

Airtime Partecipazioni	<i>Italy</i>	<i>Euronext Growth Paris</i>	<i>TLC & Services</i>
Rating: BUY	Target Price: € 45,30	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-12,50%	-49,60%	-35,38%	N/A
to FTSE Italia Growth	-3,67%	-38,32%	-19,31%	N/A
to Euronext STAR Milan	-1,73%	-34,10%	-7,74%	N/A
to FTSE All-Share	-5,74%	-35,34%	-18,63%	N/A
to EUROSTOXX	-5,08%	-35,15%	-17,13%	N/A
to MSCI World Index	-2,39%	-37,51%	-18,84%	N/A

Stock Data	
Price	€ 37,80
Target price	€ 45,30
Upside/(Downside) potential	19,8%
Bloomberg Code	ALAIR FP EQUITY
Market Cap (€m)	€ 215,46
EV (€m)	€ 233,85
Free Float	11,84%
Share Outstanding	5.700.000
52-week high	€ 85,00
52-week low	€ 10,00
Average Daily Volumes (3m)	40

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	131,8	479,2	494,1	502,2
EBITDA	7,1	12,3	15,9	19,2
EBIT	6,9	9,5	14,7	17,9
Net Profit	3,0	5,3	9,3	11,8
EBITDA margin	5,3%	2,6%	3,2%	3,8%
EBIT margin	5,2%	2,0%	3,0%	3,6%
Net Profit margin	2,2%	1,1%	1,9%	2,3%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	33,2	19,1	14,8	12,2
EV/EBIT (x)	33,9	24,6	15,9	13,1
P/E (x)	72,8	41,0	23,2	18,3

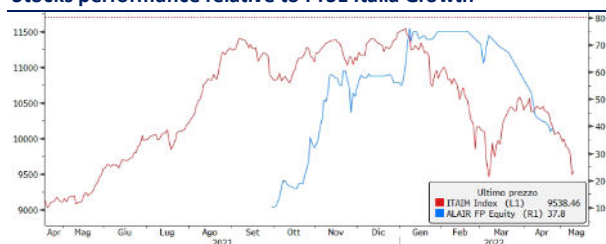
Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo

alessandro.colombo@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Company Overview

Airtime Partecipazioni SpA, fondata nel gennaio 2017 da Heritage Ventures, è un Gruppo attivo nel settore delle Tecnologie nel settore delle telecomunicazioni e servizi alle imprese. Il Gruppo Airtime sta intraprendendo un processo strategico di sviluppo puntando ad evolversi da società di partecipazioni nel settore delle tecnologie a Tech Company, specializzata nella fornitura di servizi tecnologici evoluti. Il Gruppo nasce come realtà attiva nella vendita di attività di terminazione di servizi elettronici (Voce e Sms) a livello internazionale, ma attraverso il cambio di posizionamento strategico punta ad offrire una customer experience completa attraverso la messa a disposizione di soluzioni innovative su misura ed un'ampia offerta tecnologica in grado di massimizzare le opportunità di cross selling tra i vari servizi.

Market

Airtime, tramite il suo business, opera nel mercato delle Telecomunicazioni. I fondi del PNRR e la situazione pandemica stanno spingendo questo settore per cui nei prossimi quattro anni è prevista una crescita dell'8,8%. È inoltre prevista una crescita del 28%, sempre nei prossimi quattro anni, per il mercato IoT legato alle telecomunicazioni. Il mercato dell'Information & Communications Technology rappresenta l'ulteriore settore di riferimento per Airtime essendo coinvolta nei sistemi integrati di telecomunicazione. Per quanto riguarda le prospettive di crescita, in Italia nel 2021 le spese hanno raggiunto oltre 34 miliardi di euro, in crescita del 4,1% rispetto l'anno precedente. Nel 2023 invece, sono previsti 36,4 miliardi di euro con un tasso annuo di crescita composto (CAGR) pari al 3,47%.

Valuation Update

Data la mancanza di società comparabili, abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Airtime Partecipazioni sulla base della sola metodologia DCF. 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 € 258,2 mln. Il target price è di € 45,30, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Azionariato e Struttura del Gruppo	5
1.4	Corporate Governance	6
1.5	Key People	7
2.	Il Business Model.....	8
2.1	Fornitura di servizi di terminazione voce e sms (Airtime Exchange).....	9
2.2	Servizi Tecnologici Innovativi	9
2.3	Servizi di Contact Center.....	9
2.4	Rebranding e riposizionamento strategico	9
2.5	Clienti	11
3.	Il mercato.....	12
4.	Posizionamento Competitivo	13
5.	Economics & Financials.....	14
5.1	FY21A Results	15
5.2	FY22E – FY25E Estimates	16
6.	Valuation.....	19
6.1	DCF Method	19
7.	Equity Value	21

1. Company Overview

1.1 L'attività

Airtime Partecipazioni SpA («Airtime»), fondata nel gennaio 2017 da Heritage Ventures, è un Gruppo attivo nel settore delle Tecnologie nel settore delle telecomunicazioni e servizi alle imprese. Più precisamente, il Gruppo Airtime, quotato sul mercato Euronext Growth Paris, sta intraprendendo un processo strategico di sviluppo puntando ad evolversi da società di partecipazioni nel settore delle tecnologie a *Tech Company*, specializzata nella fornitura di servizi tecnologici evoluti. Il Gruppo nasce come realtà attiva nella vendita di attività di terminazione di servizi elettronici (Voce e Sms) a livello internazionale, ma attraverso il cambio di posizionamento strategico punta ad offrire una *customer experience* completa attraverso la messa a disposizione di soluzioni innovative su misura ed un'ampia offerta tecnologica in grado di massimizzare le opportunità di cross selling tra i vari servizi. In questo modo, Airtime, intende qualificarsi come ecosistema tecnologico integrato migrando da *Service Voce SMS* a *Customer Experience as a Service*.

