

EQUITY RESEARCH

UNIDATA S.P.A
 INITIATION DE COUVERTURE

ACHAT
OC 60.0€
 Potentiel: 55%

Next-gen service provider

Un portefeuille diversifié ...

Unidata S.p.A. est un opérateur de télécommunications italien qui fournit de la connectivité à très haut débit (FTTH), de l'IoT, de la VoIP, du Cloud et d'autres services à environ 19 400 clients B2B, B2C et P.A. (administration publique) dans la région du Lazio (plus de 55 000 clients directs et indirects, en incluant le réseau de partenaires de TWT). Bénéficiant d'une infrastructure de fibre propriétaire (6 200 km), d'un réseau LoRaWAN et d'un datacenter de niveau IV, le groupe est en mesure de générer une rentabilité élevée (marge d'EBITDA >30%).

... pour profiter d'un contexte favorable

Selon l'indice DESI (« Digital Economy and Society Index ») 2022, l'Italie se classe au 18e rang des 27 États membres de l'UE, en dessous de la moyenne de l'UE-27. Cependant, grâce à un important plan de relance (40,3 Md€ pour la digitalisation), l'Italie est en train d'améliorer rapidement son infrastructure, les opérateurs de télécommunications jouant un rôle crucial. Unidata, avec un portefeuille diversifié de produits et de services, devrait bénéficier de la croissance du marché numérique italien, qui devrait croître de +3,1 % en 2023 et de +4,3 % en 2024.

Acquisition de TWT : expansion de la présence géographique d'Unidata ...

En février dernier, Unidata a finalisé l'acquisition de TWT Group, un opérateur de services de télécommunications, de connectivité et de ICT fondé à Milan (en 1995) et spécialisé dans le segment B2B. L'intégration permettra à Unidata d'étendre sa présence géographique, au-delà des frontières de la région de Lazio, ce qui dégagera des synergies commerciales sur les coûts liés à l'accès aux données et au développement de logiciels.

... pour soutenir une croissance CAGR (2023 - 2027) de 10,9%

Dans un environnement où les efforts de digitalisation et l'accessibilité à la fibre augmentent rapidement, nous estimons que le groupe devrait être en mesure de générer une croissance CAGR du CA de +10,9% sur la période 2023E - 2027E, tirée par (i) le déploiement constant de leur réseau d'infrastructure fibre, (ii) la réalisation de leurs différentes JV (Unifiber, Unicenter et Unitirreno), (iii) l'acquisition de nouveaux clients B2B, B2C et P.A., et (iv) l'intégration du TWT Group

Un objectif de cours de 60€

Nous initions la couverture d'Unidata à l'Achat avec un OC de 60 €, issu d'une valorisation par DCF (70%) et par la méthode des comparables (30%).

Key data

Prix actuel (€)	38,7
Secteur	Télécommunications
Ticker	UD-IT
Nb d'actions (M)	3,089
Capitalisation boursière	119,5
Volumes traités/jour (k titres)	0,545
Prochain événement	FY 2023 - tbc

Actionnaires (%)

Uninvest S.r.l.	55,0
Upperhand S.r.l.	6,2
Free float	38,8

BPA (€)

	12/23e	12/24e	12/25e
Estimation	3,52	4,21	4,82
Changement de nos estimations (%)	na	na	na

Performance (%)

	1D	1M	YTD
Evolution du cours	0,0	3,5	-17,0
Rel FTSE Italy	0,0	-1,9	-32,2



TP ICAP Midcap Estimates	12/22	12/23e	12/24e	12/25e	Valuation Ratio	12/23e	12/24e	12/25e	Consensus FactSet - Analystes: 5	12/23e	12/24e	12/25e
Chiffre d'affaires (m €)	51,3	92,5	108,5	122,9	VE/Sales	1,9	1,6	1,3	CA	98,7	118,3	130,8
ROC (m €)	10,7	16,9	20,2	22,8	VE/EBITDA	7,1	5,8	4,8	ROC	16,3	19,5	23,9
MOC (%)	20,9	18,3	18,6	18,6	VE/EBIT	10,3	8,4	7,2	RNpg	9,1	11,8	15,5
BPA (publié) (€)	2,96	3,52	4,21	4,82	PER	11,0	9,2	8,0				
Dividende (€)	0,00	0,07	0,08	0,10								
Dividend Yield (%)	0,0	0,2	0,2	0,2								
FCF (m €)	-4,4	1,0	3,9	5,7								

Analyst

 Filippo Migliorisi
 filippo.migliorisi@tpicap.com
 +33149241801


<i>NEXT-GEN SERVICE PROVIDER</i>	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
L'ESSENTIEL	4
UNIDATA: OVERVIEW	5
LA DIGITALISATION EN ITALIE : LE MARCHÉ	7
UNE BASE D'ACTIFS DE VALEUR À LONG TERME	13
LES PROJETS CLÉS D'UNIDATA	16
ACQUISITION DU GROUPE TWT	20
ANALYSE FINANCIÈRE	21
ESTIMATIONS : CAGR <i>DOUBLE-DIGIT</i>	24
VALORISATION	26
ANNEXE #1 : <i>LE TOP MANAGEMENT D'UNIDATA</i>	30
ANNEXE #2 : <i>STRATÉGIE ESG D'UNIDATA</i>	31
ANNEXE #3 : <i>STRUCTURE DES RACKS DU DATACENTRE</i>	32
FINANCIAL DATA	33

Description

Unidata S.p.A. a été fondée en 1985 par Renato Brunetti (actuel président et PDG), Marcello Vispi et Claudio Bianchi. Basé à Rome, le groupe dispose d'une infrastructure de réseau en fibre optique propriétaire de 5 900 km dans la région du Lazio, ainsi que d'un réseau LoRaWAN sans fil et d'un datacenter de niveau IV, au service d'environ 19 400 clients B2B, B2C et P.A. (plus de 50 000 clients direct et indirects en incluant le réseau de partenaires de TWT Group). Plus précisément, le groupe offre une connectivité FTTH (Fibre to the Home) à très haut débit, l'IoT, la VoIP, le Cloud et d'autres services dédiés. Depuis 2017, le groupe a investi plus de 60 M€ pour déployer son réseau de fibre et consolider sa présence dans une région stratégique (Lazio), ce qui a permis au groupe de générer une croissance CAGR de +45% (2018 - 2022) de son CA et une croissance CAGR de +43% (2018 - 2022) de son EBITDA.

SWOT Analysis

Strengths

- Un business model très évolutif et flexible, ne nécessitant pas de CAPEX supplémentaire pour permettre une croissance organique du nombre d'utilisateurs ;
- Forte présence dans une région stratégique (Lazio) où la densité de la population et le PIB par habitant sont élevés. Portée qui dévient nationale (vs régionale) suite à l'acquisition de TWT Group ;
- Portefeuille services et produits diversifié, sur mesure pour les besoins des clients (B2B, B2C et P.A.) ;
- Soutien législatif important, le gouvernement italien cherchant à accélérer les efforts de digitalisation pour atteindre les objectifs de l'UE.

