso di migrazione dai prodotti Microsoft a quelli su AWS, e, attraverso il tool Spindox Amazon Connect, offre da un lato un servizio di Contact Center Omnichannel in cloud e, dall'altro, una piattaforma di IoT per la gestione scalabile di dispositivi interconnessi utilizzata principalmente nei progetti per i clienti del settore automotive;

- **Microsoft:** Spindox è Gold Partner Microsoft, e, da oltre dieci anni, si specializza nell'implementazione, gestione ed ottimizzazione di prodotti Microsoft. Nel dettaglio, grazie alla *partnership*, il Gruppo offre ai propri clienti servizi di Application Developer & Integration relativi alla piattaforma cloud Azure, e di Data Analytics & Data Platforms tramite le piattaforme PowerBI e PowerAutomate;
- **Mia Platform:** la società è una tech-company italiana titolare di un software open-source in grado di ridurre significativamente il *time-to-market* e i costi dei progetti di sviluppo delle infrastrutture IT. Tramite la *partnership*, Spindox riesce ad integrare tale sistema a supporto della trasformazione digitale dei propri clienti.
- **UiPath:** la società è una software-company attiva nel settore dei software per l'automazione dei processi robotici. Nel dettaglio, la *partnership* permette a Spindox di offrire ai propri clienti prodotti per l'automazione dei processi aziendali in grado di incrementare la produttività e il valore aggiunto degli stessi.

3. Il mercato

Spindex è un'azienda italiana attiva nel mercato digitale, che si focalizza principalmente sul segmento dei prodotti e dei servizi ICT. A fianco di ciò, tramite le recenti operazioni straordinarie, il Gruppo è entrato anche nei segmenti del mercato digitale relativi a due tra i principali *digital enabler* del mercato: la cybersecurity, con la costituzione di Oplium Italia, e le tecnologie di realtà virtuale, aumentata e ibrida con la costituzione di Ultra.

3.1 Lo stato del mercato digitale italiano

Il 2022 è stato un anno particolarmente ricco di eventi macroeconomici che hanno fortemente modificato lo scenario competitivo a livello nazionale e internazionale, e frenato la crescita della maggior parte dei settori industriali in tutte le principali economie mondiali. Nel contesto italiano, tra i pochi settori che si sono dimostrati resilienti si può trovare il mercato digitale, che nonostante tutto si stima possa chiudere l'anno attestandosi ad un valore di € 76,84 mld registrando una crescita del 2,1% rispetto ai € 75,29 mld del 2021. Più nel dettaglio, seguendo la tassonomia sviluppata da NetConsulting Cube, il mercato digitale può essere suddiviso in 5 categorie:

- **HW & Systems:** comparto che risulta essere il maggiore componente del mercato digitale con valore stimato al termine del 2022 pari a € 21,06 mld contro i € 21,14 mld del 2021. Nonostante le stime di una decrescita (-0,4%) per l'anno appena concluso, il settore è comunque riuscito a registrare nel quadriennio 2018-2022 un CAGR (*Compounded Annual Growth Rate*) positivo pari al 2,9% grazie principalmente alla crescita delle vendite di apparecchi TV, apparati per la visualizzazione in streaming e decoder e di server e di sistemi aziendali per lo *storage* e il *networking*;
- **Network Services:** secondo per importanza in termini di fatturato previsto nel 2022, il settore dei servizi di rete, si è caratterizzato negli ultimi anni per una lenta ma continua decrescita. Nel quadriennio oggetto d'analisi, infatti, il settore si stima che possa passare dai € 21,75 mld del 2018 ai € 18,02 mld del 2022 registrando quindi un CAGR negativo pari a -4,6%;
- **ICT Services:** contribuendo alla crescita complessiva del mercato digitale, nel 2022 si stima che il segmento dei servizi ICT sia stato quello con il più alto tasso di crescita YoY (*Year on Year*) con un tasso pari al 7,3%. In particolare, grazie all'accelerazione dei processi di digitalizzazione e ai continui investimenti delle imprese italiane nei servizi cloud e alla maggiore richiesta di ser-

vizi di consulenza e di *system integration*, il segmento si stima possa chiudere il 2022 attestandosi ad un valore di € 14,67 mld registrando quindi un CAGR pari al 6,0% nel quadriennio 2018-2022;

- **Content & Digital ADV:** il comparto raggruppa tutti i servizi e i prodotti relativi ai contenuti e alla pubblicità digitale e risulta al termine del quadriennio 2018-2022 il segmento con la maggiore crescita composta registrando un CAGR pari al 6,9%. In particolare, trainato dai sotto segmenti del Digital Advertising, del Mobile Entertainment e delle App mobile, il comparto viene stimato al termine del 2022 ad un valore pari a € 14,55 mld con una crescita del 6,9% rispetto ai € 13,62 mld del 2021;
- **SW & ICT Solutions:** con un totale di ricavi pari a € 8,53 mld, il segmento si stima abbia registrato una crescita YoY del 5,1% rispetto al valore di € 8,12 mld del 2021. Responsabili di tale risultato sono stati principalmente il segmento dei prodotti e servizi software, il segmento Middleware e della Sicurezza Informatica.

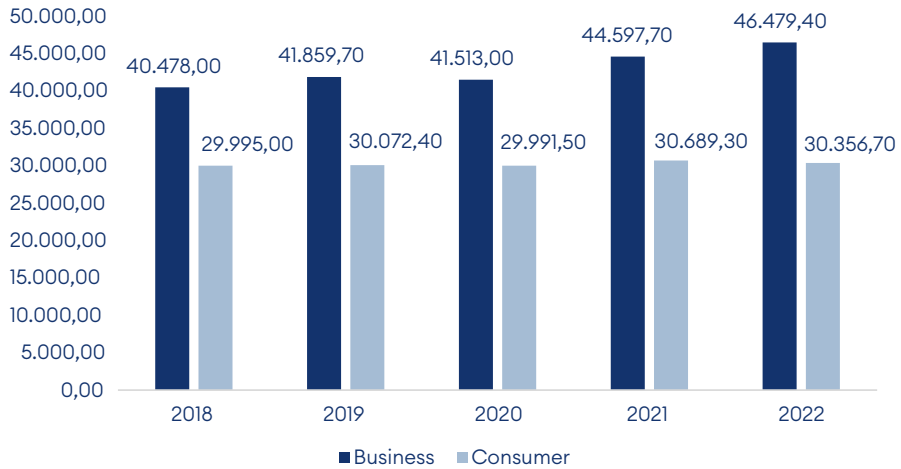
TABLE 2 – DIGITAL MARKET 2018-2022 BY SEGMENT (€/MLN)

Segment	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR 18-22
HW & Systems	18.807,00	19.125,00	19.368,00	21.138,00	21.062,00	2,9%
YoY %	NA	1,7%	1,3%	9,1%	-0,4%	NA
Network Services	21.752,00	20.718,00	19.391,00	18.746,00	18.017,00	-4,6%
YoY %	NA	-4,8%	-6,4%	-3,3%	-3,9%	NA
ICT Services	11.623,00	12.302,00	12.702,00	13.672,00	14.673,00	6,0%
YoY %	NA	5,8%	3,3%	7,6%	7,3%	NA
Content & Digital ADV	11.156,00	12.093,00	12.526,00	13.616,00	14.551,00	6,9%
YoY %	NA	8,4%	3,6%	8,7%	6,9%	NA
SW & ICT Solutions	7.136,00	7.694,00	7.517,00	8.116,00	8.533,00	4,6%
YoY %	NA	7,8%	-2,3%	8,0%	5,1%	NA
Total	70.474,00	71.932,00	71.504,00	75.288,00	76.836,00	2,2%

Source: Assinform, NetConsulting Cube, Rielaborazione Integrae SIM

Analizzando poi i settori che fanno maggior ricorso ai prodotti e ai servizi offerti dal mercato digitale, emerge come quest'ultimo sia in grado di offrire soluzioni sia per una clientela di tipo Business che di tipo Consumer. In particolare, i dati riportati da Assinform, segnalano un trend di crescita più marcato per i ricavi provenienti dal segmento Business, che sono cresciuti con un CAGR pari al 3,5% nel quadriennio 2018-2022 e hanno raggiunto un valore stimato di € 46,48 mld al termine del 2022. Il segmento Consumer, al contrario, ha registrato una crescita inferiore, pari ad un CAGR dello 0,3% attestandosi, secondo le stime ad un valore di € 30,36 mld al termine del 2022.

