

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

iVision Tech

Euronext Growth Milan | Eyewear | Italy

Produzione 16/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 17/10/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 3,60

prev. €3,90



Risk

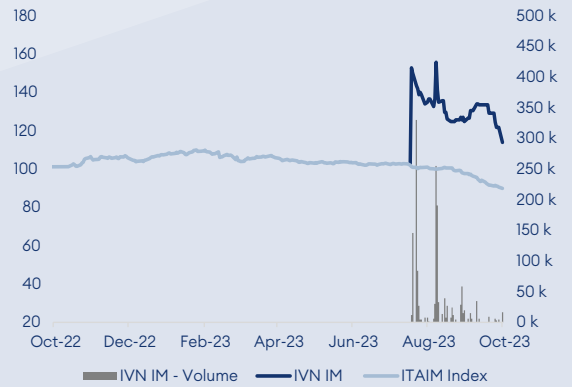
Medium

Upside potential

174,7%

Key Financials (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	7,90	11,30	16,80	21,10
VoP	10,58	13,10	18,10	22,15
EBITDA Adj.	0,66	1,85	3,35	4,60
EBIT	0,30	1,05	1,45	2,40
Net Profit	0,28	0,70	1,10	1,75
EBITDA margin	6,3%	14,1%	18,5%	20,8%
EBIT margin	2,8%	8,0%	8,0%	10,8%
Net Profit margin	2,7%	5,3%	6,1%	7,9%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,31
Target price	€ 3,60
Upside/(Downside) potential	174,7%
Ticker	IVN IM
Market Cap (€/mln)	€ 9,09
EV (€/mln)	€ 11,89
Free Float	25,06%
Share Outstanding	6.938.500
52-week high	€ 2,17
52-week low	€ 1,15
Average daily volumes (3 months)	22.750

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Elia Stringa | alessandro.stringa@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-8,71%	n/a	n/a	n/a
to FTSE Italia Growth	-0,84%	n/a	n/a	n/a
to Euronext STAR Milan	-3,49%	n/a	n/a	n/a
to FTSE All-Share	-6,62%	n/a	n/a	n/a
to EUROSTOXX	-5,33%	n/a	n/a	n/a
to MSCI World Index	-6,11%	n/a	n/a	n/a

Main Ratios	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	17,9 x	6,4 x	3,5 x	2,6 x
EV/EBIT	39,9 x	11,3 x	8,2 x	5,0 x
P/E	32,2 x	13,0 x	8,3 x	5,2 x

