

EQUITY RESEARCH

BREAKING NEWS

29 maggio 2025

Spindox

Euronext Growth Milan | Information Technology | Italy

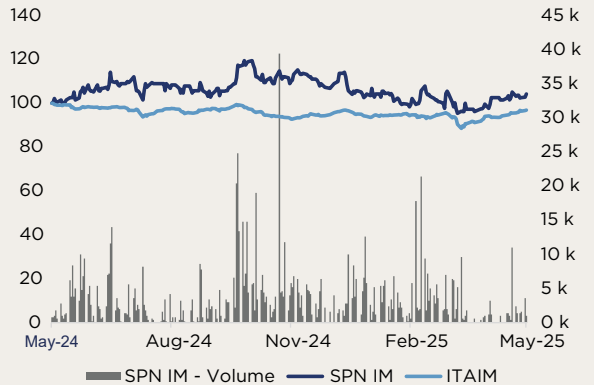
Highlights 1Q25A

Rating	Target Price
BUY	€ 15,80
unchanged	unchanged

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,3 x
EV/EBITDA	5,2 x	4,8 x	4,0 x	3,3 x
EV/EBIT	11,4 x	7,3 x	5,4 x	4,2 x
P/E	52,6 x	18,6 x	12,4 x	9,0 x

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	111,8	120,0	138,0	156,0
EBITDA	9,9	10,8	13,1	15,6
EBIT	4,5	7,1	9,6	12,5
Net Income	1,0	2,8	4,2	5,7
EBITDA Margin	8,9%	9,0%	9,5%	10,0%
EBIT Margin	4,1%	5,9%	7,0%	8,0%
Net Income Margin	0,9%	2,3%	3,0%	3,7%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 9,66
Target price	€ 15,80
Upside/(Downside) potential	63,5%
Ticker	SPN IM
Market Cap (€/mln)	€ 57,96
EV (€/mln)	€ 52,04
Free Float	19,19%
Share Outstanding	6.000.000
52-week high	€ 11,60
52-week low	€ 8,02
Average Daily Volumes (3 months)	2.915

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessia Di Florio | alessia.diflorio@integraesim.it

Breaking News

Highlights 1Q25A

Nel comunicato stampa del 16 maggio 2025, Spindox SpA, società italiana leader nella consulenza tecnologica di frontiera, ha annunciato l'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione dei principali dati economici-finanziari relativi al primo trimestre dell'esercizio 2025, non sottoposti a revisione contabile.

Al termine del 1Q25A il Valore della Produzione consolidato si attesta pari a € 28,00 mln registrando un calo del 3,5% rispetto al periodo precedente. Il lieve calo è ascrivibile principalmente a due fenomeni esterni alle attività *core*:

- la cessazione di un'attività non ricorrente, subappaltata e a bassa marginalità (circa 7,0%), che nel 1Q24A aveva contribuito per € 1,00 mln al valore della produzione;
- la contrazione del settore automotive, fattore congiunturale già considerato nelle previsioni aziendali, che ha inciso negativamente per circa € 0,60 mln.

Al netto di tali componenti, i volumi negli altri comparti si sono mantenuti solidi, confermando il buon posizionamento competitivo del Gruppo e compensando la debolezza del segmento automotive.