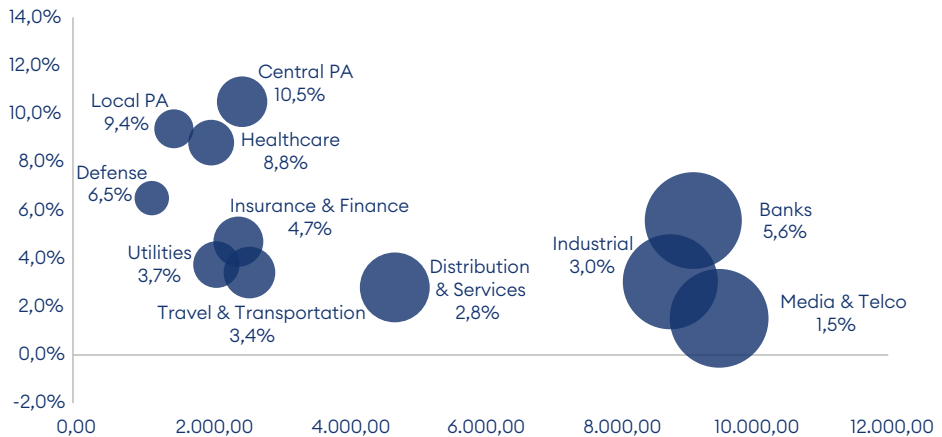
CHART 11 – DIGITAL MARKET B2B AND B2C SPENDING 2018-2022(€/MLN)



Source: Assinform, NetConsulting Cube, Rielaborazione Integrae SIM

Infine, analizzando nel dettaglio la provenienza settoriale della domanda di tipo Business, il seguente grafico riporta la distribuzione dei ricavi del mercato digitale stimati per l'anno appena concluso per ciascuna tipologia di industria con la relativa percentuale di crescita YoY rispetto al 2021.

CHART 12 – DIGITAL MARKET B2B SEGMENT BY INDUSTRY (€/MLN)



Source: Assinform, NetConsulting Cube, Rielaborazione Integrae SIM

In particolare, si può osservare come i settori che fanno principalmente ricorso ai prodotti e servizi del mercato digitale siano il Media & Telco, Banks e Industrial, che si stima al termine del 2022 possano attestarsi ad un valore di € 9,51 mld, € 9,13 mld e € 8,79 mld rispettivamente. Guadando invece ai settori con un tasso di crescita YoY più elevato tra il 2021 e il 2022, emergono i settori Central PA (+10,5%), Local PA (+9,4%) e Healthcare (+8,8%) che hanno raggiunto un valore stimato di € 2,49 mld, € 1,49 mld e € 2,03 mld al termine del 2022.

3.2 Mercato digitale 2022-2025

Se il mercato digitale negli ultimi anni si è dimostrato resiliente, sia alla pandemia da Covid-19 che al conflitto russo-ucraino e agli shock macroeconomici del 2022, per i prossimi anni le stime condivise riportano un trend di ulteriore crescita. Secondo le analisi effettuate da Assinform, in particolare, il mercato digitale italiano dovrebbe crescere con un CAGR del 4,4% tra il 2022 e il 2025, arrivando a registrare alla fine del periodo un valore pari a € 87,33 mld.

Tale crescita sarà supportata sia da ingenti nuovi investimenti, che da una serie di fattori abilitanti che renderanno più semplice ed efficace l'implementazione delle soluzioni digitali. In particolare, all'interno della prima categoria rientra il PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza), grazie al quale l'Italia dovrebbe destinare alla transizione digitale € 48,07 mld dei € 191,50 mld che dovrebbe ricevere. Similmente, un impatto positivo verrà generato dalla ripresa delle attività economiche e della crescita del PIL attesa se non per il 2023, per gli anni a venire, e che potrebbe aumentare ulteriormente le capacità di investimento sia delle imprese che del governo e dei consumatori italiani. Inoltre, il mercato dovrebbe continuare a beneficiare dei cambiamenti delle abitudini di individui, aziende e pubblica amministrazione in seguito alla pandemia da Covid-19. Infatti, se la pandemia ha accelerato il passo della trasformazione digitale negli ultimi anni, alla luce delle nuove possibilità di investimento derivanti dal PNRR sopra a tutti, tutte e tre le categorie dovrebbero continuare ad aumentare il loro ricorso al digitale sospendendo quindi il mercato. Infine, un ultimo fattore riguarda la crescita di quelle tecnologie, come la banda ultra-larga tramite fibra, il 5G e il FWA (*Fixed Wireless Access*), il cui sviluppo potrebbe portare ad una più rapida diffusione delle soluzioni digitali.

Ciò detto, già per il 2023 si prevede una crescita del mercato digitale più significativa di quella del 2022, con il mercato che, registrando un +3,0% dovrebbe raggiungere il valore di € 79,14 mld. Per gli anni successivi poi, si prospetta una crescita ancora più sostenuta, del 4,8% nel 2024 e del 5,3% nel 2025, in grado di far crescere il mercato digitale fino ad un valore di € 87,33 mld.

Analizzando nel dettaglio i vari comparti che compongono il mercato digitale secondo la tassonomia elaborata da NetConsulting Cube esposta in precedenza, emerge che:

- **HW & System:** il segmento rimarrà la fonte principale di ricavi per il mercato digitale, crescendo con un CAGR del 3,5% e raggiungendo al termine del 2025 un valore pari a € 23,36 mld grazie principalmente agli investimenti di imprese e pubblica amministrazione nei sistemi di sicurezza e nel potenziamento delle reti;
- **Network Services:** seguendo il trend di calo osservato nel quadriennio 2018-2022, per il triennio 2022-2025, le stime elaborate da Assinform prevedono che questo comparto possa continuare a registrare tassi di crescita negativi anche se di intensità più lieve, raggiungendo un totale di ricavi pari a € 16,99 mld al termine del 2025 con un CAGR pari al -1,9%;
- **ICT Services:** il settore, si distingue per la crescita particolarmente elevata, risultando in crescita con un CAGR dell'11,0% e rappresenterà il *driver* principale per la crescita di tutto il mercato digitale. Principali responsabili dello sviluppo di questo comparto saranno l'aumento dei progetti di digitalizzazione e di *replatforming* di applicazioni, nonché la migrazione verso il cloud, su cui insisteranno in maniera significativa gli interventi di digitalizzazione della PA da parte dello Stato.
- **Content & Digital ADV:** trainato dalla crescita degli investimenti in Digital Advertising e forte del trend positivo osservato negli ultimi anni, il settore viene ritenuto in grado di continuare a crescere con un CAGR pari al 5,9% che lo porterà a raggiungere nel 2025 un fatturato pari a € 17,28 mld;
- **SW & ICT Solutions:** grazie alle nuove risorse disponibili del PNRR e al conseguente avvio di nuovi progetti applicativi, infrastrutturali e di trasformazione digitale, questo comparto beneficerà soprattutto della continua crescita delle soluzioni Middleware e di Cybersecurity. Come conseguenza, il segmento si stima possa raggiungere i € 9,64 mld di ricavi con una CAGR nel triennio 2022-2025 pari al 4,1%

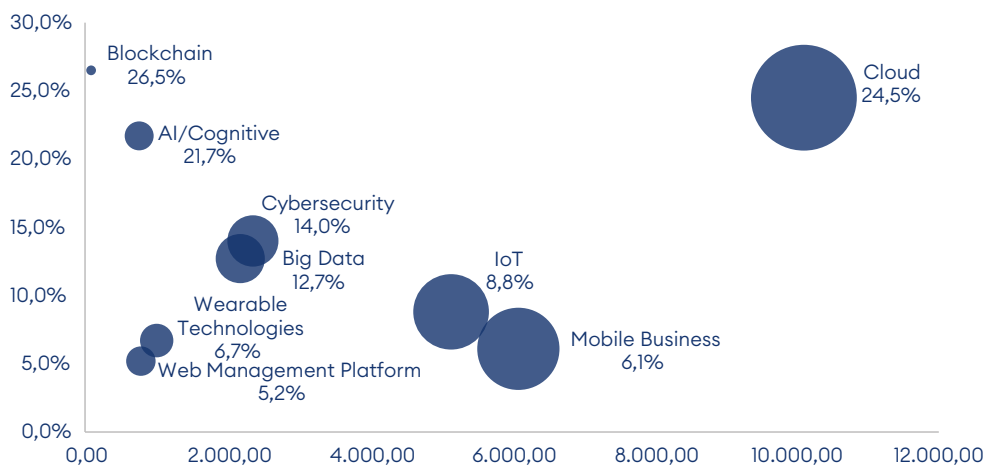
TABLE 3 – DIGITAL MARKET 2022-2025 BY SEGMENT (€/MLN)

Segment	2022	2023	2024	2025	CAGR 22-25
HW & Systems	21.062,00	21.249,00	22.246,00	23.355,00	3,5%
YoY %	NA	0,9%	4,7%	5,0%	NA
Network Services	18.017,00	17.558,00	17.207,00	16.986,00	-1,9%
YoY %	NA	-2,5%	-2,0%	-1,3%	NA
ICT Services	14.673,00	16.086,00	17.933,00	20.071,00	11,0%
YoY %	NA	9,6%	11,5%	11,9%	NA
Content & Digital ADV	14.551,00	15.433,00	16.342,00	17.279,00	5,9%
YoY %	NA	6,1%	5,9%	5,7%	NA
SW & ICT Solutions	8.533,00	8.814,00	9.180,00	9.636,00	4,1%
YoY %	NA	3,3%	4,2%	5,0%	NA
Total	76.836,00	79.140,00	82.908,00	87.327,00	4,4%

Source: Assinform, NetConsulting Cube, Rielaborazione Integrae SIM

Affianco a ciò, un ruolo chiave nella crescita del mercato digitale italiano sarà svolto dai cosiddetti *digital enabler*, ovvero da quelle tecnologie, come il cloud, che rendono più semplice ed efficiente il processo di trasformazione digitale per le imprese, favorendone quindi lo sviluppo. Il seguente grafico, riporta le principali tecnologie *digital enabler* con indicazione dei loro tassi di crescita e dei ricavi sul totale del mercato degli stessi.