1H23A Results

Al termine del primo semestre del 2023, il valore della produzione si attesta pari a € 4,92 mln, in aumento del 2,0% rispetto al risultato del primo semestre dell'esercizio precedente pari a € 4,83 mln. L'EBITDA *Adj.*, registra un valore pari a € 0,64 mln, segnando un miglioramento rispetto al dato dell'1H22A, negativo per € -0,04 mln. L'EBITDA *Adj. Margin*, passa dal valore negativo di -0,8% dell'1H22A, all'attuale 13,1%. 'EBIT, al termine del periodo oggetto di analisi, si attesta pari a € 0,33 mln a fronte del dato del 1H22A, negativo per € -0,21 mln. Positivo anche il Net Income, che si attesta pari a € 0,14 mln, a fronte di una perdita di € 0,17 mln dell'1H22A. La NFP al 30 giugno 2023 risulta pari a € 3,55 mln, segnando un leggero peggioramento rispetto al valore pro-forma del FY22A, pari a € 3,02 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H23A, modifichiamo leggermente le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore della produzione per il FY23E pari a € 13,10 mln ed un EBITDA *Adj.* pari a € 1,85 mln, corrispondente ad una marginalità del 14,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 27,20 mln (CAGR 23E-26E: 26,6%) nel FY26E, con EBITDA *Adj.* pari a € 6,10 mln (corrispondente ad una marginalità del 22,4%), in crescita rispetto a € 0,66 mln del FY22A (pari ad un EBITDA *Adj. Margin* del 6,3%.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di iVision Tech sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il *DCF method* (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 31,1 mln. L'*equity value* di iVision Tech utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 18,8 mln (incluso un *discount* pari al 25,0%). Ne risulta un *equity value* medio pari a € 25,00 mln. **Il target price è di € 3,60, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	2,33	7,90	11,30	16,80	21,10	26,00
Other Revenues	3,19	2,69	1,80	1,30	1,05	1,20
Value of Production	5,52	10,58	13,10	18,10	22,15	27,20
COGS	0,24	2,12	1,55	3,15	4,35	6,05
Services	0,91	2,88	4,00	5,50	6,15	6,50
Use of Asset owned by others	0,13	0,17	0,35	0,40	0,40	0,45
Employees	3,34	4,02	4,55	5,70	6,65	8,10
Other operating costs	0,02	0,03	0,10	0,00	0,00	0,00
EBITDA	0,88	1,36	2,55	3,35	4,60	6,10
EBITDA Margin	15,9%	12,9%	19,5%	18,5%	20,8%	22,4%
Extraordinary items	2,15	0,70	0,70	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adj.	(1,27)	0,66	1,85	3,35	4,60	6,10
EBITDA Margin Adj.	-23,0%	6,3%	14,1%	18,5%	20,8%	22,4%
D&A	0,88	1,06	1,50	1,90	2,20	2,20
EBIT	(0,00)	0,30	1,05	1,45	2,40	3,90
EBIT Margin	0,0%	2,8%	8,0%	8,0%	10,8%	14,3%
Financial Management	(0,01)	(0,09)	(0,20)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
EBT	(0,01)	0,21	0,85	1,30	2,30	3,80
Taxes	(0,09)	(0,07)	0,15	0,20	0,55	1,05
Net Income	0,08	0,28	0,70	1,10	1,75	2,75

BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	7,65	8,32	9,25	9,00	7,75	6,70
Account receivable	0,77	1,14	2,50	2,60	3,10	3,80
Inventories	2,47	2,99	3,80	4,30	4,75	4,95
Account payable	1,17	1,58	2,70	2,85	1,95	2,20
Operating Working Capital	2,07	2,55	3,60	4,05	5,90	6,55
Other receivable	0,43	0,83	0,30	0,05	0,05	0,05
Other payable	1,45	1,22	1,05	1,10	1,55	1,80
Net Working Capital	1,05	2,16	2,85	3,00	4,40	4,80
Severance Indemnities & Other Provisions	4,08	2,97	2,10	1,85	1,60	1,40
NET INVESTED CAPITAL	4,61	7,50	10,00	10,15	10,55	10,10
Share Capital	0,40	1,30	1,73	1,73	1,73	1,73
Reserves	2,82	2,90	4,76	5,46	6,56	8,31
Net Income	0,08	0,28	0,70	1,10	1,75	2,75
Equity	3,30	4,48	7,20	8,30	10,05	12,80
Cash & Cash Equivalent	0,21	0,75	2,50	2,35	2,95	5,35
Short Term Financial Debt	0,41	0,87	0,90	0,70	0,50	0,30
M/L Term Financial Debt	1,11	2,90	4,40	3,50	2,95	2,35
Net Financial Position	1,31	3,02	2,80	1,85	0,50	(2,70)
SOURCES	4,61	7,50	10,00	10,15	10,55	10,10