Il Rebranding strategico del Gruppo sta avvenendo sia attraverso un processo di crescita inorganica, ossia acquisizione mirata di realtà operanti sul mercato, sia attraverso una crescita organica per linee interne con start-up di nuove linee di business, che permetteranno di beneficiare di sinergie positive.

Inoltre, il passaggio da Airtime a Mexedia garantirà una più efficace capacità comunicativa della nuova strategia aziendale.

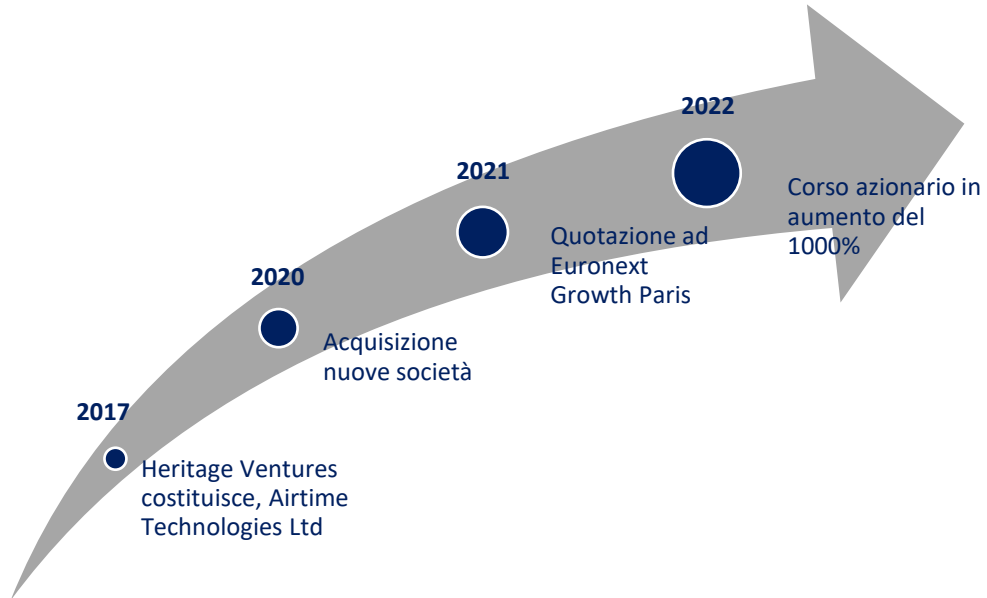
Chart 1 – Strategic rebranding



Source: Airtime Partecipazioni

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



Source: Airtime Partecipazioni

- Nel 2017, Airtime Technologies Ltd viene costituita da Heritage Ventures ottenendo dalla Commissione Irlandese Regolatrice delle Comunicazioni la licenza per le telecomunicazioni;
- Nel 2020, Airtime Technologies U.S.A. Inc. viene acquisita da Airtime Technologies Ltd;
- Il 22 settembre 2021, attraverso *direct listing* Airtime si quota su Euronext Growth Paris. La società decide di quotarsi su piazza francese e non su quella italiana per beneficiare della maggior liquidità che caratterizza il segmento in modo da avere visibilità sul mercato, ottenere un minor costo del funding e godere dell'apprezzamento del titolo;
- Il corso azionario di Airtime, durante il 2022, aumenta del 1000% rispetto al prezzo di quotazione, a conferma del riconoscimento da parte del mercato del valore del Gruppo.

1.3 Azionariato e Struttura del Gruppo

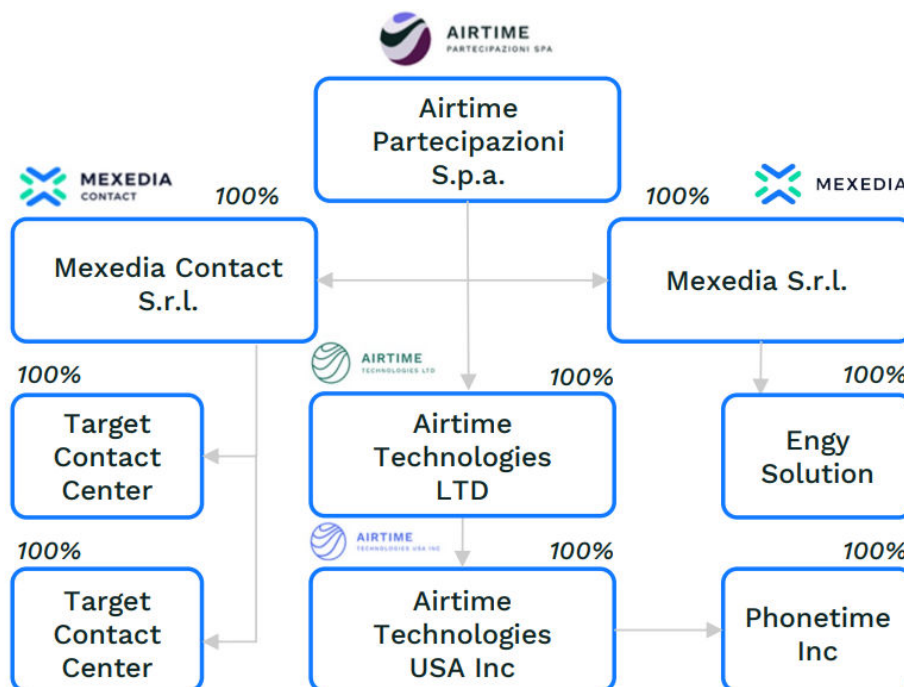
Table 1 - Shareholders

Shareholders	% Shares
Heritage Ventures	77,66%
Floating	11,84%
Employees	8,00%
Opt1mize	2,50%

Source: Airtime Partecipazioni

Airtime Partecipazioni è controllata al 77,66% da Heritage Ventures, una società di investimenti Venture Capital che per prima aveva acquistato Rubelite Investment Ltd, che prenderà poi il nome di Airtime Ireland. Tutti gli altri azionisti sono suddivisi come di seguito: Mercato 11,84%, Dipendenti 8%, Opt1mize 2,50%.