CHART 13 – DIGITAL ENABLERS FORECASTS (€/MLN)



Source: Assinform, NetConsulting Cube, Rielaborazione Integrae SIM

In particolare, è possibile raccogliere le tecnologie *digital enabler* all'interno di 3 *cluster* a seconda del valore di mercato e delle prospettive di crescita delle stesse.

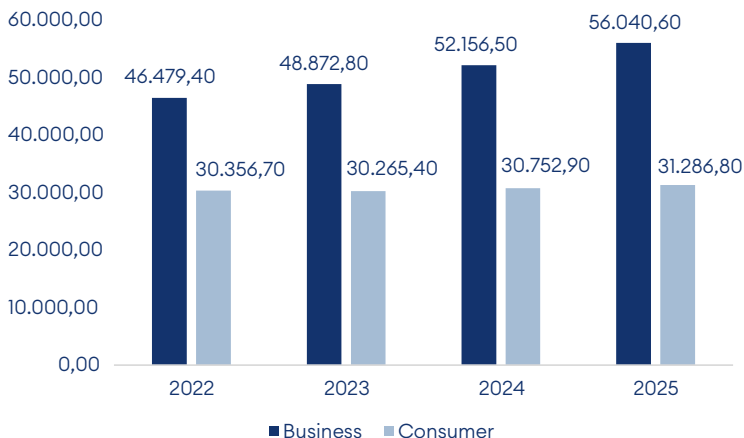
Nel primo *cluster* si possono collocare le tecnologie di cloud, IoT e Mobile Business che hanno già raggiunto considerevoli dimensioni e allo stesso tempo mantengono interessanti prospettive di crescita. Tra di esse, il cloud, apportando significativi vantaggi in termini di flessibilità e scalabilità rispetto alle soluzioni tradizionali *on premise*, avrà un ruolo centrale nella trasformazione digitale a supporto di tecnologie e business. Di conseguenza, si stima che sarà la prima area a superare la soglia dei € 10,00 mld di valore grazie ad un CAGR del 24,5% nel triennio in esame. Allo stesso tempo, l'IoT, soluzione alla base dell'innovazione tecnologica dei processi operativi, e il Mobile Business, riflettendo la crescente mobilità dei lavoratori, si stima possano arrivare a registrare nel 2025 un valore di € 5,15 mld e € 6,09 mld rispettivamente.

Il secondo *cluster* accoglie invece le tecnologie Cybersecurity e Big Data, caratterizzate da un valore già superiore al miliardo di euro al termine del 2022 e da buone prospettive di crescita. In particolare, il segmento della Cybersecurity potrà beneficiare delle crescenti esigenze di protezione dei dati e delle applicazioni, e come conseguenza, si ritiene che crescerà con un CAGR del 14,0% per raggiungere nel 2025 un valore di € 2,36 mld. Le tecnologie Big Data invece, sospinte dalla continua esigenza di soluzioni per la gestione e la valorizzazione dei dati, si stima che possano crescere con un CAGR del 12,7% in modo da raggiungere un valore di € 2,18 mld nel 2025.

Infine, il terzo *cluster* accoglie le tecnologie *digital enabler* che sono caratterizzate da un modesto valore di mercato al termine del 2022. Nel dettaglio, si può ulteriormente distinguere tra la *Blockchain* e l'AI, per le quali si prevedono tassi di crescita particolarmente elevati in ragione delle aspettative di un significativo incremento dei loro casi d'uso nei prossimi anni (CAGR di 26,5% e 21,7% rispettivamente), e le *Wearable Technologies* e le *Web Management Platforms*, caratterizzate da tassi di crescita più modesti (CAGR di 6,7% e 5,2% rispettivamente) derivanti dalla elevata specificità dei loro ambiti di applicazione.

Ciò detto, spostando il focus dell'analisi sui principali segmenti da cui deriva la domanda dei prodotti e dei servizi del mercato digitale, il seguente grafico mostra i ricavi provenienti dai mercati Business e Consumer.

CHART 14 – DIGITAL MARKET B2B AND B2C SPENDING 2022-2025 (€/MLN)

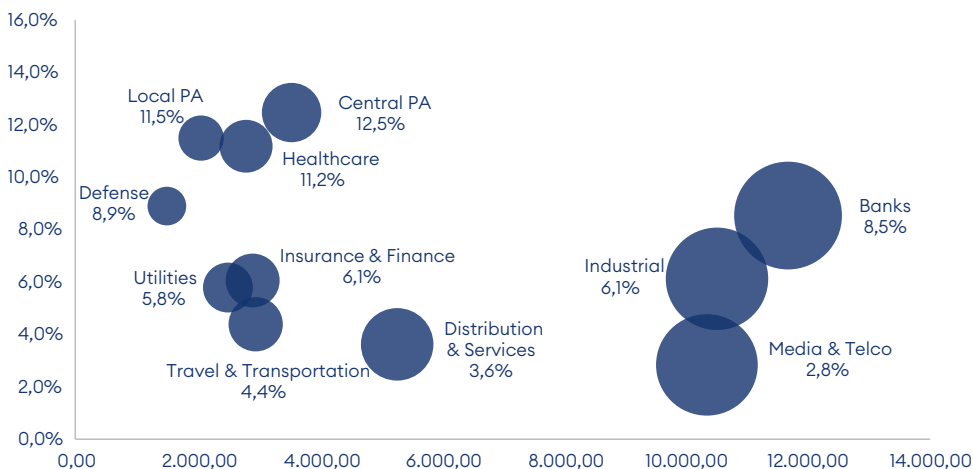


Source: Assinform, NetConsulting Cube, Rielaborazione Integrae SIM

In particolare, dalle stime sviluppate da Assinform emerge che tra il 2022 e il 2025, il segmento Business dovrebbe crescere più velocemente arrivando a ricoprire nel 2025 circa il 64,2% del mercato con un valore di € 56,04 mld, mentre il segmento Consumer dovrebbe attestarsi ad un valore pari a € 31,29 mld e ricoprire il restante 35,8% del mercato.

Più nel dettaglio, il seguente grafico, focalizzandosi sulla domanda di tipo Business, riporta le dimensioni dei settori industriali precedentemente individuati al termine del 2025 e i rispettivi CAGR.

CHART 15 – DIGITAL MARKET B2B SEGMENT BY INDUSTRY (€/MLN)



Source: Assinform, NetConsulting Cube, Rielaborazione Integrae SIM

Coerentemente con quanto visto negli scorsi anni, anche nel triennio 2022-2025 i settori che genereranno la maggior parte dei ricavi del mercato digitale saranno quelli Banks, Industrial e Media & Telco, mentre quelli con il tasso di crescita più elevato saranno i settori Central PA, Local PA e Healthcare. In particolare:

- **Banks:** nel triennio 2022-2025, il settore continuerà a osservare maggiori investimenti per la trasformazione e la digitalizzazione dei modelli di business e operativi delle banche tramite un crescente passaggio al cloud, la modernizzazione delle applicazioni di interfaccia con i clienti e maggiori investimenti sulla cybersecurity per la protezione dei dati e dei sistemi. Come conseguenza, si stima che il settore possa crescere con un CAGR dell'8,5% e arrivare a raggiungere un valore di € 11,67 mld nel 2025.
- **Industrial:** tale segmento vedrà la maggior parte degli investimenti destinati all'implementazione di soluzioni di cybersecurity, *data strategy* e *Industrial IoT* per lo sviluppo delle Smart Factory. Le stime effettuate da Assinform in particolare, riportano una crescita attesa per il settore pari ad un CAGR del 6,1% che farebbe crescere lo stesso fino a raggiungere un valore di € 10,51 mld nel 2025;
- **Media & Telco:** nonostante il ridotto tasso di crescita atteso (CAGR pari a 2,8%), il settore nel 2025 rappresenterà comunque il terzo più grande mercato di sbocco per i prodotti e i servizi digitali in ambito Business con un valore stimato pari a € 10,34 mld. Gli investimenti principali nel settore, nel triennio analizzato si concentreranno principalmente sull'estensione dell'infrastruttura di comunicazione sul territorio nazionale e sull'accelerazione del processo di ammodernamento delle dotazioni tecnologiche;
- **Distribution & Services:** il settore viene stimato in crescita con un CAGR del 3,6% tra il 2022 e il 2025, anno in cui si attesterà ad un valore di € 5,27 mld. Nel triennio, gli investimenti in soluzioni digitali si focalizzeranno su sistemi per l'ottimizzazione dei costi, per l'orchestrazione dei canali, per la gestione della supply chain e della filiera e per la creazione di modelli di vendita fisico-virtuali (*phygital*), nonché in ambito di migrazione sul cloud e di cybersecurity;
- **Travel & Transportation:** con investimenti in soluzioni digitali mirati principalmente all'ottimizzazione dei processi di business tramite l'utilizzo di tecnologie cloud e IoT in ambito di operations, *customer service*, marketing e vendite, il settore dovrebbe arrivare nel 2025 a raggiungere un valore di € 2,95 mld con un CAGR 2022-2025 pari al 4,4%;
- **Insurance & Finance:** il settore registrerà la maggior parte degli investimenti in soluzioni digitali nell'ambito della digitalizzazione della relazione con il cliente, della cybersecurity, nella transizione verso il cloud e nell'utilizzo di

tecnologie di AI in ambiti operativi. Conseguentemente, i ricavi per il mercato digitale provenienti dall'industria Insurance & Finance si stima che possano crescere con un CAGR del 6,1% raggiungendo un valore pari a € 2,90 mld nel 2025;

- **Utilities:** con un CAGR del 5,8%, i ricavi provenienti dal mercato delle Utilities per il 2025 sono attesi ad un livello pari a € 2,50 mld. Responsabili di tale crescita, saranno i crescenti investimenti delle società del settore in soluzioni digitali per la modernizzazione applicativa, la transizione al cloud, la digitalizzazione delle reti, la creazione di *digital twin* per la simulazione del funzionamento degli stabilimenti di energia e gas e per sistemi di cybersecurity;
- **Defense:** trainati principalmente dagli investimenti in cybersecurity, i ricavi per il mercato digitale generati dal settore, cresceranno con un CAGR pari all'8,9% arrivando ad attestarsi ad un valore di € 1,50 mld nel 2025;
- **Healthcare:** il settore risulta in forte crescita in termini di spesa nel mercato digitale, come testimoniato dal CAGR dell'11,2% previsto per il periodo oggetto di analisi. In particolare, grazie alle spinte fornite dal PNRR, il settore concentrerà i propri investimenti sullo sviluppo di fascicoli sanitari e cartelle cliniche ospedaliere elettroniche, sulla telemedicina, e negli ambiti del cloud e della cybersecurity, arrivando nel 2025 a registrare una spesa totale pari a € 2,80 mld;
- **Local PA:** per il settore le stime di crescita nel triennio analizzato prevedono una crescita dell'11,5% in grado di portare i ricavi generati dal settore ad un valore di € 2,06 mld. Alla base della crescita della spesa digitale del settore, risiede la Strategia Italia Digitale 2026, rientrante nel PNRR, che mira a dotare la PA di infrastrutture cloud moderne ed efficienti, a migliorare i sistemi di cybersecurity e a sviluppare soluzioni per l'offerta di servizi della PA attraverso piattaforme digitali;
- **Central PA:** come osservato negli ultimi anni, anche nel triennio 2022-2025, questo segmento continuerà ad avere il tasso di crescita più elevato con un CAGR pari al 12,5%. Le ragioni sottostanti la crescita dei ricavi per il mercato digitale generati da questo settore sono le medesime viste il settore Local PA e porteranno il segmento Central PA a generare ricavi nel 2025 per € 3,54 mld.

4. Posizionamento Competitivo

Nello svolgimento delle proprie attività Spindox si confronta con i principali *player* nel mercato digitale italiano per l'offerta di prodotti software e servizi ICT. Questi ultimi sono principalmente riconducibili a tre cluster:

- Società multinazionali di grandi dimensioni presenti a livello globale in grado di seguire clienti di grandi dimensioni con servizi completi, strutturati e diversificati;
- Società nazionali di medio-grandi dimensioni che si indirizzano principalmente a grandi società del panorama nazionale con una gamma di servizi che include attività di consulenza, *system integration*, sviluppo di software manutenzione applicativa e gestione delle infrastrutture hardware e software;
- Società nazionali di piccole-medie dimensioni presenti in specifici segmenti di mercato cercando di ricoprire eventuali nicchie.

Tra di essi si possono trovare ad esempio: IBM, Accenture Plc, Capgemini SE, DXC Technology Company, Atos SE, Reply SpA, Al maviva SpA, GFT Technologies SE, Digital Value SpA, Lutech SpA, Var Group SpA e BE Shaping The Future SpA.

TABLE 4 – MAIN COMPETITOR (2021 DATA)

€/mln	Revenues 2021	Ebitda 2021	Ebitda % 2021	Net Income 2021	Net Income % 2021	NFP 2021
Company						
IBM	50.635,7	11.059,5	21,8%	5.070,6	10,0%	39.230,1
Accenture Plc	42.701,9	7.137,3	16,7%	4.991,4	11,7%	-6.850,5
Capgemini SE	18.160,0	2.594,0	14,3%	1.157,0	6,4%	3.854,0
DXC Technology Company	15.120,7	1.590,6	10,5%	-127,1	-0,8%	1.988,1
Atos SE	10.839,0	-424,0	-3,9%	-2.962,0	-27,3%	2.121,0
Reply SpA	1.483,8	257,6	17,4%	150,7	10,2%	-290,1
Al maviva SpA	956,8	142,1	14,9%	59,9	6,3%	242,7
GFT Technologies SE	566,2	72,8	12,8%	29,9	5,3%	24,3
Digital Value SpA	555,9	56,3	10,1%	30,1	5,4%	-21,3
Lutech SpA	437,1	40,0	9,1%	-19,4	-4,4%	-13,2
Var Group SpA	278,2	7,1	2,5%	6,2	2,2%	37,9
BE Shaping The Future SpA	232,9	31,5	13,5%	11,6	5,0%	-19,8
Median	1.220,3	107,4	13,2%	30,0	5,3%	31,1
Spindox	67,8	5,4	7,9%	2,7	3,9%	-1,2

Source: Orbis, Rielaborazione Integrae SIM

Guardando più nel dettaglio alle caratteristiche dello scenario competitivo, le analisi condotte da Data Manager, in merito ai top 100 provider di servizi software e IT, mostrano come il settore sia ancora relativamente frammentato, dal momento che circa i due terzi dei ricavi sono attribuibili alle prime 100 società. Tuttavia, nel corso degli anni, il livello di concentrazione del mercato è aumentato, sia con riferimento alle top 100 società, che con riferimento alle società all'apice della classifica. In particolare, considerando i ricavi da software e servizi IT del 2021, i dati mostrano che 11 società hanno superato la soglia dei € 500,00 mln di fatturato, arrivando a rappresentare complessivamente circa il 56,8% dei ricavi delle top 100 società. Di queste poi, 4 hanno registrato nel 2021 ricavi superiori a €1,00 mld rappresentando quindi il 30,3% dei ricavi delle top 100 complessivamente.

Focalizzandosi invece sul sotto segmento dei servizi IT, linea di business principale per Spindox, il Gruppo viene posizionato dalle analisi di Data Manager al 38° posto nel settore in base ai risultati economico-finanziari del 2021.

Spindox, confrontandosi allo stesso tempo con grandi *player* con offerte di prodotti e servizi particolarmente varie e società di piccole medie dimensioni con un forte focus su specifiche soluzioni tecnologiche o settori, riesce ad eccellere nel proprio conteso competitivo di riferimento grazie a:

- Un business model solido e scalabile: Spindox si è dotata di una struttura che le permette di continuare a crescere sia in termini di *customer base* che di verticalità rifornite, nonché di sfruttare la presenza di economie di scala per continuare ad effettuare investimenti in R&D a presidio delle tecnologie più avanzate riscontrando un impatto ridotto sulla propria struttura di costi;
- Tecnologie all'avanguardia: tramite competenze specialistiche, poli di ricerca dedicati e continui investimenti in R&D, il Gruppo riesce a sviluppare soluzioni tecnologiche innovative con un elevato grado di personalizzazione in modo da poter offrire ai clienti delle soluzioni che integrino le tecnologie e gli standard più avanzati in termini di AI e ICT con le logiche e le necessità di business di questi ultimi.
- Una reputazione consolidata: grazie agli oltre 15 anni di attività nel settore, Spindox è riuscita a costruire una reputazione solida e ad affermare i propri brand. Infatti, riuscendo a garantire servizi di elevata qualità, customizzazione e interoperabilità, il Gruppo ha consolidato negli anni un portafoglio di clienti di elevata qualità che annovera, tra gli altri, società leader in vari settori come in ambito Automotive, Banking, Telco e Industrial.