CASH FLOW (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	0,30	1,05	1,45	2,40	3,90
Taxes	(0,07)	0,15	0,20	0,55	1,05
NOPAT	0,37	0,90	1,25	1,85	2,85
D&A	1,06	1,50	1,90	2,20	2,20
Change in receivable	(0,37)	(1,36)	(0,10)	(0,50)	(0,70)
Change in inventories	(0,52)	(0,81)	(0,50)	(0,45)	(0,20)
Change in payable	0,41	1,12	0,15	(0,90)	0,25
Change in others	(0,63)	0,36	0,30	0,45	0,25
<i>Change in NWC</i>	<i>(1,11)</i>	<i>(0,69)</i>	<i>(0,15)</i>	<i>(1,40)</i>	<i>(0,40)</i>
Change in provisions	(1,11)	(0,87)	(0,25)	(0,25)	(0,20)
OPERATING CASH FLOW	(0,78)	0,83	2,75	2,40	4,45
Capex	(1,74)	(2,43)	(1,65)	(0,95)	(1,15)
FREE CASH FLOW	(2,52)	(1,60)	1,10	1,45	3,30
Financial Management	(0,09)	(0,20)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Change in Debt to Bank	2,25	1,52	(1,10)	(0,75)	(0,80)
Change in Equity	0,90	2,02	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,54	1,75	(0,15)	0,60	2,40

Source: iVision Tech and Integrae SIM estimates

*Pro-forma data

Company Overview

iVision Tech SpA è una società italiana attiva nel settore dell'occhialeria B2B, con sede amministrativa, operativa e commerciale a Martignacco (UD) e sede legale a Milano (MI). La Società opera attraverso un processo produttivo altamente integrato, svolgendo internamente ogni fase della filiera produttiva dalla progettazione del disegno alla consegna al cliente, con una *value proposition* unica che risiede, nella capacità di combinare un *know-how* artigianale con un elevato grado di automazione e monitoraggio dei processi.

Nello svolgimento del proprio business, la Società opera attraverso due divisioni: iVision Eyewear, attiva nelle fasi di design, sviluppo prototipi, industrializzazione e *mass production*, e iVision R&D, specializzata nella ricerca e sviluppo per quanto concerne le innovazioni di prodotto e di processo che intessano il mercato dell'occhialeria.

iVision Tech rivolge il suo business a servizio di una clientela B2B, che, tipicamente, si sostanzia in *brand* di fascia *luxury* o *premium*, per i quali la Società è in grado di gestire commesse in due modalità alternative: in conto pieno, occupandosi, quindi, della realizzazione completa dell'occhiale e integrando anche la fase di design; e in conto lavoro, realizzando un prodotto per il quale la Società riceve i progetti e le materie prime dal cliente.

1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	Value of Production	EBITDA Adj.	EBITDA % Adj.	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	4,92	0,64	13,1%	0,33	0,14	3,55
1H22A	4,83	(0,04)	-0,8%	(0,21)	(0,17)	3,02*
Change	2,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