Chart 3 – Group Structure

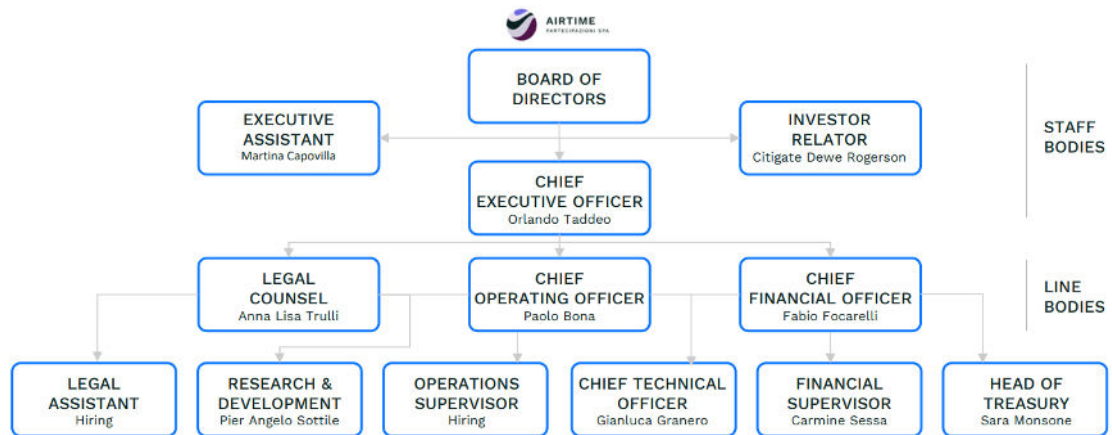


Source: Airtime Partecipazioni

Il Gruppo Airtime Partecipazioni SpA è holding di due controllate: Airtime Technologies LTD, incorporata nella filiale Irlandese, e Airtime Technologies USA INC., con sede negli Stati Uniti. Mexedia S.r.l. sarà la start-up che si occuperà della fornitura di servizi tecnologici anche attraverso la Engy Solutions GmbH. Quest’ultima è una Società tedesca in fase di acquisizione per consolidare la posizione per la fornitura di Voce, SMS, offerta di OTP/2FA. L’altra società in fase di acquisizione è Phonetime Inc., società americana dotata di un ampio portafoglio clienti.

1.4 Corporate Governance

Chart 4 – Organization



Source: Airtime Partecipazioni

Il sistema di Governance del Gruppo è lo strumento fondamentale per assicurare un controllo affidabile su tutte le aree di attività della Società e una gestione efficiente ed efficace che possa creare valore sia per gli azionisti che per tutti gli *stakeholders*. L'assemblea degli azionisti è incaricata di prendere le decisioni cruciali e straordinarie (approvazione del bilancio, nomina degli organi) mentre il CdA e l'Amministratore Delegato, nella persona di Orlando Taddeo, si occupano della gestione aziendale ordinaria.

Airtime è composto da un team formato con elevata specializzazione e competenza in termini di *marketing team*, *management team* e *development team*. Dato il piano di sviluppo in corso di Airtime, l'obiettivo del Gruppo è quello di mettere insieme una struttura con competenze e visione strategica di mercato in modo da massimizzare l'operato.

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 5 membri:

- Orlando Taddeo ricopre il ruolo di Amministratore Delegato;
- Davide De Filippis ricopre il ruolo di Presidente;
- Giuseppe Gallo svolge attività di consulenza;
- Antonio Pisanelli, Amministratore Indipendente;
- Letizia Macrì, Membro del Board.

Il Collegio Sindacale è composto da 3 membri:

- Stefano Bardari è Presidente del Collegio;
- Ulderico Granata;
- Pierfrancesco Argentino.

1.5 Key People

Orlando Taddeo – CEO

Chief Executive Officer di Airtime Partecipazioni e director di Mexedia, Orlando Taddeo vanta innumerevoli esperienze nel settore delle telecomunicazioni sia all'esterno che in Italiana come investitore con Intermatica S.p.a. Inoltre, risulta essere investitore di società che si occupano di servizi e consulenza IT di nome Baasbox e Reload S.p.a.

Gianluca Granero – Chief Technology Officer

Laureato in Ingegneria Informatica, Gianluca Granero, cresce in una famiglia di imprenditori. La sua passione smisurata per i PC e le sue skills, gli permettono di ricoprire numerose posizioni al vertice di realtà aziendali in Italia e all'estero.

Fabio Focarelli – Chief Financial Officer

Il CFO di Airtime Partecipazioni, ha ricoperto il ruolo di Chief Financial Officer e di membro del Consiglio di Amministrazione in diverse realtà aziendali sia all'estero che in Italia. Le sue esperienze riguardano la gestione finanziaria e strategica sia di start-up al di fuori dell'Unione Europea, sia di gruppi con azionariato in Italia ed all'estero.

Paolo Bona – Chief Operating Officer

Specializzato nella gestione di impresa, Paolo Bona vanta esperienze nel settore bancario e finanziario, ricoprendo diverse posizioni apicali tra cui quella di CEO di Dotel Clar SL e di Director di Red Gestioni S.r.l.

2. Il Business Model

L'attività di Airtime si articola in tre business unit (BU) complementari e fortemente sinergiche tra loro, permettendo di ampliare le opportunità di *cross selling* dei servizi offerti. Nello specifico le tre BU sono:

- **Fornitura di servizi di terminazione voce e sms**

La piattaforma «Airtime Exchange» si occupa della fornitura di servizi di terminazione voce e sms nel mercato *wholesale* garantendo un alto livello di sicurezza, pagamento e smobilizzo del credito in tempo reale. L'offerta di questa BU si completa con:

- Numerazioni geografiche;
- Numeri verdi e premium;
- Numerazioni e connettività satellitare;
- Numerazioni mobili (MVNO).