Opportunities

- Accroître la présence sur les marchés du Cloud, Cybersecurity, IoT et Smart Solutions en Italie ;
- Évolution exponentielle de la demande vers la connectivité FTTH en Italie, qui est encore en retard par rapport aux pairs de l'OCDE et de l'UE ;
- Potentiel de répliation du business model à un niveau national (suite à l'acquisition de TWT Group) ;
- Plan de relance du gouvernement italien (>40 milliards d'euros pour la digitalisation).

Weaknesses

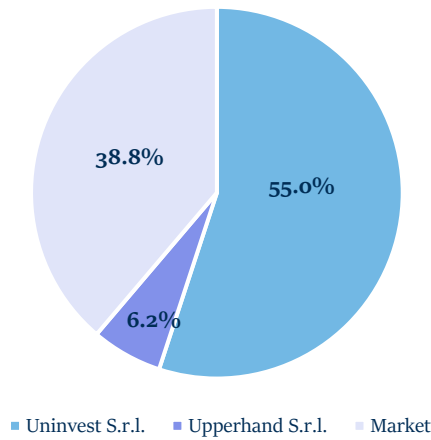
- Entreprise de taille moyenne par rapport aux principaux concurrent du secteur des télécommunications en Italie ;
- Dépenses d'investissement (CAPEX) relativement élevées pour le déploiement du réseau FTTH.

Threats

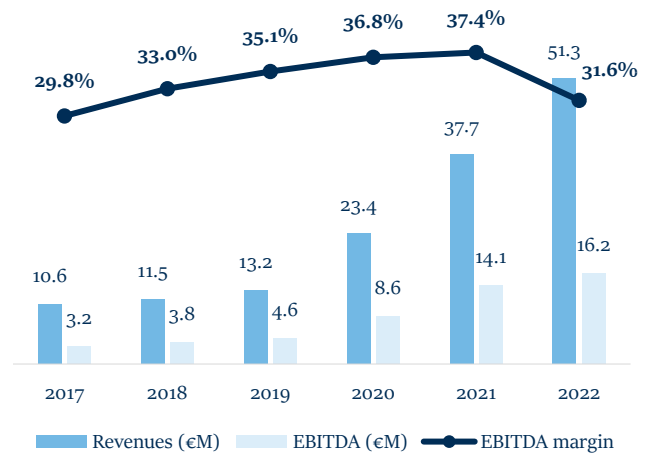
- Resserrement du cadre réglementaire et du plan de relance ;
- Concurrents avec une stratégie "low cost" agressive.

L'essentiel

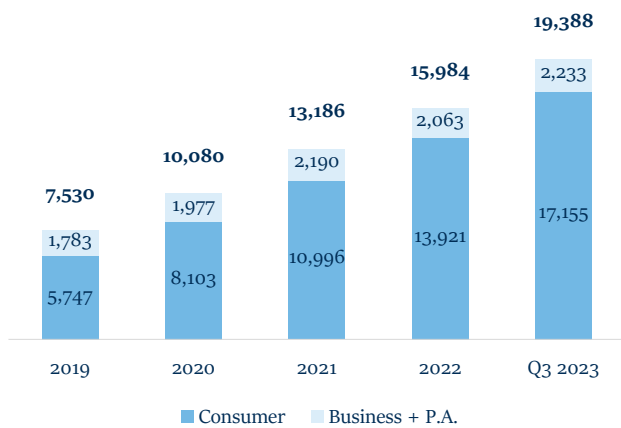
Structure de l'actionnariat



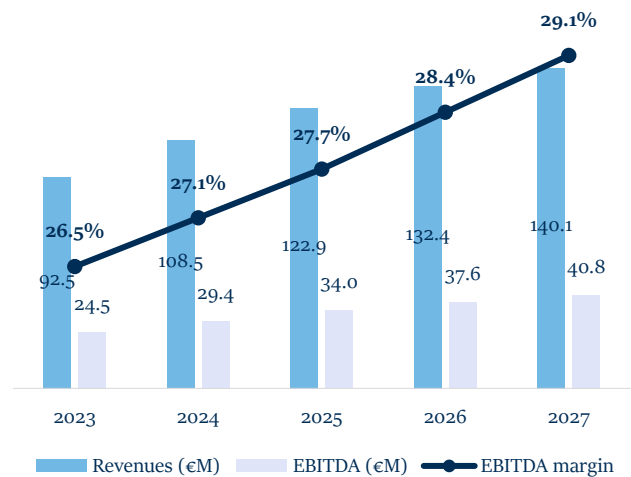
CA et EBITDA du groupe (2017 - 2022)



Nombre de clients par type (2019 - T3 2023)



Estimations du CA et de l'EBITDA (2023E - 2027E)