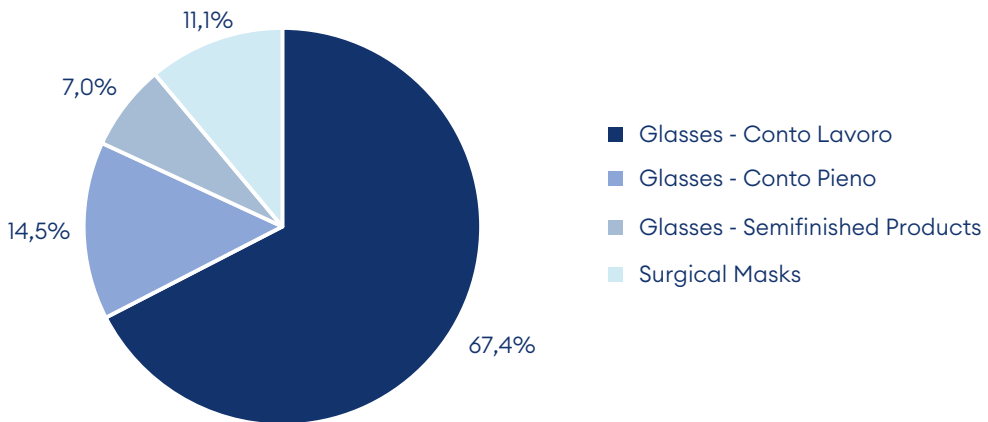
*NFP as of 31/12/2022 Pro-forma data

Tramite comunicato stampa, Stefano Fulchir, Amministratore Delegato di iVision Tech, commentando i risultati semestrali, ha dichiarato: *“Siamo molto soddisfatti dei risultati del primo semestre che testimoniano una solida crescita che, in prospettiva, vedendo anche l’inizio del secondo semestre, ci vede positivi e fiduciosi verso la chiusura dell’esercizio. Produzione, ricerca e innovazione continueranno a essere i nostri asset primari, a cui abbiamo iniziato ad aggiungere anche le acquisizioni. La recente operazione con cui abbiamo rilevato i marchi Henry Jullien e Henry Jullien Manufacture consolida il nostro posizionamento strategico nei territori emblema dell’occhialeria famosa nel mondo e ci dà nuovo impulso anche nell’ambito dei prodotti finiti”.*

Al 30 giugno 2023, il valore della produzione si attesta pari a € 4,92 mln, in aumento del 2,0% rispetto al risultato del primo semestre dell’esercizio precedente pari a € 4,83 mln. Tale variazione positiva testimonia l’efficacia delle strategie commerciali della Società, nonché la crescita organica del *core business* dell’occhialeria. Risulta infatti evidente che la Società stia progredendo nello sviluppo del business dell’occhialeria, coerentemente con quanto dichiarato in sede di IPO, dal momento che, ad oggi, tale business concorre alla generazione di ricavi per € 3,93 mln, pari all’88,9% del fatturato complessivo (nell’1H22A componeva circa il 76,9% dei ricavi). Inoltre, si segnala che l’incremento del fatturato che ha coinvolto il semestre è ascrivibile ad una significativa crescita delle quantità vendute, che sono passate da circa 170.000 pezzi nell’1H22A, a oltre 300.000 pezzi nell’1H23A, grazie agli sforzi commerciali sostenuti.

Analizzando nel dettaglio il fatturato, si evidenzia che il 67,4% del totale, proviene dal Conto Lavoro, che include la prototipazione, l’ingegnerizzazione e l’industrializzazione del prodotto. Seguono, il Conto Pieno, ovvero i prodotti per cui la Società svolge la lavorazione completa dell’occhiale, con il 14,5% dei ricavi, i Semifiniti, che hanno generato il 7,0% del fatturato e infine le vendite di mascherine che sono responsabili dell’11,1% del totale.

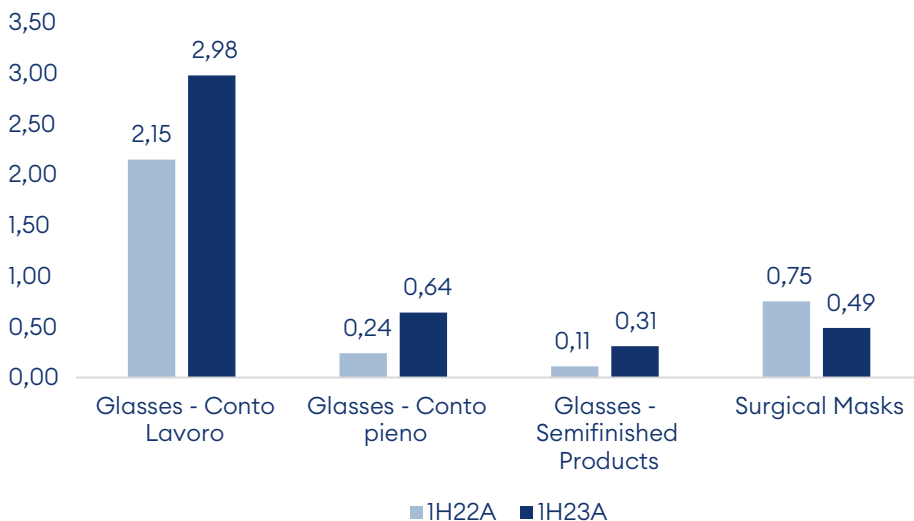
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: iVision Tech