- **Offerta di servizi tecnologici multicanale di nuova generazione**

L'integrazione di tecnologie innovative (intelligenza artificiale, *voice-to-text converter*) e di sistemi *plug & play* consolidati (API, *multichannel software*, *sms delivery*) attraverso acquisizioni strategiche e società di nuova costituzione permetteranno di offrire servizi customizzati. In particolare:

- Campagne marketing multicanale evolute;
- Integrazioni nel Metaverso;
- SMS transazionali (OTP/2FA) e SMS Premium, informativi, pubblicitari;
- Virtual and *vocal assistance*;
- Piattaforme di Parental Control.

- **Servizi integrati con contact center evoluti**

L'offerta integrata dei servizi con contact center è resa possibile attraverso l'acquisizione di due realtà operanti sul mercato ed ad una nuova start-up. L'offerta prevede:

- Fornitura di numerazioni;
- *Teleselling* e *Performance Marketing*;
- *Customer Care*;
- Meta-Center as a service;
- *Turnkey offers*.

2.1 Fornitura di servizi di terminazione voce e sms (Airtime Exchange)

Airtime Exchange, svolta da Airtime Partecipazioni S.p.A., Airtime Technologies LTD, Airtime Usa Inc. e Phonetime Inc., rappresenta un ecosistema tecnologico in grado di accedere a servizi innovativi per transizioni sicure e trading da parte degli operatori Telco.

Gli utenti che partecipano alla piattaforma sono prevalentemente operatori Telco di dimensioni medio-piccole. Attraverso il servizio fornito direttamente da Airtime, il loro obiettivo risiede nella realizzazione, senza alcun rischio di insolvenza del cliente, di una marginalità legata alla rivendita della terminazione telefonica.

Airtime Exchange si occupa principalmente di effettuare pagamenti e smobilizzo di transazioni su piattaforma fintech, *settlement* giornalieri e negoziazioni commerciali.

2.2 Servizi Tecnologici Innovativi

Mexedia S.r.l. ed Engy Solutions GmbH sono le entità che attraverso un sistema di interfaccia *user-friendly* svolgono l'offerta di servizi tecnologici innovativi. Questa Business Unit consiste nella messa a disposizione di piattaforme e sistemi in *cloud* e Api che, attraverso l'intelligenza artificiale e automazioni, permettono la gestione dell'interazione con il cliente. I servizi offerti sono molteplici, vanno dalla soluzione sms API che consente di inviare messaggi dall'infrastruttura aziendale e usare interfacce diverse, all'implementazione di servizi di multi-messaggistica tra clienti ed user, ai sistemi di sicurezza mediante generazione, protezione, crittografia ed archiviazione temporanea di alto standard delle password monouso, dette *One Time Password* (OTP).

Inoltre, la Business Unit si occupa del *parental control*, ossia la gestione dei permessi per la visione e l'accesso a siti e streaming, e del *Virtual Assistance*, assistenza virtuale che permette di realizzare economie di costo.

2.3 Servizi di Contact Center

Airtime attraverso Mexedia Contact S.r.l. svolge l'attività di Contact Center che consiste in attività di *performance marketing*, *teleselling*, e *messaging market*.

Nello specifico l'attività di *teleselling* viene svolta dai *call center* per proporre ai potenziali clienti prodotti o servizi. Il *performance marketing* invece è un servizio di promozione customizzato il cui pagamento è subordinato alla campagna posta in essere. Il servizio che prevede l'invio e la gestione di messaggi promozionali prende il nome di *messaging campaigns*. Metaverse as a Service invece, rappresenta un servizio innovativo per la creazione di attività applicazioni, shop, Contact Center nel Metaverso.

2.4 Rebranding e riposizionamento strategico

Airtime sta vivendo un periodo di transazione attraverso un intervento di rebranding ed un riposizionamento strategico. Per quanto riguarda il rebranding, il Gruppo si presenterà a terzi sotto il nome di Mexedia al posto di Airtime. Il riposizionamento strategico invece, prevede la conversione della società in *Tech Company* in grado di offrire un sistema di soluzioni tecnologiche integrate ad alto valore nel settore TLC tra cui *Fintech* e *Adtech*.

Il Gruppo, per portare a termine il processo di transizione, prevede l'acquisizione strategica di determinate società tra cui Engy Solution, Phonetime Inc. e due società Target di contact center.

L'acquisizione di Phonetime Inc. garantirà elevate sinergie sia sotto il profilo operativo che sotto quello commerciale. La modalità di acquisto si basa su un contratto di *loan* formalizzato nel 2021 con la possibilità di convertire il prestito accordato in *equity* attraverso la società Airtime Tech Usa Ltd. L'acquisizione permetterà di consolidare la posizione del Gruppo nel mercato del sud e nord America, oltre che di usufruire delle opportunità di *cross selling* dovute alla presenza di Phonetime esclusivamente nel mercato *Voice*.

A marzo 2022 invece, Airtime si è impegnata all'acquisizione totale di Engy Solutions Inc. mediante *cash* ed *equity* sotto forma di capitale azionario di Airtime Partecipazioni. Il Gruppo con l'acquisto di Engy Solutions Inc. beneficerà della piattaforma *Messaging* di cui la società è proprietaria e di quote di mercato in Europa continentale.

Una volta portato a termine il rebranding ed il posizionamento strategico, l'offerta prospettiva della futura Mexedia prevederà:

- Campagne Promozionali;
- SMS Transazionali;
- Sistemi di Customer Assistance;
- Parental Control;
- Numerazioni e Sol. Satellitari;
- Numeri verdi, premium e numerazioni geografiche, numerazioni di rete mobile.