SHAREHOLDERS & GOVERNANCE



MANAGER IN CHARGE OF PREPARING THE CORPORATE ACCOUNTING DOCUMENTS

Roberto Giacometti
CFO & Investor Relations Officer

BOARD OF DIRECTORS

Renato Brunetti
Chairman and CEO

Marcello Vispi
Vice-Chairman

Giampaolo Rossini
CTO

Paolo Bianchi
Member

Barbara Ricciardi
Independent Member

Alessandra Bucci
Independent Member

Stefania Argentieri Piuma
Independent Member

BOARD OF STATUTORY AUDITORS

Pierluigi Scibetta
Chairman of the BoSA

Antonia Coppola
Auditor

Luigi Rizzi
Auditor

AUDITOR

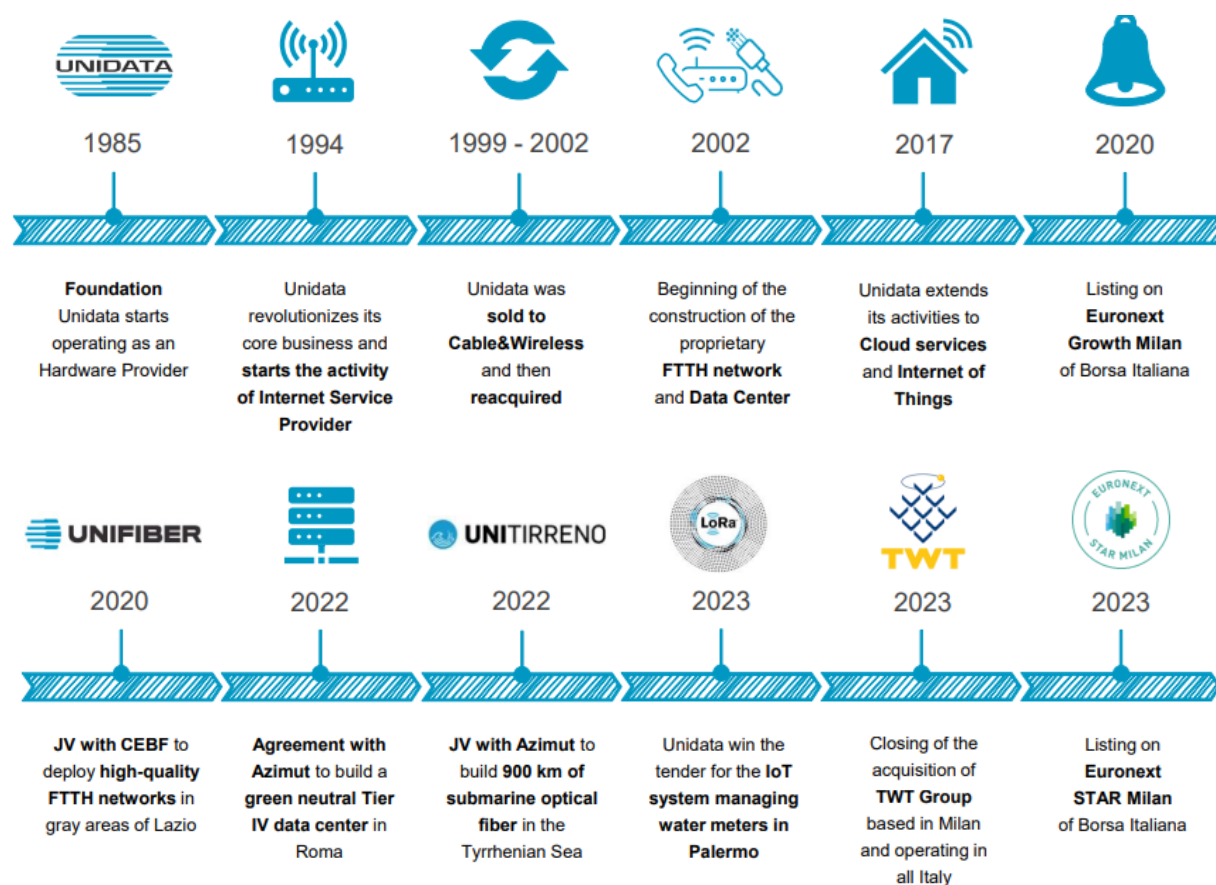


Source: Unidata Presentation

Unidata: overview

Fondée en 1985, Unidata S.p.A. (Unidata) est devenue une entreprise de télécommunications bien établie qui offre des services innovants et de pointe dans les domaines des réseaux et de l'Internet. Aujourd'hui, Unidata sert le secteur résidentiel privé, le secteur professionnel au service des petites, moyennes et grandes entreprises ainsi que l'administration publique, de même que le secteur *wholesale* pour les grands opérateurs de télécommunications. Unidata a été l'une des premières entreprises italiennes à croire réellement au potentiel des réseaux de fibres optiques, en proposant une offre compétitive sur le marché avec des services d'accès à Internet à haut débit, des réseaux privés et des services de datacenter. La société a été cotée sur le segment EGM (ex AIM) de la bourse italienne en mars 2020, et fait désormais partie du segment STAR d'Euronext Milan (depuis juin 2023).

Histoire du groupe



Sources : Unidata Presentation

Le groupe a deux divisions principales : **Retail** (63 % du CA 2022) et **Infrastructure** (37 % du CA 2022). Au sein de ses deux divisions, le groupe opère dans quatre domaines clés en Italie : *Fibre & Networking*, *Infrastructure*, *Cloud & Datacenter* et *IoT & Smart Solutions*. À partir de 2023, l'entreprise commencera à promouvoir sa propre offre dans le domaine de la « *Cyber Security* ».

Fibre & Networking

Unidata offre des services de connectivité de pointe, notamment : connectivité à très haut débit, téléphonie VoIP, réseaux locaux virtuels (VLAN) dédiés, connectivité sans fil et Internet of Things (IoT) à environ 290k unités immobiliers B2C & B2B (365k unités au T3 2023), dans toute la région du Lazio, contre 210k unités en 2021 et 150k unités en 2020. Les services de réseau utilisent une infrastructure d'accès propriétaire 100% en technologie FTTH (« *Fibre to the Home* ») entièrement en fibre optique, qui s'étend sur 5 450 km à fin 2022 (a atteint 6 200 km au T3 2023), composé et intégré avec différentes technologies, infrastructure et licences. Le groupe offre sa gamme de services localement (Rome et Lazio) et à l'échelle nationale, par le biais d'accords avec les principaux opérateurs *wholesale* et aussi grâce à l'acquisition de TWT Group, qui fournit des services aux clients sur tout le territoire italien (grâce à son réseau de partenaires, au nombre d'environ 370). Tout au long de l'histoire du groupe, Unidata a mis en place différents points de présence (PoP), c'est-à-dire des sites où sont installés les équipements de télécommunications propriétaires. Ces dispositifs, qui utilisent la technologie GPON, sont utilisés pour fournir des services de type FTTH à la fois aux PME ainsi qu'à destination du marché résidentiel.

Infrastructure

Le réseau en technologie GPON (« *Gigabit-capable Passive Optical Network* ») et Point à Point offre un grand potentiel avec une longue espérance de service, une vitesse élevée et une évolutivité. Le groupe a commencé à construire son réseau de fibre optique à Rome il y a environ 20 ans. Aujourd'hui, s'étendant sur le territoire de Rome et du Lazio, le réseau est en expansion continue, grâce également à la construction de l'infrastructure du réseau dans les zones grises du Lazio par l'intermédiaire de la filiale Unifiber S.p.A. Dans le cadre de cette activité, Unidata a également développé une importante activité de fourniture en gros aux principaux opérateurs de télécommunications en fournissant des ressources de réseau dans le cadre de contrats IRU (« *Indefeasible Right of Use* ») (d'une durée de 15 ans).

Cloud & Datacenter

Unidata propose des services liés à ses datacenters, respectant les normes Rating 4 ANSI/TIA-942 (précédemment connu comme TIER IV) pour assurer les plus hauts niveaux de fiabilité et de sécurité. Le *Unidata Data Center* s'étend sur plus de 800 mètres carrés et offre des services allant de la colocation à l'hébergement, du cloud (SaaS, IaaS et PaaS) au stockage, à la reprise après sinistre et à d'autres projets personnalisés. Les services de datacenter présentent des synergies avec les services de réseau en connectant les locaux des clients directement aux services grâce à des lignes de fibre optique dédiées. Le datacenter du groupe héberge ainsi une jonction du consortium Namex, le point d'échange Internet pour Rome et l'Italie centrale et méridionale. Suite à l'acquisition de TWT Group, Unidata possède désormais un datacenter TIER III de 650 mètres carrés à Milan (voir page 20 pour plus de détails).