Rispetto all'1H22A, i ricavi provenienti dalla vendita di occhiali hanno subito un notevole incremento. In particolare, i ricavi del Conto Lavoro sono pari a € 2,98 mln, al termine del periodo analizzato, e aumentano del 38,6% rispetto all'1H22A (€ 2,15 mln). Il fatturato del Conto Pieno è pari a € 0,64 mln, segnando un notevole incremento del 166,7% rispetto al dato dell'1H22A, pari a € 0,24 mln. Lo stesso trend positivo si evidenzia nei Semifiniti, che presentano ricavi pari a € 0,31 mln, in crescita del 181,8% rispetto agli € 0,11 mln dell'1H22A. Infine, il fatturato delle mascherine si attesta a € 0,49 mln, in riduzione del 34,7% rispetto al dato dell'1H22A, pari a € 0,75 mln a testimonianza di come il business delle mascherine abbia un'incidenza sempre più marginale, data anche la minore diffusione della pandemia Covid-19.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT 1H22A VS 1H23A



Source: iVision Tech

L'EBITDA *Adj.*, registra un valore pari a € 0,64 mln, segnando un miglioramento rispetto al dato del 1H22A, negativo per € -0,04 mln. L'EBITDA Margin (calcolato sul Valore della Produzione), passa dal valore negativo di -0,8% del 1H22A, all'attuale 13,1%. La crescita è dovuta alla maggiore efficienza produttiva generata dalle economie di scala, rese possibili dall'incremento dei volumi e alla migliore marginalità della linea di business degli occhiali rispetto alle mascherine.

Aggiungendo ammortamenti per € 0,66 mln, l'EBIT, al termine del periodo oggetto di analisi, si attesta pari a € 0,33 mln a fronte del dato del 1H22A, negativo per € -0,21 mln. Positivo anche il Net Income, che si attesta pari a € 0,14 mln, a fronte di una perdita di € 0,17 mln dell'1H22A.

La NFP al 30 giugno 2023 risulta pari a € 3,55 mln, segnando un leggero peggioramento rispetto al valore pro forma di fine esercizio del 2022, pari a € 3,02 mln. Il cambiamento, è imputabile all'accensione di un nuovo finanziamento per € 1,70 mln con l'Istituto di credito Banca Progetto SpA, nella forma di mutuo chirografario con durata 72 mesi e a tasso variabile, finalizzato a sostenere gli investimenti per supportare la crescita.

Il Patrimonio Netto della Società passa da € 3,98 mln nel FY22A a € 4,62 mln del 1H23A, variazione dovuto principalmente all'aumento di capitale di € 0,50 mln destinato all'acquisto del marchio "IVISION".

In conclusione, si segnala che la Società in data 28 settembre 2023 ha comunicato di aver costituito iVision Tech France SAS con un capitale sociale di € 0,50 mln. Tale società, interamente controllata da iVision Tech, verrà utilizzata come veicolo nell'ambito dell'acquisizione del ramo d'azienda di Maison Henry Jullien SAS, comunicata al mercato in data 22 e 25 settembre 2023, per facilitare lo sviluppo internazionale della controllante.

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Value of Production				
New	13,1	18,1	22,2	27,2
Old	14,6	18,1	22,2	27,2
Change	-10,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA Adj.				
New	1,9	3,4	4,6	6,1
Old	2,3	3,4	4,6	6,1
Change	-17,8%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA % Adj.				
New	14,1%	18,5%	20,8%	22,4%
Old	15,4%	18,5%	20,8%	22,4%
Change	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT				
New	1,1	1,5	2,4	3,9
Old	1,5	1,5	2,4	3,9
Change	-27,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income				
New	0,7	1,1	1,8	2,8
Old	1,3	1,1	1,8	2,8
Change	-46,2%	0,0%	0,0%	0,0%
NFP				
New	2,8	1,9	0,5	(2,7)
Old	2,20	1,25	(0,10)	(3,30)
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