4.1 SWOT Analysis

Strengths:

- *Know-how* consolidato e offerta di prodotti e servizi integrata e completa;
- Presenza nei settori che hanno maggiormente bisogno di un percorso di trasformazione digitale personalizzato: Banking & Insurance, e Energy;
- Piattaforma di AI proprietaria Ublique®;
- Business in crescita e “*green*” supportato da significativi investimenti in Italia.

Weaknesses:

- Basso livello di leva operativa, e business particolarmente *labour-intensive*;
- Dimensione ridotta rispetto ai grandi *competitor* nel mercato digitale.

Opportunities:

- Possibilità di crescita esponenziale della linea di business AI Technology attraverso Spindox Labs e aHead Research;
- Rafforzamento e specializzazione nelle attività di R&D;
- Possibilità di crescita del business e di consolidamento delle attività grazie alle attività di M&A;
- Crescita nei mercati emergenti.

Threats:

- Alto livello di competizione nel mercato dei servizi IT e della consulenza;
- Aumento del rischio di paese (*country risk*);
- Presenza di *competitor* italiani e internazionali più grandi nel mercato;
- Centralità delle attività di R&D per preservare il vantaggio e la posizione competitiva.

5. Economics & Financials

TABLE 5 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	67,54	79,52	96,20	116,40	140,50
Other Revenues	1,60	2,88	2,40	3,10	3,50
Value of Production	69,14	82,41	98,60	119,50	144,00
COGS	0,11	0,35	0,45	0,70	0,95
Services	17,97	18,09	24,90	31,80	40,60
Use of Asset owned by others	2,15	2,80	3,50	4,40	5,60
Employees	42,53	54,07	61,20	72,00	83,20
Other operating costs	0,47	0,77	1,00	1,30	1,70
EBITDA	5,91	6,31	7,55	9,30	11,95
<i>EBITDA Margin</i>	8,6%	7,7%	7,7%	7,8%	8,3%
D&A	1,87	3,69	3,50	3,50	3,50
EBIT	4,04	2,62	4,05	5,80	8,45
<i>EBIT Margin</i>	5,8%	3,2%	4,1%	4,9%	5,9%
Financial Management	(0,37)	(0,69)	(1,10)	(1,00)	(1,00)
EBT	3,67	1,94	2,95	4,80	7,45
Taxes	0,99	1,13	0,95	1,50	2,35
Consolidated Net Income	2,67	0,81	2,00	3,30	5,10
Minorities	0,00	0,17	0,40	0,65	1,00
Net Income	2,67	0,63	1,60	2,65	4,10
BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	16,48	21,57	20,50	19,65	18,95
Account receivable	22,40	32,20	39,50	48,35	58,55
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	7,38	9,45	12,50	16,00	20,00
Operating Working Capital	15,02	22,75	27,00	32,35	38,55
Other receivable	2,42	6,26	7,60	9,30	11,30
Other payable	18,11	26,25	28,60	34,00	43,00
Net Working Capital	(0,67)	2,76	6,00	7,65	6,85
Severance Indemnities & Other Provisions	3,14	5,68	6,00	6,50	7,00
NET INVESTED CAPITAL	12,68	18,65	20,50	20,80	18,80
Share Capital	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Reserves	10,89	13,57	14,44	16,44	19,74
Net Income	2,67	0,87	2,00	3,30	5,10
Equity	13,86	14,74	16,74	20,04	25,14
Cash & Cash Equivalent	17,33	22,67	19,24	20,74	25,44
Short Term Financial Debt	5,45	13,10	11,20	10,50	9,00
M/L Term Financial Debt	10,69	13,48	11,80	11,00	10,10
Net Financial Position	(1,18)	3,91	3,76	0,76	(6,34)
SOURCES	12,68	18,65	20,50	20,80	18,80

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	2,62	4,05	5,80	8,45
Taxes	1,13	0,95	1,50	2,35
NOPAT	1,49	3,10	4,30	6,10
D&A	3,69	3,50	3,50	3,50
Change in receivable	(9,79)	(7,30)	(8,85)	(10,20)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	2,07	3,05	3,50	4,00
Change in others	4,30	1,01	3,70	7,00
Change in NWC	(3,42)	(3,24)	(1,65)	0,80
Change in provisions	2,54	0,32	0,50	0,50
OPERATING CASH FLOW	4,30	3,68	6,65	10,90
Capex	(8,78)	(2,43)	(2,65)	(2,80)
FREE CASH FLOW	(4,48)	1,25	4,00	8,10
Financial Management	(0,69)	(1,10)	(1,00)	(1,00)
Change in Debt to Bank	10,43	(3,58)	(1,50)	(2,40)
Change in Equity	0,08	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	5,34	(3,42)	1,50	4,70

Source: Integrae SIM

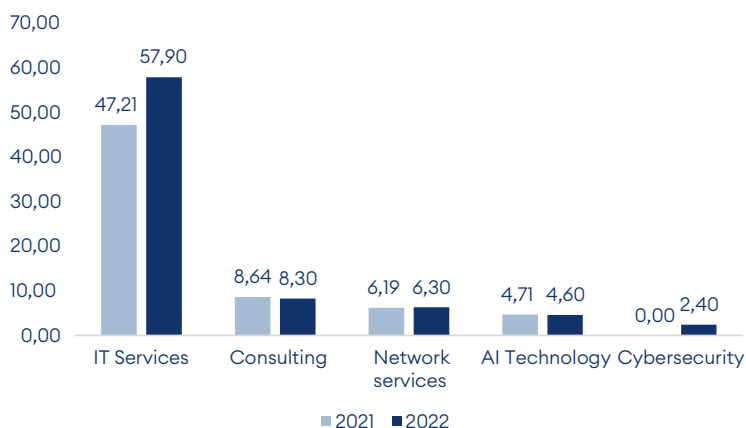
5.1 FY22A Results

Il 2022 è stato per Spindox un anno importante in termini di crescita, come testimoniato dall'aumento del fatturato, dai nuovi settori raggiunti, e dalle operazioni straordinarie effettuate. Gli sforzi realizzati hanno permesso al Gruppo da un lato di rafforzare la propria posizione competitiva nei mercati di riferimento e di espandersi in nuovi settori (come quello farmaceutico), e, dall'altro, di ampliare e consolidare la propria offerta di prodotti e servizi in modo da poter garantire ai clienti un'offerta sempre più eterogenea e completa e di poter competere con i grandi *player* multinazionali del mercato.

In termini di valore della produzione, al 31 dicembre 2022, il Gruppo ha registrato un valore pari a € 82,41 mln, in crescita del 19,7% rispetto ai € 69,14 mln del 2021. La variazione positiva, testimone delle capacità di crescita di Spindox, è ascrivibile principalmente alla tempestività con cui le società acquisite durante l'anno sono state integrate all'interno del Gruppo e alle sinergie riconducibili all'integrazione delle stesse. In particolare, Deep Consulting ha generato circa € 3,50 mln di fatturato, TMLab e Stackhouse hanno apportato complessivamente circa € 1,00 mln in termini di ricavi, e Oplium Italia, società costituita al termine del 2021, ha contribuito per circa € 1,00 mln di fatturato nel suo primo anno di attività.

Osservando più nel dettaglio la composizione dei ricavi, il seguente grafico mostra l'evoluzione del fatturato tra il 2021 e il 2022 per ciascuna delle linee di business di Spindox: IT Services, Consulting, Network Services, AI Technology e Cybersecurity.