IoT & Smart Solutions

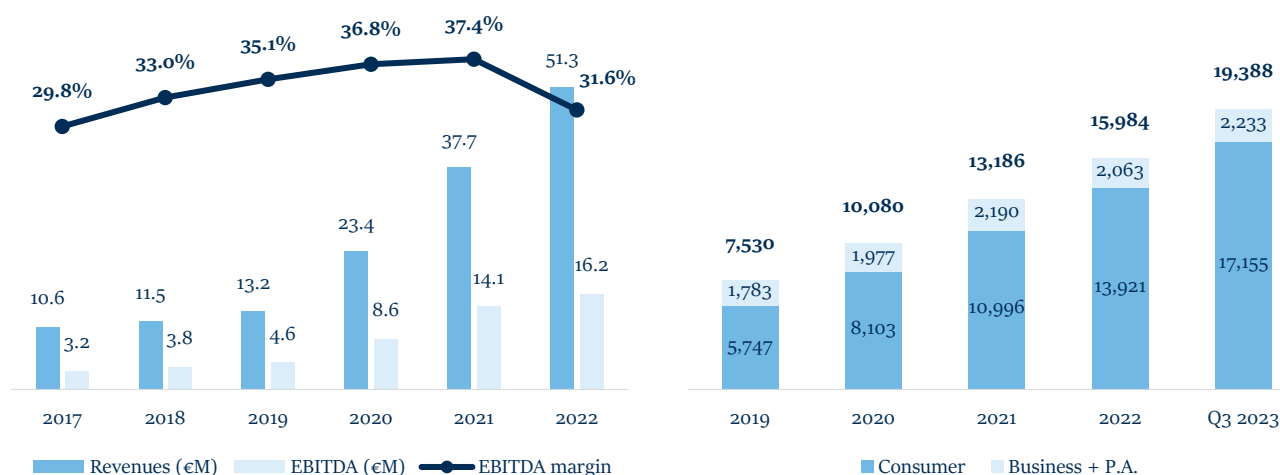
Unidata, qui a toujours mis l'accent sur les nouvelles technologies, se prépare à aborder ce que l'on appelle la quatrième révolution industrielle en se concentrant sur la technologie de l'*Internet of Things* (IoT). Aujourd'hui, le groupe propose des services de sécurité, également intégrés à des « *smart solutions* » pour les réseaux privés et les datacenters. Ces services sont étendus aux solutions et projets IoT, en s'appuyant sur la technologie sans fil innovante LoRa™ et le protocole réseau sous-jacent LoRaWAN™. Le groupe a la capacité de concevoir et de mettre en œuvre des projets verticaux spécifiques, liés à la mise en œuvre de la fibre optique et au développement et au déploiement IoT.

Services clés supplémentaires

En plus des trois domaines principaux, Unidata développe d'autres services clés, tels que :

- *Projets* – le groupe travaille sur des projets qui sont conçus sur mesure en fonction des besoins des clients. Unidata offre une large gamme de services, principalement des services de soutien, de conception et de conseil pour les technologies Internet et, plus généralement, pour les environnements numériques. Le dernier projet adopté par le groupe est le projet Bari, pour lequel Unidata construit un système de surveillance vidéo au sein du consortium ASI à Bari. En outre, le groupe a également gagné trois appels d'offres IoT depuis le début de 2023, d'une valeur totale de 15,7M€ (voir page 18 pour plus de détails) ;
- *R&D* – le groupe dispose d'une équipe dynamique de R&D, qui collabore avec divers instituts de recherche et universités et participe à des appels d'offres en matière de recherche.

CA et EBITDA du Groupe – en M€ (à gauche) et nombre de clients d'Unidata (à droite)



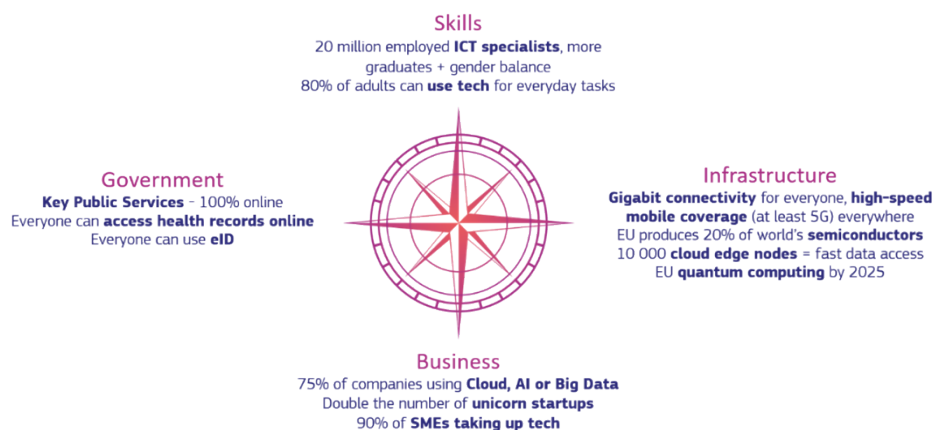
Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

La digitalisation en Italie : le marché

Vers une « décennie numérique »

La transformation numérique est l'un des sujets les plus récurrents aujourd'hui. Le Parlement européen a mis en place des mesures visant à renforcer les capacités de l'Europe dans le domaine des nouvelles technologies numériques, à créer de nouvelles opportunités pour les entreprises et les consommateurs, à améliorer les compétences numériques dans l'ensemble de l'Union, à renforcer la numérisation des services publics et des infrastructures, tout en soutenant la transition verte de l'UE afin d'atteindre la neutralité climatique d'ici à 2050 (source : Commission européenne).

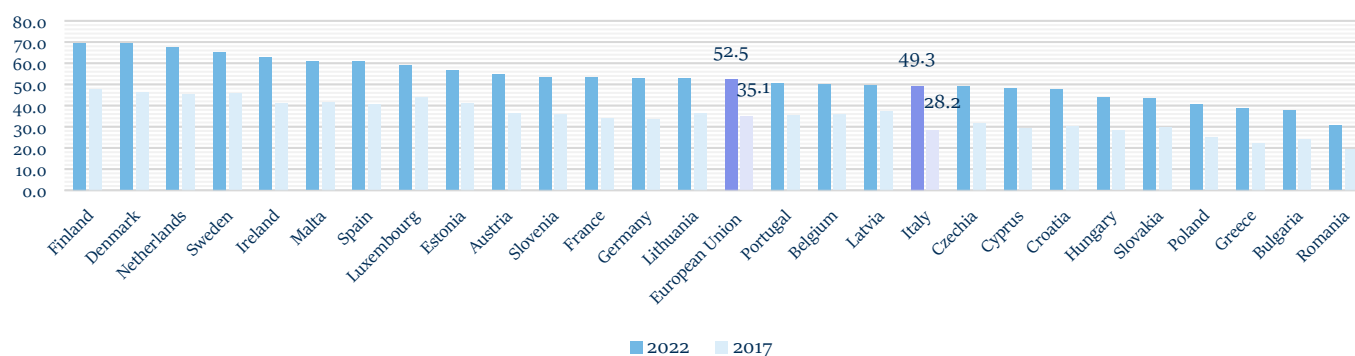
2023 Décennie numérique : objectifs et cibles