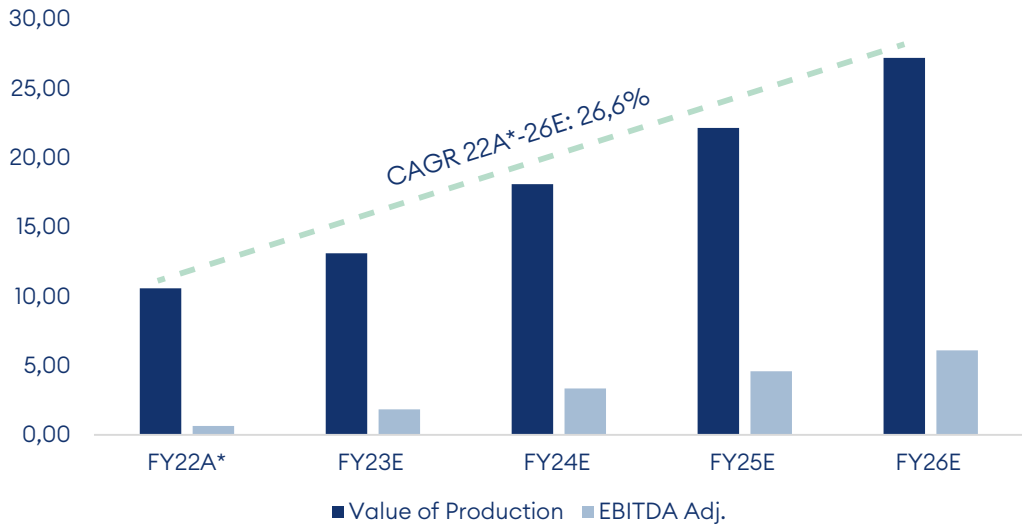
Source: *Integrae SIM*

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

In particolare, stimiamo un valore della produzione per il FY23E pari a € 13,10 mln ed un EBITDA Adjusted pari a € 1,85 mln, corrispondente ad una marginalità del 14,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 27,20 mln (CAGR 22A-26E: 26,6%) nel FY26E, con EBITDA Adjusted pari a € 6,10 mln (corrispondente ad una marginalità del 22,4%), in crescita rispetto agli € 0,66 mln del FY22A pro forma (corrispondente ad un EBITDA Adjusted *margin* del 6,3%).

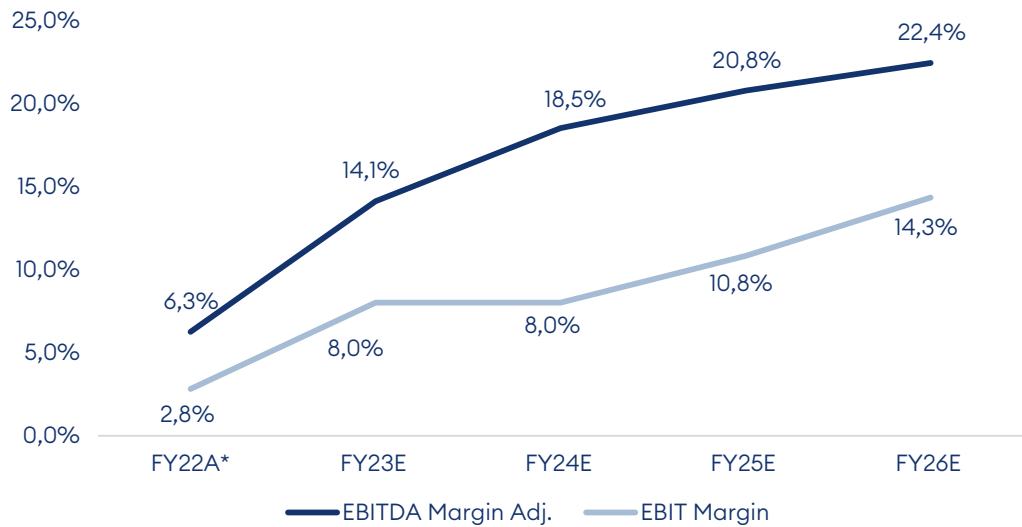
Infine, stimiamo una NFP per il FY26E pari a € 2,70 mln *cash positive*, in miglioramento rispetto ai € 3,02 mln di debito del FY22A grazie principalmente ai flussi di cassa positivi generati dal ritorno sugli investimenti effettuati.