CHART 16 – REVENUES BREAKDOWN FY21A VS FY22A (€/MLN)

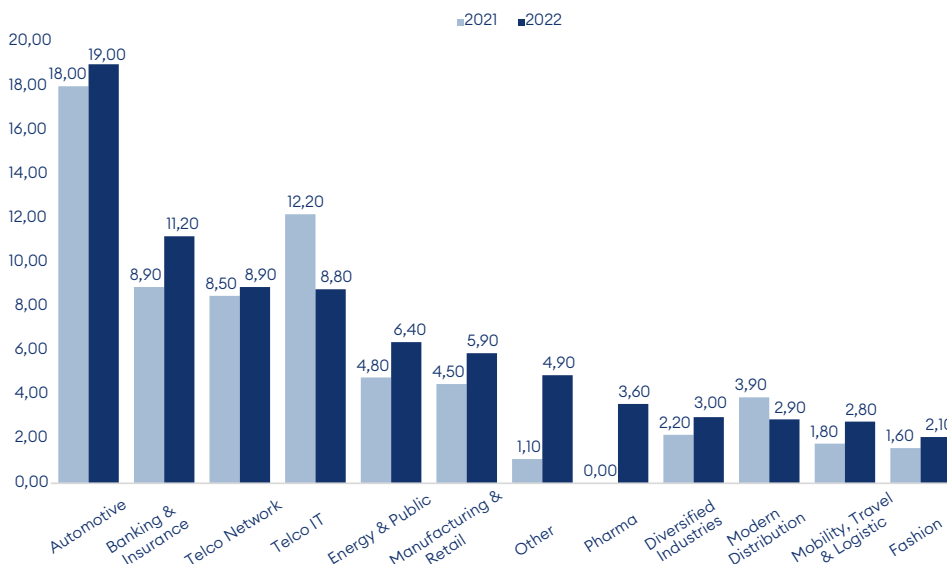


Source: Integrae SIM

La crescita del fatturato è stata fortemente trainata dalla linea di business degli IT Services, storica area di attività del Gruppo, che passa dai 47,21 mln generati nel FY21A a € 57,90 mln al termine del 2022, (con un incremento YoY del +22,6%), nonché dalla linea di Cybersecurity che, al termine del suo primo anno di attività, genera ricavi per complessivi € 2,40 mln. Infine, se la *business line* Network Services porta un volume di fatturato pari ad € 6,30 mln al 31 dicembre 2022, contro i € 6,19 mln del periodo precedente (+1,9%), le linee di business AI Technology e Consulting risultano lievemente in calo rispetto al 2021 (-2,4% e -3,9% rispettivamente) attestandosi ad un valore di € 4,60 mln e € 8,30 mln al termine del periodo in esame.

Analizzando l'evoluzione del fatturato generato dai vari settori in cui Spindox è attiva, emerge come l'aumento dei ricavi sia principalmente ascrivibile alle performance realizzate nell'ambito dei settori Energy & Public (+33,3%), Manufacturing & Retail (+31,1%), Banking & Insurance (+25,8%) e Automotive (+5,6%), nonché all'industria Pharma che raggiunge a fine anno i € 3,60 mln.

CHART 17 – REVENUES BREAKDOWN INDUSTRY FY21A VS FY22A (€/MLN)



Source: Integrae SIM

L'EBITDA, al termine dell'esercizio 2022, si attesta ad un valore di € 6,31 mln risultando in crescita del 6,7% rispetto ai € 5,91 mln del periodo precedente. La marginalità, al contrario, appare in lieve peggioramento, attestandosi al 7,7% rispetto all'8,6% del periodo precedente. Responsabile di tale variazione risulta essere da un lato il clima di incertezza generale derivante dallo scenario macroeconomico che ha indotto alcuni clienti del Gruppo, istituti di credito in particolare, a posticipare degli importanti progetti di sviluppo software per i quali la Capogruppo si era già strutturata e che hanno quindi impattato negativamente la marginalità. Dall'altro lato invece, la variazione riscontrata in termini di marginalità è indicativa del focus strategico del Gruppo, che, invece di concentrarsi sull'efficientamento della struttura operativa, è più propenso a focalizzarsi sull'innovazione e il completamento della propria offerta di prodotti e servizi in modo da poter ampliare la propria *client base* e crescere in termini di fatturato.

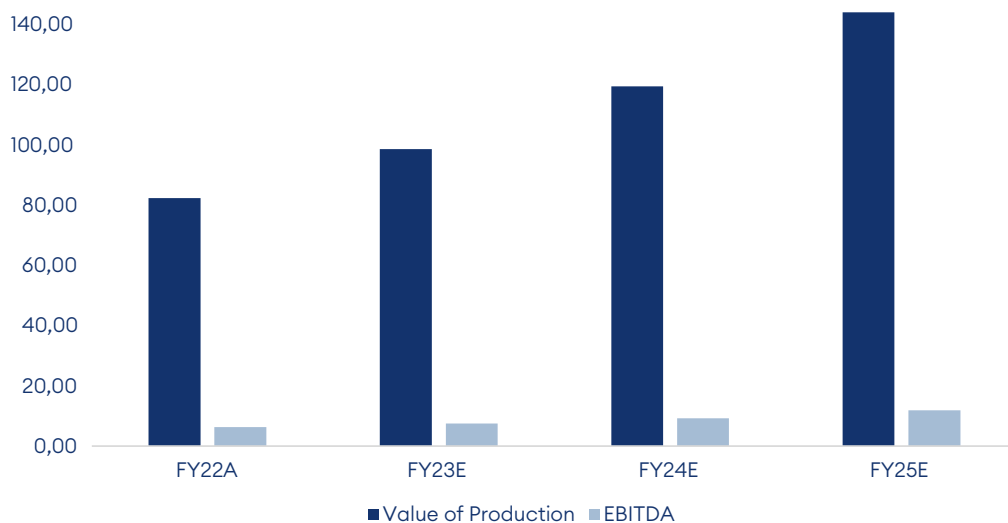
L'EBIT di periodo, risulta pari a € 2,62 mln, in diminuzione rispetto al valore di € 4,04 mln raggiunto nel 2021. Tale variazione è principalmente riconducibile al significativo aumento degli ammortamenti e delle svalutazioni, che passano dagli € 1,87 mln del FY21A ai € 3,69 mln del FY22A a causa dall'avviamento iscritto in seguito alla fusione per incorporazione delle società Plan Net e Plan Soft nella Capogruppo e delle differenze di consolidamento rilevate in merito alle acquisizioni completate nell'esercizio.

Il Net Income al 31 dicembre 2022 si attesta a € 0,63 mln e risulta in diminuzione rispetto ai € 2,67 mln del periodo precedente in ragione anche dell'aumento degli oneri finanziari (€ 0,69 mln contro i € 0,37 mln del FY21A) e della spesa per tasse (€ 1,13 mln rispetto agli € 0,99 mln del FY21A).

A livello patrimoniale, l'esercizio 2022 vede un peggioramento della NFP, che risulta pari a € 3,91 mln di debito rispetto al valore *cash positive* di € 1,18 mln del periodo precedente, principalmente a causa delle dinamiche di consolidamento e degli investimenti effettuati a supporto delle strategie di crescita del Gruppo. In particolare, l'effetto positivo generato dal consolidamento della NFP *cash positive* (€ 4,20 mln) di Plan Soft e Plan Net e dai risultati operativi del Gruppo, è stato compensato dagli investimenti per le acquisizioni di TM-Lab e Deep Consulting, per il *buyback* di azioni proprie sul mercato, e per gli investimenti nella piattaforma Ublique®.

5.2 FY23E – FY25E Estimates

CHART 18 – VOP AND EBITDA FY22A – FY25E



Source: *Integrae SIM*

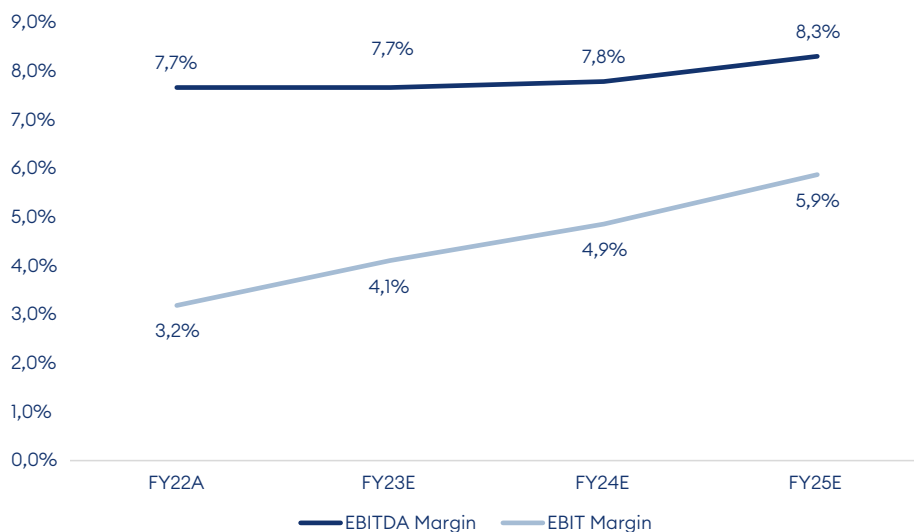
Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del Valore della Produzione che, secondo le nostre stime, passerà dagli € 82,41 mln del FY22A ai € 144,00 mln del FY25E (CAGR FY22A - FY25E: 20,4%). Riteniamo che il Gruppo, nei prossimi anni, possa essere in grado di continuare il percorso di crescita che lo ha contraddistinto negli ultimi esercizi e nel 2022 in particolare. Infatti, grazie all'integrazione delle società acquisite tra la fine del 2021 e il 2022, Spindox ad oggi è in grado di offrire ai clienti un portafoglio di prodotti e servizi ampio e sempre più completo avendo aggiunto *capabilities* in ambito di:

- Cybersecurity, con la partecipazione nella costituzione di Oplium Italia;
- Sviluppo *full stack* di applicazioni multiplatforma, grazie all'ingresso con partecipazione di controllo in Stackhouse;
- Realizzazione ed erogazione di servizi Salesforce, in seguito all'acquisizione della partecipazione di maggioranza in TMLab;
- Realtà virtuale, aumentata e ibrida, derivanti dalla costituzione di Ultra;
- Implementazione *end-to-end* di soluzioni ICT nell'industria energetica e nel settore aerospaziale e della difesa, resi possibili dall'acquisizione di Deep Consulting.