Sources : Commission européenne

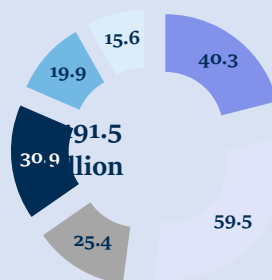
Comme indiqué ci-dessus, les cibles et objectifs de l'UE dans le cadre de la « Décennie numérique » reposent sur quatre piliers principaux, à savoir : une **population numériquement qualifiée**, la numérisation des **services publics**, la transformation numérique des **entreprises** et des **infrastructures** numériques sécurisées et durables. Afin de suivre les progrès de chaque État membre, la Commission européenne publie chaque année un « indice de l'économie et de la société numériques » (DESI). L'indice DESI classe les États membres en fonction de leur niveau de numérisation, en alignant l'indice sur les piliers susmentionnés du programme politique « *Path to the Digital Decade* » (source : Commission européenne). Selon l'indice DESI 2022, l'Italie se classe au 18^e rang des 27 États membres de l'UE, en dessous de la moyenne de l'UE-27, ce qui la place parmi les pays les moins numérisés. Le rapport indique également qu'en 2022, 38 % des ménages disposaient d'une connexion à une vitesse supérieure à 100 Mbps, soit un peu moins que la moyenne de l'UE (41 %). Toutefois, parmi les États de l'UE-27, c'est l'Italie qui a enregistré l'amélioration la plus notable depuis 2017. En effet, en 2017, le taux de pénétration de l'Italie n'était que de 5 %. Cela se reflète également sur le score DESI global du pays, qui affiche la plus forte augmentation sur cinq ans (+75 % contre +51 % pour la moyenne de l'UE-27), atteignant un score de 49,3 en 2022 (contre 28,2 en 2017). Soutenus par des fonds européens, des pays comme l'Italie, l'Allemagne, la Pologne et la Grèce ont remarquablement amélioré leur score DESI, renforçant ainsi l'importance qu'ils accordent aux investissements numériques (source : DESI). L'Italie est l'un des pays qui bénéficiera le plus des fonds européens alloués dans le cadre du plan de relance de l'UE.

Digital Economy and Society Index (DESI) – 2022 vs 2017

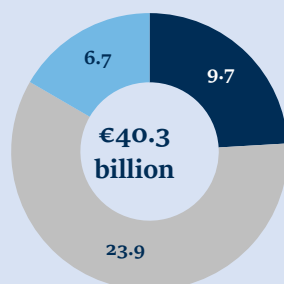
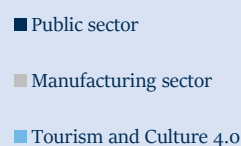


Sources : OECD, TP ICAP Midcap

Plan national de relance et de résilience (PNRR)



Après une crise sans précédent due à la pandémie, le plan de relance et de résilience italien (PNRR) répond au besoin urgent d'une reprise forte et d'une stimulation de la croissance future. Le PNRR comprend 132 investissements et 58 réformes, **soutenus par un total de 191,5 Mde** - dont 68,9 Mde sous forme de subventions et 122,6 Mde sous forme de prêts. Le plan devrait permettre d'augmenter le PIB de l'Italie de 1,5 % à 2,5 % et de créer 240 000 emplois d'ici à 2026 (source : Commission européenne).



Parmi les six principaux paquets définis par le PNRR, Unidata bénéficiera du paquet « Numérisation, innovation, compétitivité, culture et tourisme », qui comprend plus de 40 Mde de fonds. Ce dernier est divisé en trois missions principales :

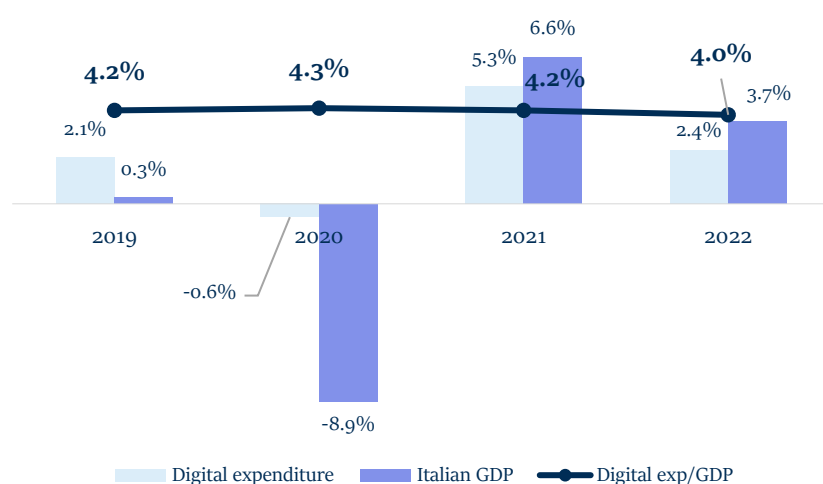
- Numérisation, Innovation et Sécurité du **secteur public** ;
- Numérisation, innovation et compétitivité du **secteur manufacturier** ;
- Tourisme et culture 4.0.

Sources : Commission européenne, PNRR, ItaliaDomani, TP ICAP Midcap

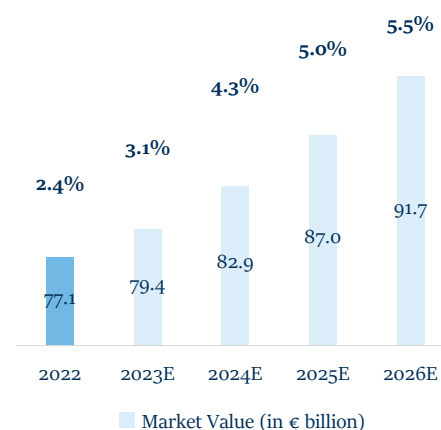
En 2022, le PIB de l'Italie a augmenté de 3,7 % YoY, après une forte hausse en 2021 due à la reprise post-pandémique. Le marché numérique a reflété une tendance similaire, atteignant une croissance de 2,4 % en 2022 (pour une valeur totale de 77,1 Mds€), son incidence sur le PIB ayant légèrement diminué de 4,2 % à 4,0 % par rapport aux dernières années. La croissance en 2022 a été principalement portée par le secteur des entreprises, augmentant de +4,9% YoY, liée à la fois à l'augmentation des niveaux d'emploi (portés à 60,9% en 2022 contre 59% en 2021), ainsi qu'aux dépenses numériques du secteur des entreprises, atteignant 2,1 Mds€ en 2022 (+1,3% YoY) (source : Anitec-Assinform). L'étude mentionne également que le marché numérique en Italie a été stimulé par une tendance générale à s'orienter vers les solutions cloud, une demande croissante de sécurité et de confidentialité des données et informations des entreprises et le déploiement systématique des fonds PNRR.

À l'avenir, le marché numérique devrait connaître une croissance rapide. Les 40,3 Mds€ alloués à la numérisation du pays porteront leurs fruits dans les 5 à 10 ans à venir. Les secteurs tels que le B2C ou la consommation pourraient être affectés par les effets de l'inflation, qui devrait persister dans un avenir proche. D'un autre côté, le secteur manufacturier et le secteur commercial dans son ensemble stimuleront la croissance de ce marché, soutenu par les fonds du PNRR. En fait, l'étude estime que le marché numérique en Italie devrait croître de +3,1 % en 2023 et de +4,3 % en 2024.