2.5 Clienti

I clienti del Gruppo, sono riconducibili a tre principali categorie:

Chart 5 – Airtime’s clients

Clienti Tier-1 del wholesale telefonico						
Clienti servizio di call center						
Clienti per potenziale cross selling						

Source: Airtime Partecipazioni

In particolare i principali clienti di Airtime nella vendita del traffico sono:

- Orange: principale partner per la rivendita in tempo reale di terminazioni Voce ed SMS nel mercato retail e *wholesale*;
- Sparkle: principale fruitore del servizio di funding della società e fornitore strategico di servizi Voce ed SMS;
- Comores Telecom: fornitore per rivendere terminazione voce diretta;
- Ooredoo: partner rilevante nella rivendita di terminazione Voce ed SMS in tempo reale a clienti retail e *wholesale*;
- Zain: partner strategico fornendo accesso alla terminazione Voce ed SMS;
- Tofane: partner chiave a livello strategico per la clientela retail.

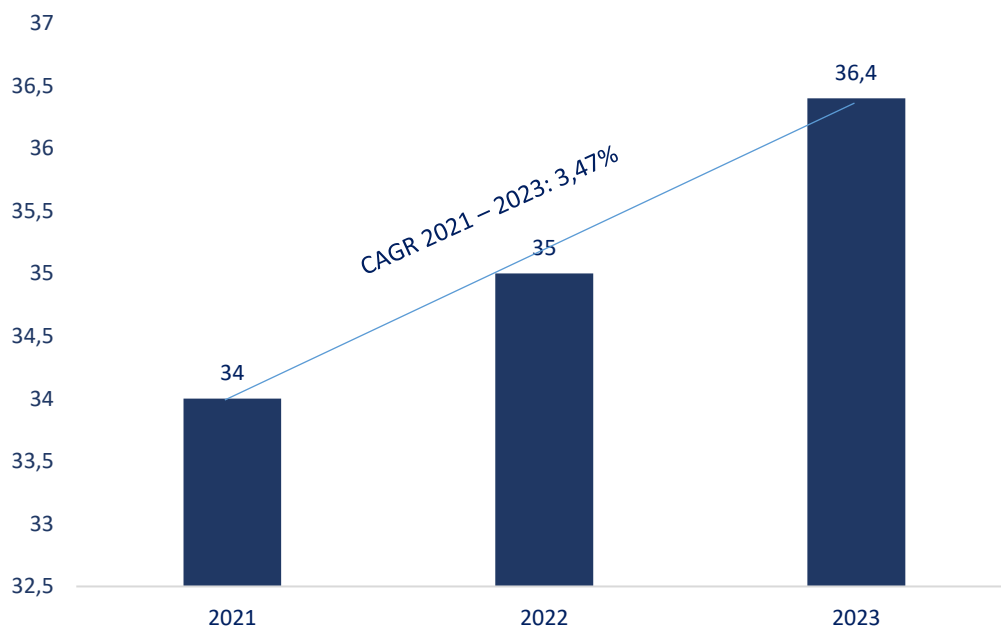
3. Il mercato

Airtime, tramite il suo business, opera nel mercato delle Telecomunicazioni. Oltre i tradizionali servizi legati alla connettività, data l'attuale integrazione con il mercato *Internet of Things* (IoT), il mercato delle telecomunicazioni si sta allargando al mercato dei servizi digitali e IT. I fondi del PNRR e la situazione pandemica stanno spingendo questo settore per cui nei prossimi quattro anni è prevista una crescita dell'8,8%. È inoltre prevista una crescita del 28%, sempre nei prossimi quattro anni, per il mercato IoT legato alle telecomunicazioni.

Sempre per quanto riguarda il mercato IoT, nel 2021 Ericsson stima che 11,5 miliardi di apparecchi tradizionali e 30,2 miliardi di oggetti IoT saranno interconnessi tra loro.

Il mercato dell'*Information & Communications Technology* rappresenta l'ulteriore settore di riferimento per Airtime essendo coinvolta nei sistemi integrati di telecomunicazione. Per quanto riguarda le prospettive di crescita, in Italia nel 2021 le spese hanno raggiunto oltre 34 miliardi di euro, in crescita del 4,1% rispetto l'anno precedente. Nel 2023 invece, sono previsti 36,4 miliardi di euro con un tasso annuo di crescita composto (CAGR) pari al 3,47%.

Chart 6 – ICT Market



Source: Airtime Partecipazioni

4. Posizionamento Competitivo

Il gruppo opera in uno scenario di mercato, quello del settore delle telecomunicazioni, altamente competitivo, caratterizzato dalla presenza di molteplici operatori di servizi di terminazione elettronica delle telecomunicazioni, a livello nazionale e internazionale. Nel contesto attuale però, va specificato che la concorrenza nel mercato di riferimento è in fase di evoluzione e sempre più spesso si assiste a situazioni di partnership e collaborazioni tra operatori di rete, media, società di contenuti e fornitori di servizi di telecomunicazione al dettaglio.

Una caratteristica che contraddistingue la Società è rappresentata dalla sua proattività. Non a caso, l'obiettivo che si pone Airtime è quello di cogliere le opportunità del mercato *tech* oltre che determinare i cambiamenti cruciali che avverranno nel mercato.

Il vantaggio competitivo che contraddistingue la Società dai suoi competitor è dato dal suo *know-how* innovativo. Airtime, come Tech Company, dispone di piattaforme e software sia mediante acquisto di licenza, come nel caso di Airtime Exchange, sia mediante acquisizione diretta della società detentore dei diritti di utilizzo, come per la piattaforma Phonetime Inc.

Fondamentalmente, a differenza dei propri *competitor* di settore, il vantaggio competitivo di Airtime è veicolato attraverso due canali:

- *Customization*: il Gruppo propone un offerta del tutto customizzabile;
- Ampiezza dei servizi offerti: il Gruppo offre uno spettro di servizi molto più ampio.

Va inoltre evidenziato che il Gruppo ha sviluppato un'elevata specializzazione in strumenti innovativi che semplificano l'interazione tra gli utenti finali e le aziende, ossia intelligenza artificiale e *virtual reality* sul Metaverso.