A fianco di ciò, ci aspettiamo che la crescita del Valore della Produzione, possa essere sospinta anche da ulteriori sinergie derivanti dall'integrazione delle società acquisite e costituite negli ultimi anni grazie a dinamiche di *cross selling* discendenti dalla possibilità di offrire alla base di clienti di queste ultime i prodotti e i servizi di Spindox e viceversa.

Similmente, riteniamo che il Gruppo, sfruttando le nuove competenze e l'innovazione tecnologica, come fattori abilitanti e alla base dello sviluppo dei prodotti e dei servizi, continuerà nel processo di ampliamento della propria *offering* in modo da potersi posizionare, all'interno del proprio contesto competitivo di riferimento, al livello dei grandi *player* multinazionali e in modo da riuscire a raggiungere incrementi di fatturato sempre più significativi.

CHART 19 – EBITDA AND EBIT MARGIN FY22A – FY25E

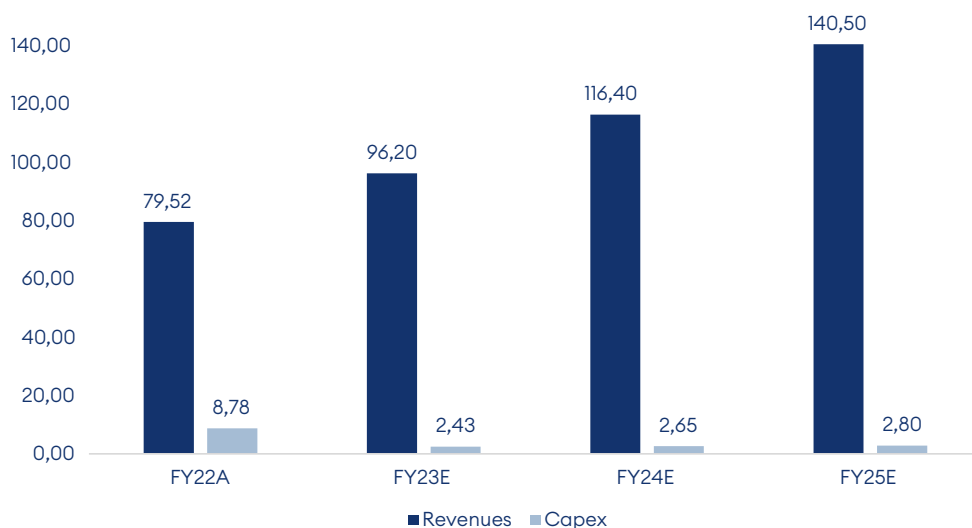


Source: *Integrae SIM*

Ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che secondo le nostre stime passerà da € 6,31 mln nel FY22A agli € 11,95 mln del FY25E, per un EBITDA margin che passerà dal 7,7% all'8,3% nello stesso orizzonte temporale. In particolare, riteniamo che la crescita in termini assoluti dell'EBITDA possa essere trainata più da un incremento dei ricavi che da un efficientamento dei costi. Infatti, in linea con quanto osservato nel corso dell'esercizio 2022, riteniamo che il Gruppo nei prossimi anni continuerà a focalizzarsi sull'innovazione e il completamento della propria *offering* più che sull'efficientamento della struttura operativa.

Similmente, a livello di EBIT, ci aspettiamo un incremento dai € 2,62 mln del FY22A agli € 8,45 mln del FY25E, con una marginalità in aumento dal 3,2% al 5,9% nello stesso periodo, per via della forte crescita del Valore della Produzione e della stabilità degli ammortamenti.

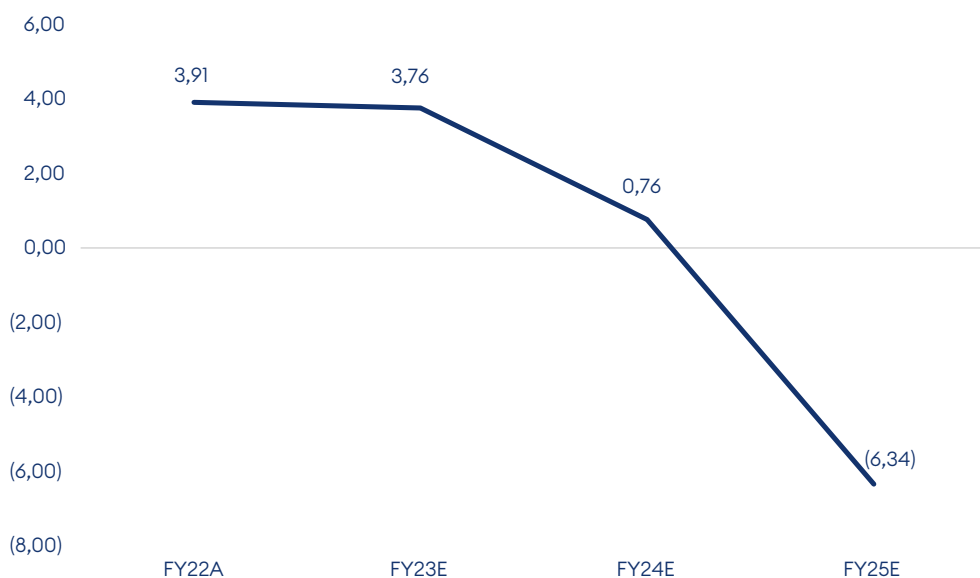
CHART 20 – REVENUES AND CAPEX FY22A – FY25E



Source: *Integrae SIM*

A livello di Capex, riteniamo che gli investimenti immateriali e materiali del Gruppo, durante il triennio 2023-2025 saranno orientati al continuo sviluppo delle infrastrutture fisiche e digitali di Spindox, e alle attività di Research & Development sostenute a supporto dell'innovatività dell'offerta di prodotti e servizi del Gruppo e, in particolare, dello sviluppo della piattaforma Ublique®.

CHART 21 – NET FINANCIAL POSITION FY22A – FY25E



Source: *Integrae SIM*

Infine, crediamo che il Gruppo possa riuscire a migliorare la NFP passando dai € 3,91 mln di debito del FY22A al valore di € 6,34 mln *cash positive* al termine del FY25E grazie ai flussi di cassa provenienti dalla gestione operativa e ai minori investimenti attesi rispetto agli ultimi anni.

6. Valuation

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

6.1 DCF Method

TABLE 6 – WACC

WACC				7,75%
D/E 122,22%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 0,8	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,50%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,6	K_e 14,14%	

Source: *Integrae SIM*

In particolare:

- Il *Risk-Free Rate* è rappresentato dal Rendistato di Febbraio 2023 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il *Market Premium* coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di *Integrae SIM*;
- K_e è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate 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);

- Il Beta è calcolato partendo dal Beta *unlevered* a 5 anni dei competitor;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 7,75%.