PIB et marché numérique Italien - en % de croissance et en Mds€ (2019 - 2022)



Digital expenditure in Italy

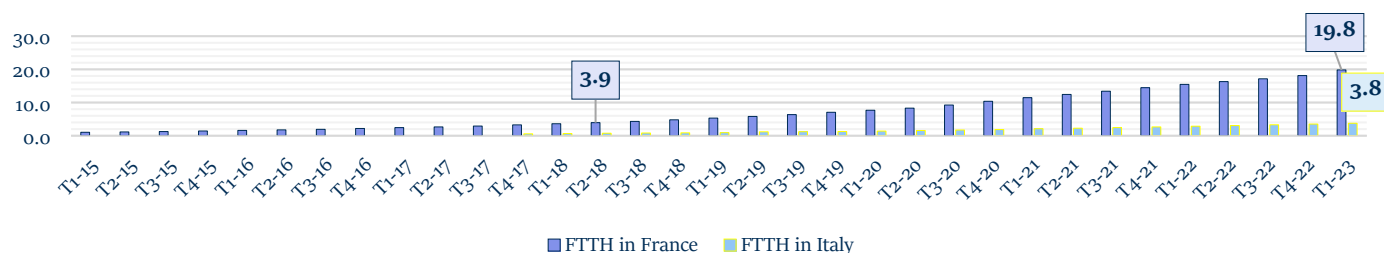


Sources : NetConsulting cube, ISTAT, Anitec-Assinform, TP ICAP Midcap

Le marché italien des télécommunications : FTTH comme colonne vertébrale

L'objectif principal est de fournir une solide épine dorsale en termes de connectivité pour les secteurs public et privé, en accélérant la croissance du secteur des télécommunications. En fait, la National Broadband Strategy italienne vise à développer un réseau national pour créer une infrastructure publique de télécommunications conforme aux objectifs de la « Gigabit Society » de la Commission européenne, qui propose un plan dans lequel tous les foyers européens - ruraux et urbains - devraient avoir accès à une connexion d'au moins 100 Mbit/s (qui pourrait être améliorée à 1 Gbit/s). Dans le cadre de cette mission, les technologies FTTH, FWA, 5G, Cloud et cybersécurité sont au premier plan. En Europe, la plupart des pays optent pour la technologie FTTH (Fibre to the Home) en raison de sa viabilité à long terme, grâce à son évolutivité et à sa durabilité.

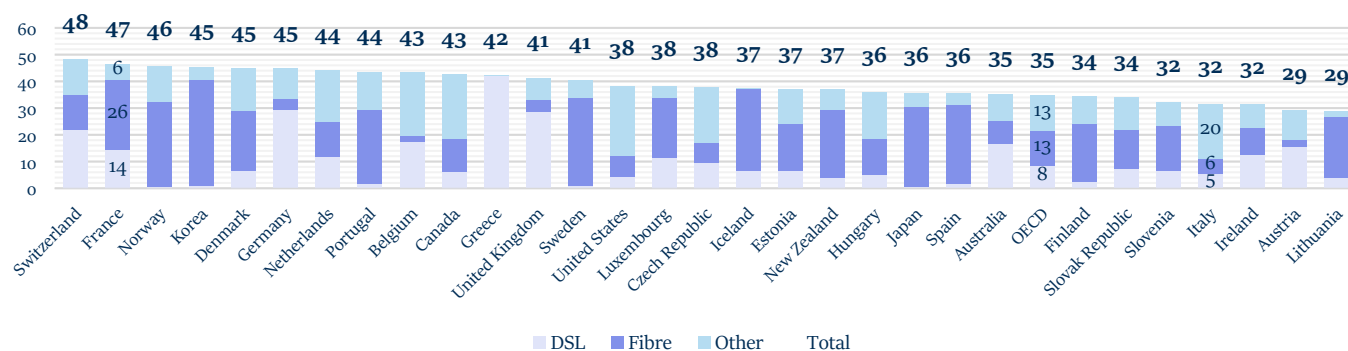
Abonnements FTTH : France vs Italie (en millions)



Sources : ARCEP, AGCOM, TP ICAP Midcap

Par rapport à ses pairs de l'OCDE, l'Italie est à la traîne en termes de connectivité à haut débit fixe. En fait, en 2022, l'Italie comptait environ 6 abonnements à un réseau de fibre optique pour 100 habitants, ce qui est bien inférieur à la moyenne de l'OCDE qui est de 13 abonnements pour 100 habitants. En ce qui concerne le nombre total d'abonnements FTTH, l'Italie a environ 5 ans de retard sur la France. Au premier trimestre de cette année, les connexions FTTH en Italie s'élevaient à environ 3,8 millions (contre 19,8 millions en France), affichant néanmoins une forte progression par rapport à la situation du premier trimestre 2018, où les abonnements FTTH étaient inférieurs à 1 million (sources : AGCOM, ARCEP). **Nous estimons le réseau FTTH total en Italie à environ 6 millions de km.**

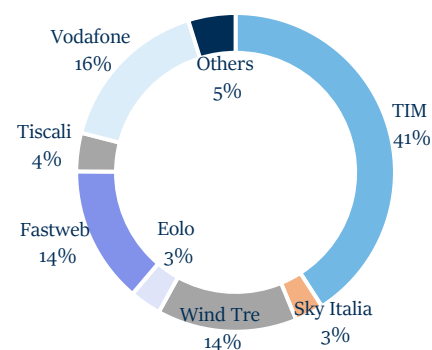
Abonnements au haut débit fixe pour 100 habitants (2022)



Sources : OECD, TP ICAP Midcap

Soutenu par le PNRR, un accent plus important a été mis sur la connectivité FTTH. Le nombre total de lignes du réseau fixe est resté relativement stable au cours des trois dernières années, mais on observe un glissement progressif des lignes en cuivre (-19% par rapport à juin 2022) vers la FTTH (+28% par rapport à juin 2022). L'utilisation du cuivre est encore nécessaire pour les connexions FTTC (Fibre to the Cabinet), dans lesquelles de petites quantités sont utilisées comme substitut aux lignes de fibre optique lorsque la destination finale n'est pas très accessible. Le même raisonnement peut être appliqué au FWA (Fixed Wireless Access), car cette technologie est plus facile à mettre en œuvre. En fait, les lignes FWA représentent environ 7 à 9 % de toutes les lignes à l'échelle nationale depuis 2019. Dans l'ensemble, le marché est très fragmenté, avec divers opérateurs régionaux et nationaux dans tout le pays. TIM est sans aucun doute le plus grand acteur du marché, avec 41% de la part de marché totale, suivi par Vodafone, Fastweb et Wind Tre avec 16%, 14% et 14% respectivement (source : AGCOM). Comme les lignes en cuivre perdent lentement de leur attrait sur le marché au profit du FTTH, les grands opérateurs susmentionnés perdent également des parts de marché (environ -0,4 % combiné par rapport à juin 2022), qui sont par conséquent reprises par des opérateurs plus petits. En fait, le segment « Autres », composé principalement de petits opérateurs tels qu'Unidata, a enregistré une augmentation de +1% de sa part de marché par rapport à juin 2022.