5. Economics & Financials

Table 2 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues Network	134,08	131,80	478,80	493,70	501,80	514,65
Other Revenues	0,00	0,01	0,35	0,35	0,40	0,40
Value of Production	134,08	131,81	479,15	494,05	502,20	515,05
COGS	0,00	0,04	0,10	0,15	0,15	0,15
Services	125,21	119,89	455,10	463,85	467,95	478,90
Assets owned by others	0,00	0,09	0,45	0,50	0,50	0,50
Employees	0,09	0,49	7,20	9,40	10,10	10,35
Other Operating Expenses	3,45	4,24	4,05	4,30	4,35	4,40
EBITDA	5,32	7,05	12,25	15,85	19,15	20,75
<i>EBITDA Margin</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,3%</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,8%</i>	<i>4,0%</i>
D&A	0,09	0,16	2,75	1,15	1,25	1,15
EBIT	5,23	6,89	9,50	14,70	17,90	19,60
<i>EBIT Margin</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,8%</i>
Financial Management	(0,32)	(3,45)	(2,30)	(1,90)	(1,60)	(1,40)
EBT	4,92	3,44	7,20	12,80	16,30	18,20
Taxes	0,97	0,48	1,95	3,50	4,50	5,05
Net Income	3,95	2,96	5,25	9,30	11,80	13,15
BALANCE SHEET (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	2,42	55,08	66,13	68,90	70,10	70,85
Account receivable	23,16	15,98	62,30	63,60	63,25	63,45
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	10,61	2,73	42,15	43,60	45,30	46,35
Operating Working Capital	12,54	13,25	20,15	20,00	17,95	17,10
Other receivable	1,15	8,47	3,85	2,25	2,35	2,35
Other payable	2,43	0,41	1,90	1,80	2,20	2,65
Net Working Capital	11,26	21,32	22,10	20,45	18,10	16,80
Severance Indemnities & Other Provisions	0,00	0,01	0,25	0,30	0,30	0,35
NET INVESTED CAPITAL	13,67	76,39	87,98	89,05	87,90	87,30
Share Capital	0,01	57,00	58,25	58,60	59,00	59,50
Reserves	2,12	(1,97)	(1,65)	0,10	0,15	0,15
Net Income	3,95	2,96	5,25	9,30	11,80	13,15
Equity	6,08	57,99	61,85	68,00	70,95	72,80
Cash & Cash Equivalent	4,46	5,63	6,17	7,65	6,95	7,30
Short Term Debt to Bank	12,06	24,02	22,30	19,85	16,50	15,95
M/L Term Debt to Bank	0,00	0,00	10,00	8,85	7,40	5,85
Net Financial Position	7,60	18,39	26,13	21,05	16,95	14,50
SOURCES	13,67	76,39	87,98	89,05	87,90	87,30
CASH FLOW (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT		6,89	9,50	14,70	17,90	19,60
Taxes		0,48	1,95	3,50	4,50	5,05
NOPAT		6,41	7,55	11,20	13,40	14,55
D&A		0,16	2,75	1,15	1,25	1,15
Change in receivable		7,18	(46,32)	(1,30)	0,35	(0,20)
Change in inventories		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable		(7,89)	39,42	1,45	1,70	1,05
Change in others		(9,36)	6,12	1,50	0,30	0,45
<i>Change in NWC</i>		<i>(10,06)</i>	<i>(0,78)</i>	<i>1,65</i>	<i>2,35</i>	<i>1,30</i>
Change in provisions		0,01	0,24	0,05	0,00	0,05
OPERATING CASH FLOW		(3,48)	9,76	14,05	17,00	17,05
Capex		(52,8)	(13,8)	(3,9)	(2,4)	(1,9)
FREE CASH FLOW		(56,30)	(4,05)	10,13	14,55	15,15
Financial Management		(3,45)	(2,30)	(1,90)	(1,60)	(1,40)
Change in Debt to Bank		11,96	8,28	(3,60)	(4,80)	(2,10)
Change in Equity		48,96	(1,39)	(3,15)	(8,85)	(11,30)
FREE CASH FLOW TO EQUITY		1,17	0,54	1,48	(0,70)	0,35

Source: stime Integrae SIM

5.1 FY21A Results

Nel corso del 2021, il business di Airtime nonostante la situazione pandemica da Covid 19 non ne è stato influenzato riuscendo a resistere ed a superare il relativo periodo di emergenza sanitaria.

Il Gruppo ha chiuso il 2021 con ricavi pari a € 131,8 mln, rispetto a € 134,08 mln del FY20A. Nonostante la leggera flessione rispetto al FY20A pari al - 1,7%, i ricavi del Gruppo hanno registrato una forte crescita nella seconda parte dell'anno. Va evidenziato che nel corso del 2021 lo scenario di mercato è cambiato caratterizzato dall'aumento del traffico voce *Wholesale* e *Retail*.

Per quanto riguarda l'Ebitda, nel FY21A ha registrato un valore pari a € 7,05 mln dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,16 mln. L'Ebitda è aumentato di 32,5 punti percentuali rispetto a € 5,32 mln del FY20A. La crescita dell'EBITDA è principalmente dovuta ad un significativo aumento delle interconnessioni con nuovi vettori che hanno portato ad un ampliamento della rete.

L'EBIT passa da € 5,23 mln (EBIT Margin 3,9%) a € 6,89 mln (EBIT Margin 5,2%).