CHART 3 – VOP AND EBITDA ADJUSTED FY22A*-26E



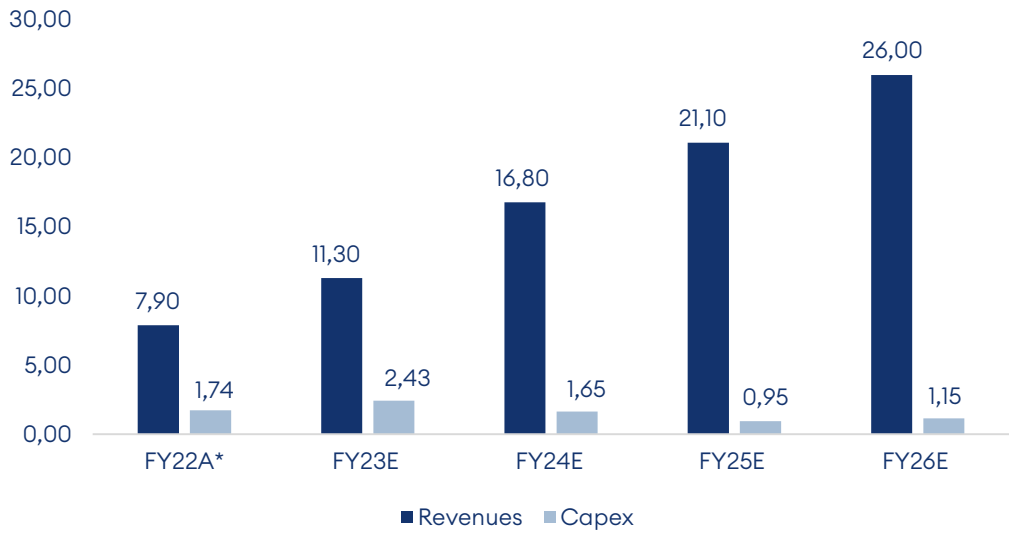
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A*-26E