Nombre de lignes du réseau fixe par type - en millions (à gauche) et part de marché totale en juin 2023 (à droite)



Sources : AGCOM, TP ICAP Midcap

À l'avenir, soutenu par d'importants financements européens et de nouvelles habitudes des consommateurs (streaming vidéo, maison intelligente, cloud gaming...) et des entreprises (IoT, cybersécurité, cloud...), le **déploiement des lignes FTTH en Italie s'accéléra dans les prochaines années**. Le nombre total de lignes pourrait rester relativement stable, les lignes en cuivre et FTTC neutralisant l'augmentation des lignes FTTH et FWA. En fait, selon une étude menée par SOSTariffe.it, les utilisateurs qui se sont tournés vers le comparateur en 2022 optent désormais de plus en plus pour les offres qui proposent les meilleures performances en termes de vitesse d'internet et non de prix. Cette évolution s'explique également par l'accessibilité croissante aux lignes FTTH : en 2021, le pourcentage de la population pouvant activer un contrat de fibre optique était d'un peu moins de 18%, mais en 2022, il est passé à environ 38% (sources : SOSTariffe.it, Corriere della Sera). Même si des pays européens comme la France ont une avance considérable dans le déploiement de la fibre optique et dans les abonnements, nous pensons que l'Italie suivra le mouvement. Au premier trimestre 2023, les abonnements FTTH en Italie ont environ 5 ans de retard sur la France, mais grâce à d'importants financements européens, à l'évolution des habitudes des consommateurs et à l'accessibilité croissante aux lignes à fibre optique, l'écart se réduira considérablement au cours des 5 à 10 prochaines années. En fait, IDATE pour le FTTH Council Europe **estime que le nombre total d'abonnements FTTH en Italie atteindra 11,4 millions d'ici 2027**, ce qui représente une augmentation de 224% par rapport aux 3,5 millions d'abonnements à la fin de 2022 (source : IDATE).

Plans de connectivité en Italie

'Italia a 1 Giga'	L'objectif est de connecter environ 7 millions de foyers à des réseaux capables de fournir une vitesse de téléchargement de 300 Mbps, une connectivité fixe d'au moins 1 Gbps (gigabit par seconde) en téléchargement et 200 Mbps (mégabit par seconde) en téléversement dans les zones grises et noires d'accès de nouvelle génération (NGA).
'Italia 5G'	Implique des investissements pour déployer l'infrastructure mobile 5G dans les zones NGA : Couloirs 5G, pour soutenir les efforts de l'UE visant à diffuser la fibre et les technologies basées sur la 5G le long des couloirs de transport européens, facilitant ainsi l'introduction de la conduite autonome et de nouveaux services 5G à valeur ajoutée ; Routes extra-urbaines prêtes pour la 5G, pour déployer le backhaul en fibre sur les routes provinciales et extra-urbaines et assurer leur préparation à la 5G.
'Connected Schools'	Projet visant à fournir aux écoles une connectivité de pointe (au moins 1 Gbps) alimentant environ 9000 bâtiments scolaires actuellement non couverts par le plan scolaire national existant.
'Connected health care facilities'	Projet visant à couvrir environ 12 000 hôpitaux et établissements de santé (connectivité d'au moins 1 Gbps et jusqu'à 10 Gbps).
'Connected smaller islands'	Fournir une connectivité adéquate à 18 petites îles grâce à des câbles sous-marins à fibre optique.

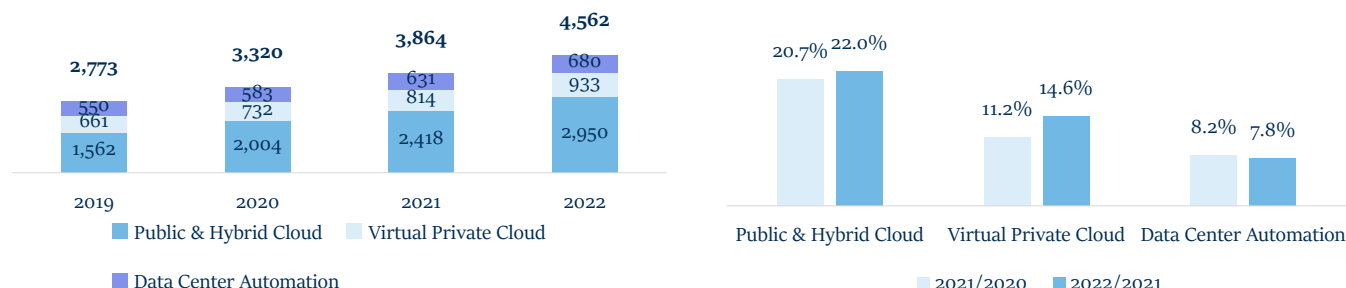
Sources : DESI 2021, TP ICAP Midcap

Le marché italien du Cloud, de l'IoT et de la cybersécurité

Malgré des niveaux d'inflation élevés et un contexte macroéconomique globalement incertain, le **marché du Cloud en Italie a dépassé la barre des 4,5 Mds€ en 2022** (+18% par rapport à 2021), porté par la croissance organique (+15%) et l'augmentation des prix du Cloud (+3%) (source : Osservatorio Cloud Transformation). Cette dernière a été influencée par des coûts énergétiques élevés, les centres de cloud étant relativement énergivores, consommant environ 220 à 320 TWh/an, soit 1 % de la consommation mondiale d'énergie (source : Agence internationale de l'énergie). Le marché du Cloud public et hybride, c'est-à-dire les services fournis par des

prestataires externes et les services de mise en réseau entre les clouds publics et hybrides, a été évalué à 2,95 Md€ en 2022, en augmentation de +22% par rapport à 2021. La plateforme en tant que service (PaaS), l'infrastructure en tant que service (IaaS) et le logiciel en tant que service (SaaS) ont tiré la croissance de ce marché, augmentant respectivement de +33%, +27% et +14% par rapport à 2021 (source : Cloud Transformation Observatory - Politecnico of Milan).

Le marché du Cloud Computing en Italie – en M€ et croissance en % (2019 – 2022)



Sources : Cloud Transformation Observatory – Politecnico of Milan, TP ICAP Midcap

Stimulée par la stratégie italienne du Cloud, la transformation numérique se poursuit à un rythme soutenu, en particulier parmi les PME. En effet, selon l'Observatoire de la transformation cloud du Politecnico de Milan, plus de 52% des PME italiennes adoptent au moins un service cloud en 2022 (contre 45% en 2021), ce qui est bien supérieur à la moyenne européenne de 42%. Le rapport estime en outre que les dépenses des PME italiennes en services Cloud augmenteront de +24% en 2023, pour atteindre une valeur totale de 351 M€. Les avantages liés à l'adoption des services Cloud sont nombreux : une plus grande évolutivité, la flexibilité des applications, à l'agilité accrue de la conception liée au développement rapide, la réduction des coûts de mise en œuvre et de gestion des logiciels. Il n'est donc pas surprenant que **le marché des services Cloud en Italie devrait croître avec un CAGR de 19,2% de 2022 à 2026**, atteignant une valeur totale de marché de 11,8 Md€ d'ici 2026 (source : Cube NetConsulting, Anitec-Assinform).