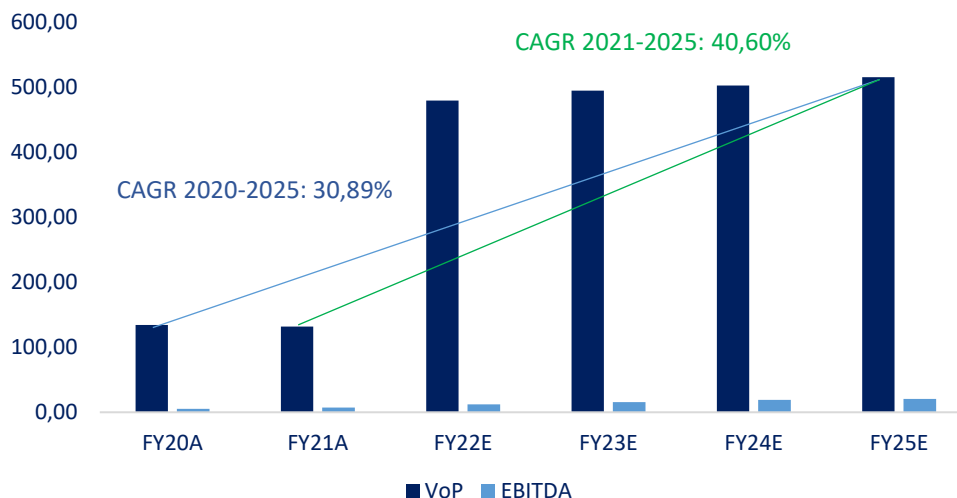
Il Net Income invece presenta una flessione del - 25,1% passando da € 3,95 mln del FY20A a € 2,96 mln del FY21A.

A livello di Capex, il Gruppo nel FY21A ha sostenuto investimenti per € 52,8 mln per migliorare le funzionalità della piattaforma per accelerare i processi KYC e di interconnessione. Airtime si è ulteriormente prefissata di migliorare l'esperienza di connessione in modo tale da regolare in tempo reale tutti i conti senza nessun rischio e ritardi nei pagamenti.

La PFN mostra un incremento da € 7,60 mln a € 18,39 mln, principalmente per il maggiore utilizzo di strumenti di smobilizzo al fine di supportare la piattaforma *fintech* nelle attività di funding.

5.2 FY22E – FY25E Estimates

Chart 7 – VoP, EBITDA 20A-25E



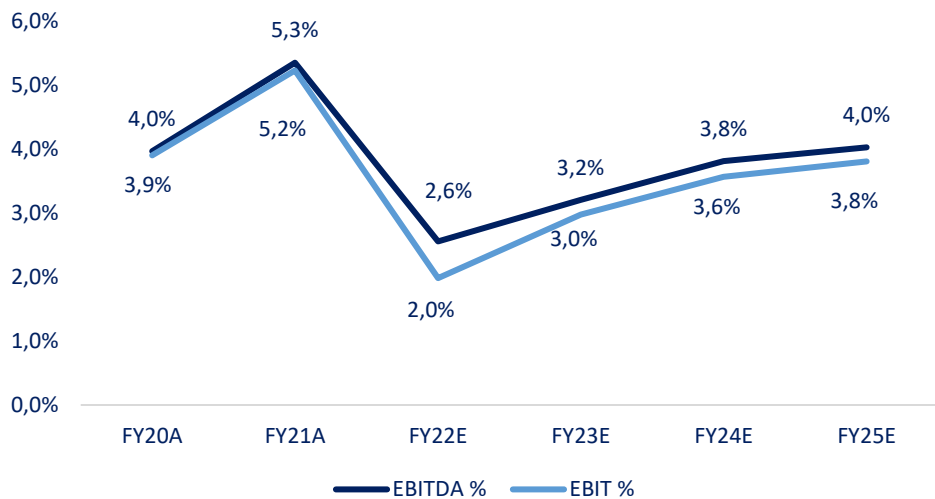
Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 131,81 mln del 2021A a € 514,65 mln del 2025E (CAGR21A-25E: 40,60%), grazie ai seguenti principali *driver*:

- **Rebranding e riposizionamento strategico della società:** crediamo che la Società potrà beneficiare del riposizionamento strategico e dall'intervento di rebranding proponendosi nella nuova veste di *Tech Company*, specializzata nella fornitura di servizi tecnologici evoluti, al posto di *Parent Company*;
- **Potenziamento della posizione di mercato mediante crescita inorganica:** crediamo che la Società sarà in grado di incrementare la propria posizione in ogni segmento di mercato tramite l'integrazione di Phonetime per mezzo di Airtime USA e l'acquisizione di Engy Solution;
- **Avvio attività di servicing tecnologico di Mexedia:** crediamo che la Società sarà in grado di rafforzare la propria struttura operativa mediante il rebranding di Mexedia permettendole di creare un'offerta con un focus mirato sulla soddisfazione ed anticipazione delle esigenze reali del mercato;
- **Rafforzamento sul mercato dei servizi di contact center:** crediamo che Airtime possa particolarmente beneficiare delle future acquisizioni di società target operative nei servizi di Contract Center rafforzando la propria posizione in questa determinata area;
- **Crescita delle attività di wholesaling telefonico:** crediamo che la Società potrà crescere nel mercato *wholesale* per merito dell'utilizzo di una piattaforma *Fintech* innovativa ed avanzata.

Le nostre stime dei ricavi sono basate: su contratti già finalizzati o in fase di finalizzazione e sui rapporti pluriennali tra la Società e i propri clienti. Per i prossimi anni, sulla base di quanto appena descritto, ci aspettiamo un'importante crescita dei ricavi per mezzo delle acquisizioni strategiche e dalle relative start-up strategiche, in particolare di Phonetime Inc., Engy Solutions GmbH e Mexedia S.r.l.