Nel 1Q25A il Gruppo ha registrato un EBITDA normalizzato pari a € 2,60 mln, in crescita dell'8,2% rispetto al valore di € 2,40 mln dell'esercizio precedente. Similmente positiva è stata la crescita della marginalità, che si attesta al 9,3% rispetto all'8,3% registrato nel 1Q24A. Si tratta del livello più elevato degli ultimi trimestri e, allo stesso tempo, del quinto consecutivo in cui il Gruppo registra un incremento della marginalità rispetto al medesimo periodo precedente, a conferma del progressivo consolidamento della redditività operativa e della solidità del percorso intrapreso. Questa performance riflette l'effetto congiunto di una maggiore efficienza gestionale e di una riallocazione mirata delle risorse, evidenziate anche dalla cessazione dell'attività a basso valore aggiunto citata in precedenza, che ha permesso una significativa ottimizzazione della struttura dei costi. A ciò si aggiunge il riequilibrio del portafoglio progetti verso iniziative a più alto contenuto tecnologico e il progressivo impiego dell'intelligenza artificiale nei processi produttivi, elemento chiave della trasformazione in atto del modello operativo. In generale, l'uscita da attività a basso margine e di limitato valore strategico si è riflessa positivamente sulla qualità complessiva della produzione, contribuendo a rafforzare la competitività. In questo contesto, è ragionevole attendersi che il trend di miglioramento della marginalità possa proseguire anche nei prossimi trimestri. A livello *reported*, l'EBITDA si attesta a € 2,30 mln, dopo aver scontato oneri straordinari per € 0,30 mln relativi all'incentivazione all'esodo di figure dirigenziali, per le quali non è prevista sostituzione, e ai connessi costi legali.

A livello patrimoniale, la NFP al termine del 1Q25A risulta pari a € 1,60 mln *cash positive*, in peggioramento rispetto ai € 5,93 mln *cash positive* registrati a fine esercizio 2024. La variazione, pari a € -4,30 mln, è attribuibile principalmente a dinamiche relative al capitale circolante, e, in particolare, a un fenomeno stagionale che comporta un profilo di assorbimento di cassa fisiologicamente più accentuato nel primo trimestre. Tale andamento rispecchia le consuete oscillazioni di inizio anno e non altera la solidità dell'equilibrio patrimoniale del Gruppo. Su tali basi, è prevedibile un

progressivo recupero della generazione di cassa e un conseguente miglioramento della NFP nei trimestri successivi, in linea con il normale andamento degli anni precedenti.

Massimo Pellei, co-CEO di Spindox, ha dichiarato: *“Siamo soddisfatti, perché l’orientamento strategico avviato all’inizio del 2024 continua a produrre risultati concreti. Nel primo trimestre abbiamo infatti concentrato le nostre risorse su iniziative perfettamente in linea con il portafoglio rinnovato del Gruppo, rafforzando la nostra competitività. L’uscita da progetti a bassa redditività e di limitata rilevanza strategica ha garantito un ulteriore miglioramento della marginalità, un trend che intendiamo proseguire nei mesi a venire.”*

Mauro Merengo, co-CEO di Spindox, ha aggiunto: *“Il percorso verso una maggiore efficienza operativa non è un intervento contingente, ma si accompagna all’integrazione progressiva dell’intelligenza artificiale nei nostri processi produttivi. Riteniamo che questo rappresenti l’inizio di una trasformazione profonda del nostro modello operativo, destinata a creare nuove opportunità di business e a rafforzare ulteriormente il nostro profilo competitivo.”*