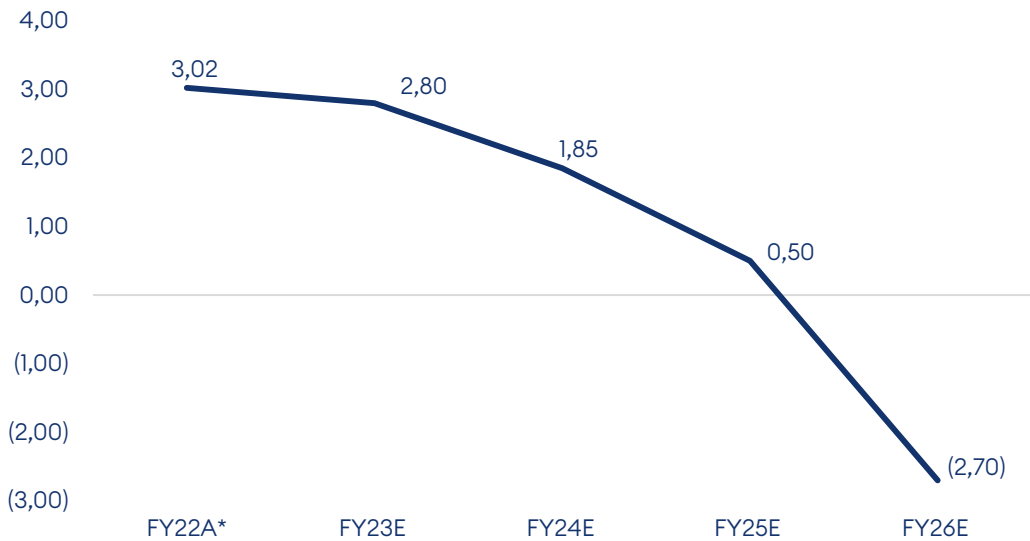
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A*-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A*-26E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			8,99%
D/E 66,7%	Risk Free Rate 3,6%	β Adjusted 0,9	α (Specific Risk) 2,5%
Kd 3,5%	Market Premium 8,3%	β Relevered 1,3	Ke 13,3%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,99%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	2,7	8%
TV actualized DCF	31,2	92%
Enterprise Value	33,9	100%
NFP (FY23E)	2,8	
Equity Value	31,1	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 31,1 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
	2,5%	52,2	46,7	42,2	38,3	35,0	32,1	29,6
	2,0%	47,5	42,8	38,9	35,6	32,7	30,1	27,9
	1,5%	43,5	39,5	36,1	33,2	30,6	28,3	26,3
	1,0%	40,2	36,7	33,7	31,1	28,8	26,7	24,9
	0,5%	37,3	34,3	31,6	29,3	27,2	25,3	23,7
	0,0%	34,8	32,1	29,7	27,6	25,7	24,0	22,5
	-0,5%	32,6	30,2	28,1	26,2	24,4	22,9	21,5

Source: Integrae SIM

Market multiples

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

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Safilo Group S.p.A.	4,5x	4,1x	3,7x	13,0x	7,5x	6,0x	20,6x	11,8x	9,2x
EssilorLuxottica	12,8x	11,7x	10,9x	19,4x	17,5x	16,1x	24,0x	21,7x	19,5x
Fielmann AG	9,6x	8,8x	8,1x	19,1x	16,2x	13,8x	25,2x	21,6x	18,6x
JINS HOLDINGS Inc.	9,9x	8,3x	8,3x	16,0x	11,0x	10,1x	26,9x	18,6x	16,2x
The Cooper Companies Inc.	18,2x	16,7x	15,1x	22,3x	20,4x	18,2x	25,8x	23,2x	20,6x
Peer median	9,9x	8,8x	8,3x	19,1x	16,2x	13,8x	25,2x	21,6x	18,6x

Source: *Infincials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	18,4	29,5	38,0
EV/EBIT	20,0	23,5	33,1
P/E	17,6	23,8	32,6
Equity Value			
EV/EBITDA	15,5	27,6	37,5
EV/EBIT	17,2	21,6	32,6
P/E	17,6	23,8	32,6
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	11,7	20,7	28,2
EV/EBIT	12,9	16,2	24,4
P/E	13,2	17,8	24,5
Average	12,6	18,3	25,7

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di iVision Tech, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a circa € 25,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 18,8 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	25,0
Equity Value DCF (€/mln)	31,1
Equity Value multiples (€/mln)	18,8
Target Price (€)	3,60

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 25,0 mln. **Il target price è quindi di € 3,60 (prev. €3,90). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	41,9x	15,0x	8,3x	6,0x
EV/EBIT	93,2x	26,4x	19,2x	11,6x
P/E	88,4x	35,7x	22,7x	14,3x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	17,9 x	6,4 x	3,5 x	2,6 x
EV/EBIT	39,9 x	11,3 x	8,2 x	5,0 x
P/E	32,2 x	13,0 x	8,3 x	5,2 x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
09/08/2023	1,63	Buy	3,90	Medium	IoC
26/09/2023	1,54	Buy	3,90	Medium	Breaking News

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee

any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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.

At the time of publication of the Update, Integrae SIM owns 1.36% of the Company's share capital, deriving from the activity of specialists.

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 iVision Tech S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by iVision Tech S.p.A.;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.