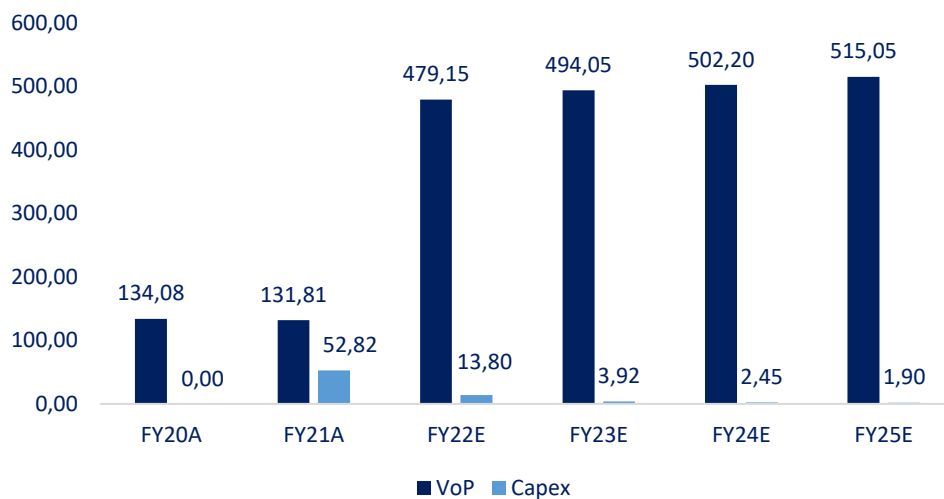
Chart 8 – EBITDA % and EBIT% 20A-25E



Source: elaborazione Integrae SIM

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA, che secondo le nostre stime, passerà da € 7,05 mln del 2021A a € 20,75 mln del 2025E. Crediamo inoltre che Airtime potrà migliorare il proprio margine operativo in termini assoluti negli anni di piano principalmente grazie alla crescente incidenza sul totale dei ricavi ma soprattutto grazie al progressivo efficientamento della struttura dei costi sia indiretti che diretti. Inoltre, per merito del piano di sviluppo intrapreso dalla Società, saranno implementate nuove aree di business a maggiore marginalità.

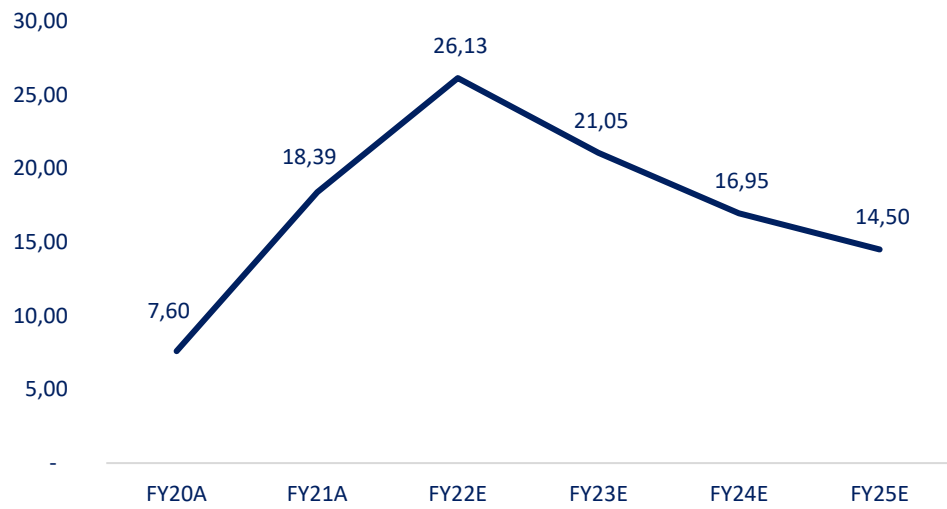
Chart 9 – Revenues, Capex 20A-25E



Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di Capex, crediamo che il Gruppo continuerà ad investire nei prossimi anni. In particolare, crediamo che gli investimenti saranno finalizzati: al perfezionamento del riposizionamento strategico mediante acquisizione di società Target che permetteranno una migliore efficienza delle attività di produzione.

Chart 10 – NFP 20A-25E



Source: elaborazione Integrae SIM

Crediamo che la Società possa tornare a migliorare la propria NFP negli anni successivi al 2022E, grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla propria attività. La NFP mostra un sensibile peggioramento nel corso dell'anno per aver intrapreso *round* di *financing* necessari per il programma di riposizionamento strategico e rebranding.

6. Valuation

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

6.1 DCF Method

Table 3 – WACC

WACC		6,73%
Risk Free Rate	1,36% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,5
Ke	10,26% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di aprile 2022 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;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati 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 uguale al Beta di mercato poiché non è possibile selezionare un panel di competitor;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 6,73%.

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		258,2
FCFO actualized	52,5	19%
TV actualized DCF	224,2	81%
Enterprise Value	276,6	100%
NFP (FY21A)	18,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di € 258,2 mln.**

Table 5 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		5,2%	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%
Growth Rate (g)	2,5%	545,5	454,7	388,3	337,6	297,7	265,4	238,7
	2,0%	466,9	398,7	346,6	305,6	272,4	245,0	222,1
	1,5%	409,4	355,9	313,7	279,6	251,5	228,0	207,9
	1,0%	365,4	322,1	287,1	258,2	234,0	213,4	195,7
	0,5%	330,7	294,8	265,1	240,2	219,1	200,9	185,1
	0,0%	302,7	272,2	246,7	224,9	206,2	190,0	175,7
	-0,5%	279,5	253,3	230,9	211,7	195,0	180,4	167,5

Source: Integrae SIM

7. Equity Value

Table 6 - Equity Value

Equity Value (€/mln)	
Equity Value DCF (€/mln)	258,2
Target Price (€)	45,30

Source: Integrae SIM

Osservando il valore ottenuto con il metodo del DCF, si perviene ad un equity value pari a € 258,2 mln. **Il target price è quindi pari a € 45,30, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 7 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	39,2x	22,6x	17,5x	14,4x
EV/EBIT	40,1x	29,1x	18,8x	15,5x

Source: Integrae SIM

Table 8 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	33,2x	19,1x	14,8x	12,2x
EV/EBIT	33,9x	24,6x	15,9x	13,1x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018**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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists' Guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo 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 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 >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 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.