L’andamento positivo dei risultati del primo trimestre del 2025 rafforza la nostra view positiva sul titolo. Per questo motivo, confermiamo la nostra raccomandazione: **Target Price € 15,80, Rating BUY e Risk MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	96,81	105,64	114,00	132,00	150,00
Other revenues	3,03	6,13	6,00	6,00	6,00
Value of Production	99,85	111,77	120,00	138,00	156,00
COGS	0,69	1,71	2,15	2,50	2,80
Services	22,97	23,46	26,35	30,00	33,70
Use of assets owned by others	3,03	4,38	4,80	5,50	6,10
Employees	64,96	71,33	74,80	85,70	96,50
Other operating costs	0,98	0,96	1,10	1,20	1,30
EBITDA	7,23	9,93	10,80	13,10	15,60
<i>EBITDA Margin</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,0%</i>
Extraordinary items	0,00	(1,42)	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adj.	7,23	8,51	10,80	13,10	15,60
<i>EBITDA Margin Adj.</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,0%</i>
D&A	4,37	3,96	3,70	3,50	3,15
EBIT	2,86	4,55	7,10	9,60	12,45
EBIT Margin	2,9%	4,1%	5,9%	7,0%	8,0%
Financial management	(1,45)	(1,96)	(1,80)	(1,70)	(1,60)
EBT	1,41	2,59	5,30	7,90	10,85
Taxes	1,15	1,60	2,50	3,70	5,10
Net Income	0,25	0,99	2,80	4,20	5,75
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)					
	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	21,46	21,34	20,10	18,50	16,90
Account receivable	33,54	25,17	39,00	45,10	51,20
Inventory	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	9,25	7,52	10,50	12,00	13,30
Operating Working Capital	24,30	17,64	28,50	33,10	37,90
Other receivable	8,29	8,16	9,00	10,20	12,60
Other payable	33,00	31,52	35,40	37,50	39,50
Net Working Capital	(0,42)	(5,71)	2,10	5,80	11,00
Severance & other provisions	2,83	2,20	2,40	2,70	3,00
NET INVESTED CAPITAL	18,22	13,43	19,80	21,60	24,90
Share capital	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Reserves	14,80	17,91	19,05	21,85	26,05
Net Income	0,25	1,14	2,80	4,20	5,75
Equity	15,35	19,35	22,15	26,35	32,10
Cash & cash equivalents	19,55	20,12	15,30	16,45	17,70
Short term financial debt	12,99	6,94	6,20	5,50	4,80
M/L term financial debt	9,43	7,26	6,75	6,20	5,70
Net Financial Position	2,87	(5,93)	(2,35)	(4,75)	(7,20)
SOURCES	18,22	13,43	19,80	21,60	24,90

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	2,86	4,55	7,10	9,60	12,45
Taxes	1,15	1,60	2,50	3,70	5,10
NOPAT	1,71	2,95	4,60	5,90	7,35
D&A	4,37	3,96	3,70	3,50	3,15
Change in NWC	(0,40)	5,29	(7,81)	(3,70)	(5,20)
<i>Change in receivable</i>	<i>(1,35)</i>	<i>8,38</i>	<i>(13,83)</i>	<i>(6,10)</i>	<i>(6,10)</i>
<i>Change in inventory</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>Change in payable</i>	<i>(0,20)</i>	<i>(1,72)</i>	<i>2,98</i>	<i>1,50</i>	<i>1,30</i>
<i>Change in others</i>	<i>1,15</i>	<i>(1,36)</i>	<i>3,04</i>	<i>0,90</i>	<i>(0,40)</i>
Change in provisions	0,72	(0,63)	0,20	0,30	0,30
OPERATING CASH FLOW	6,40	11,57	0,69	6,00	5,60
Capex	(4,26)	(3,83)	(2,46)	(1,90)	(1,55)
FREE CASH FLOW	2,14	7,74	(1,77)	4,10	4,05
Financial management	(1,45)	(1,96)	(1,80)	(1,70)	(1,60)
Change in Financial debt	(4,15)	(8,23)	(1,25)	(1,25)	(1,20)
Change in equity	0,35	3,01	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(3,12)	0,57	(4,82)	1,15	1,25

Source: Spindox and Integrae SIM estimates

Data as of last Equity Research document (Update) of 22/04/2025

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessia Di Florio are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
22/04/2025	9,10	Buy	15,80	Medium	Update
11/03/2025	10,20	Buy	15,80	Medium	Breaking News
02/12/2024	10,80	Buy	15,80	Medium	Breaking News
11/10/2024	10,15	Buy	15,80	Medium	Update
02/08/2024	10,00	Buy	15,80	Medium	Breaking News

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). 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 Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside >= 7.5%	Upside >= 10%	Upside >= 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside <= -5%	Upside <= -5%	Upside <= 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Spindox SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Spindox SpA;

Production Date: 29/05/2025 h. 10:00 pm

Publication Date: 29/05/2025 h 12:00 pm