TABLE 7 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	11,1	10%
TV actualized DCF	98,8	90%
Enterprise Value	110,0	100%
NFP (FY22A)	3,9	
Equity Value	106,1	

Source: *Integrae SIM*

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, ne risulta un **equity value di € 106,1 mln.**

TABLE 8 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
		6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
Growth Rate (g)	2,5%	191,9	168,2	149,4	134,3	121,7	111,2	102,3
	2,0%	170,3	151,3	135,9	123,2	112,6	103,5	95,7
	1,5%	153,1	137,6	124,7	114,0	104,8	96,9	90,0
	1,0%	139,3	126,3	115,4	106,1	98,0	91,1	84,9
	0,5%	127,8	116,8	107,4	99,2	92,2	86,0	80,5
	0,0%	118,2	108,7	100,5	93,3	87,0	81,5	76,5
	-0,5%	110,0	101,7	94,5	88,1	82,5	77,4	72,9

Source: *Integrae SIM*

6.2 Market Multiples

6.2.1 Composizione del panel

International Business Machine Corporation

Costituita nel 1911 con il nome di Computing-Tabulating-Recording Co, International Business Machine Corporation fornisce soluzioni e servizi integrati in tutto il mondo attraverso quattro segmenti di business: Software, Consulenza, Infrastrutture e Finanziamento. Il segmento Software offre piattaforme cloud ibride e soluzioni software, software per l'automazione aziendale, AIOps e server di gestione, integrazione e applicazioni, soluzioni di dati e intelligenza artificiale, e software e servizi di sicurezza per minacce, dati e identità. Il segmento Consulting offre servizi di trasformazione aziendale, tra cui strategia, progettazione e operazioni dei processi aziendali, dati e analisi, e servizi di integrazione di sistemi; servizi di consulenza tecnologica, e servizi di piattaforma applicativa e cloud. Il segmento Infrastrutture propone soluzioni server e *storage on-premise* e basate su cloud, servizi e soluzioni di supporto per infrastrutture cloud ibride, nonché servizi di rigenerazione e remarketing per apparecchiature usate. La linea di Finanziamento, infine, offre servizi di leasing, pagamento rateale, finanziamento di prestiti e servizi di finanziamento del capitale circolante a breve termine.

Accenture Plc

Fondata nel 1989 come divisione di Arthur Andersen da cui si è divisa nel 2001 diventando Accenture, la società si è specializzata nell'ambito dei servizi di consulenza strategica, tecnologica e di *outsourcing*. In particolare, agisce a supporto di clienti provenienti da tutte le industrie assistendoli nel processo di transizione digitale nella gestione del cambiamento, nella progettazione e nell'implementazione di soluzioni tecnologiche, nell'*outsourcing* dei processi aziendali e nella gestione dell'infrastruttura IT, offrendo allo stesso tempo servizi cloud, di cybersecurity e di analytics.

Fair Isaac Corp

Fair Isaac Corp è un'azienda statunitense costituita nel 1956 in California che offre tecnologie e servizi analitici, software e decisionali sui dati che consentono alle aziende di automatizzare, migliorare e collegare le decisioni nel mercato delle Americhe, Europeo, del Medio Oriente, Africano e Asiatico-Pacifico. La società opera attraverso due segmenti: Scores, attraverso cui offre soluzioni e servizi di punteggio business-to-business per i consumatori che offrono ai clienti l'accesso a crediti predittivi e altri punteggi che possono essere integrati nei loro flussi di transazioni e processi decisionali, nonché soluzioni di punteggio business-to-consumer; e Software, con cui offre una soluzione analitica e di gestione delle decisioni preconfigurata progettata per varie esigenze o processi aziendali.

Reply SpA

Fondata nel 1995, Reply SpA è una società italiana che concentra la propria offerta su servizi di consulenza, *system integration*, *application management* e *business process outsourcing* sia in Italia che nel resto dell'Europa sviluppando soluzioni innovative basate su tecnologie emergenti come AI, cloud computing, IoT e blockchain per i settori Telco, Media, Manufacturing e Retail, Banche e Assicurazioni e Pubblica Amministrazione.

GFT technologies SE

GFT Technologies SE è una società tedesca fondata nel 1987 che offre servizi di trasformazione digitale nel mercato delle Americhe, del Regno Unito, Asiatico-Pacifico e dell'Europa continentale. In particolare, offre servizi di consulenza per lo sviluppo e la realizzazione di strategie IT, sviluppo di soluzioni IT su misura, implementazione di software specifici per settore e manutenzione e sviluppo di soluzioni IT *business-critical* nei settori bancario, assicurativo e industriale.

Kainos Group Plc

Kainos Group PLC è una società Inglese che offre servizi di tecnologia digitale nel Regno Unito. Nel dettaglio, la società opera attraverso due divisioni: Digital Services che comprende lo sviluppo del ciclo di vita di servizi digitali personalizzati per il settore pubblico, commerciale e le organizzazioni sanitarie; e Workday Practice che fornisce servizi di consulenza, gestione dei progetti, integrazione e post-implementazione per la suite software di Workday, che include software basato su cloud per la gestione del capitale umano e gestione e pianificazione finanziaria.

TABLE 9 – COMPARABLE MARKET DATA FY22A

Company	Country	Market Cap	EV	NFP	EV/ EBITDA	P/E	NFP/ EBITDA
International Business Machine	USA	104.862,84	144.207,82	39.344,98	12,53 x	68,47 x	3,42 x
Accenture Plc.	Ireland	163.016,08	155.206,86	-7.809,22	14,98 x	23,79 x	-0,75 x
Fair Isaac Corp.	USA	15.967,02	17.722,55	1.755,53	31,03 x	41,89 x	3,07 x
Reply S.p.A.*	Italy	4.208,74	3.918,68	-290,06	15,21 x	27,93 x	-1,13 x
GFT Technologies SE*	Germany	950,90	982,96	32,06	15,67 x	31,82 x	0,51 x
Kainos Group PLC	UK	1.931,86	1.844,92	-86,94	30,02 x	45,50 x	-1,41 x
Peer Median		10.087,88	10.820,61	-27,44	15,44 x	36,85 x	-0,12 x
Spindex*	Italy	50,64	45,43	-5,21	8,47	19,02	-0,97

TABLE 10 – COMPARABLE FINANCIAL HIGHLIGHTS FY22A

Company	Sales	EBITDA	EBIT	Net Profit	EBITDA Margin	EBIT Margin	Net Profit Margin
International Business Machine	56.559,52	11.506,26	1.934,22	1.531,49	20,3%	3,4%	2,7%
Accenture Plc.	61.362,36	10.358,67	9.331,71	6.851,27	16,9%	15,2%	11,2%
Fair Isaac Corp.	1.405,34	571,12	554,09	381,15	40,6%	39,4%	27,1%
Reply S.p.A.*	1.483,80	257,59	209,28	150,67	17,4%	14,1%	10,2%
GFT Technologies SE*	566,19	62,71	42,84	29,89	11,1%	7,6%	5,3%
Kainos Group PLC	359,22	61,45	55,41	42,46	17,1%	15,4%	11,8%
Peer Median	1.444,57	414,36	381,69	265,91	17,2%	14,7%	10,7%
Spindex*	67,11	5,36	4,03	2,66	8,0%	6,0%	4,0%

Source: InFinancials
*2021 Data

6.2.2 Multiples Method

TABLE 11 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
International Business Machine	13,4 x	12,6 x	11,6 x	19,1 x	18,2 x	14,5 x
Accenture Plc.	15,4 x	14,1 x	12,9 x	19,3 x	17,3 x	15,3 x
Fair Isaac Corp.	19,3 x	17,3 x	15,4 x	19,9 x	17,7 x	15,8 x
Reply S.p.A.	12,5 x	11,3 x	10,3 x	15,2 x	13,6 x	12,0 x
GFT Technologies SE	10,0 x	8,8 x	8,0 x	13,6 x	11,6 x	9,8 x
Kainos Group PLC	19,9 x	17,4 x	16,4 x	21,1 x	18,6 x	18,2 x
Peer median	14,4 x	13,4 x	12,3 x	19,2 x	17,5 x	14,9 x

Source: InFinancials

TABLE 12 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	108,8	124,3	146,4
EV/EBIT	77,8	101,2	125,7
Equity Value			
EV/EBITDA	105,0	123,6	152,7
EV/EBIT	74,1	100,5	132,1
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	78,8	92,7	114,5
EV/EBIT	55,5	75,4	99,1
Average	67,1	84,0	106,8

Source: Integrae SIM

L'equity value di Spindox, utilizzando la media tra i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 114,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che caratterizza il titolo Spindox rispetto ai suoi *comparable*: ne risulta un **equity value di € 86,0 mln.**

7. Equity Value

TABLE 13 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	96,0
Equity Value DCF (€/mln)	106,1
Equity Value multiples (€/mln)	86,0
Target Price (€)	16,00

Source: Integrae SIM

Di conseguenza, osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dei multipli, si perviene ad un **equity value pari a € 96,0 mln. Il target price è pari a € 16,00, rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 14 – IMPLIED SENSITIVITY ANALYSIS

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
91,5	12,6x	10,3x	8,0x	23,6x	16,4x	11,3x
93,0	12,8x	10,4x	8,1x	23,9x	16,7x	11,5x
94,5	13,0x	10,6x	8,2x	24,3x	17,0x	11,6x
96,0	13,2x	10,7x	8,4x	24,7x	17,2x	11,8x
97,5	13,4x	10,9x	8,5x	25,0x	17,5x	12,0x
99,0	13,6x	11,1x	8,6x	25,4x	17,7x	12,2x
100,5	13,8x	11,2x	8,7x	25,8x	18,0x	12,4x

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. 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 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 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). 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 INTEGRÆ 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 Spindox S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Spindox S.p.A.;