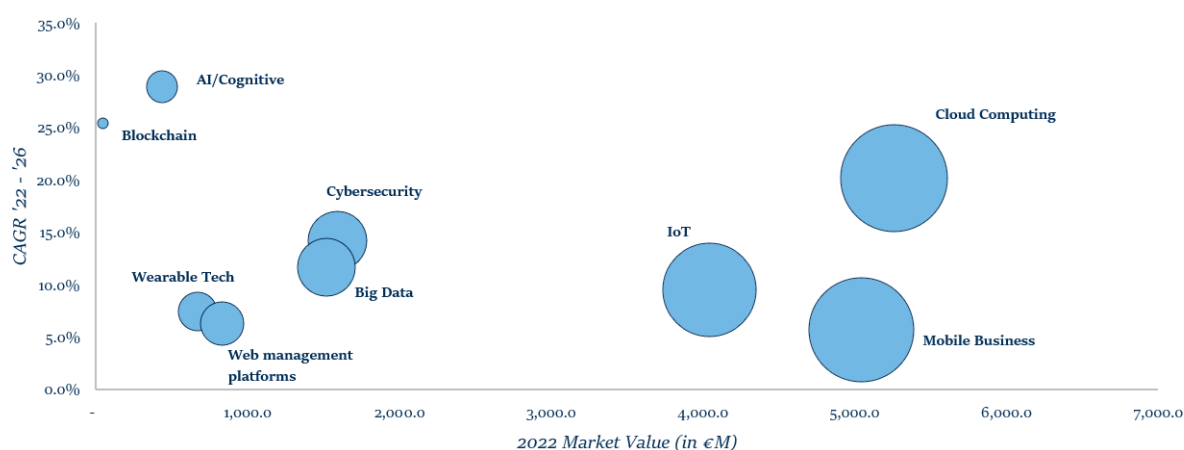
La stratégie italienne du Cloud

La « Italian Cloud Strategy », élaborée en 2021 par le Département de la transformation numérique et l'Agence pour la cybersécurité nationale (ACN), définit la voie à suivre par les administrations publiques pour passer au cloud. L'objectif est la migration vers le cloud de 75 % des administrations publiques italiennes d'ici 2026 (source : DESI, Département de la transformation numérique). La stratégie vise à relever trois grands défis : garantir l'autonomie technologique du pays, assurer le contrôle des données et accroître la résilience des services numériques. Globalement, il y a trois lignes d'action principales :

1. **Processus de certification des services en cloud** → L'objectif est d'établir un système de certification pour les services en cloud qui peuvent être achetés par l'administration publique conformément aux exigences en matière de sécurité, de fiabilité et de conformité ;
2. **Le développement d'une taxonomie pour classer les données et les services gérés par les administrations publiques** → Les données et les services connexes doivent être classés comme « stratégiques », « critiques » ou « ordinaires » en fonction de leur importance pour la sécurité nationale ;
3. **La création du National Strategic Hub (NSH)** → Une infrastructure nationale de traitement des données pour l'hébergement de services en cloud pour les données « stratégiques » et « critiques » des administrations publiques, à travers des centres de données interconnectés dans tout le pays.

Sources : Commission européenne, PNRR, Département de la transformation numérique, TP ICAP Midcap

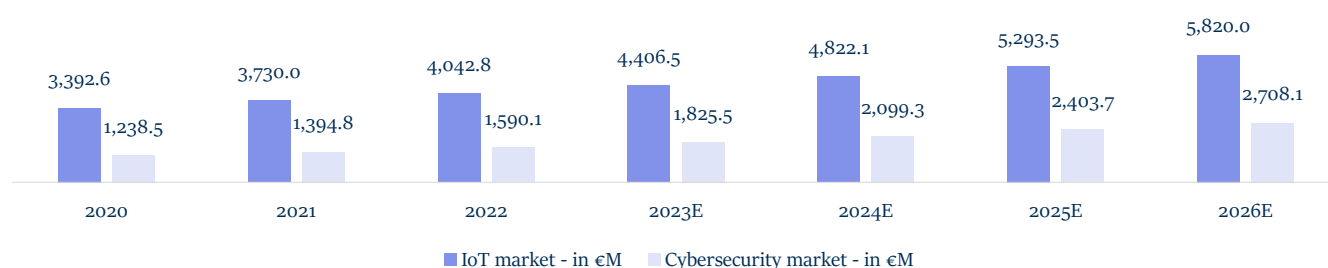
Marché du Digital Enabler en Italie – en M€ et % CAGR (2022)



Sources : NetConsulting cube, ISTAT, Anitec-Assinform, TP ICAP Midcap

L'**Internet of Things (IoT)**, la convergence des mondes numérique et physique, est aujourd'hui l'une des tendances clés de la transformation numérique des entreprises et de l'économie. Une étude de McKinsey estime que l'IoT pourrait permettre de générer une valeur de 5,5 à 12,6 trillions de dollars à l'échelle mondiale, y compris la valeur capturée par les consommateurs et les clients des produits et services IoT. **En Italie, le marché IoT est en croissance constante. En 2022, le marché a dépassé la barre des 4 Md€, augmentant de +8,4% YoY** (source : NetConsulting cube). Le nombre de connexions IoT en Italie atteindra 124 millions à la fin de 2022, soit environ 2,1 par habitant. Même si les connexions par habitant ont augmenté YoY (1,8 connexions par habitant en 2021), ce nombre est encore loin des 10 connexions par habitant envisagées d'ici la fin de la décennie. Au sein de ce marché, les connexions IoT non cellulaires sont prépondérantes avec environ 85 millions de connexions toujours portées par le développement et l'utilisation de réseaux d'accès sans fil à faible puissance (LPWA) tels que la norme LoRaWAN et la poursuite de la diffusion des technologies Bluetooth Low Energy (BLE) (source : IoTAnalytics). À l'avenir, le marché IoT bénéficiera de l'innovation et de la croissance du marché mobile, stimulé par l'essor des eSIM (c'est-à-dire des SIM virtuelles) et le déploiement des réseaux 5G dans le contexte privé. L'évolution et la croissance du réseau 5G et l'introduction de LoRaWAN (protocole de transmission de données à longue portée) font partie des moteurs les plus importants pour l'IoT et les *Smart Cities*. Cela favorisera également la vitesse, la faible latence ainsi que la réduction des coûts et l'optimisation des taux de consommation. La croissance du marché de l'IoT en Italie est estimée à +9,5% CAGR (2022 - 2026E).

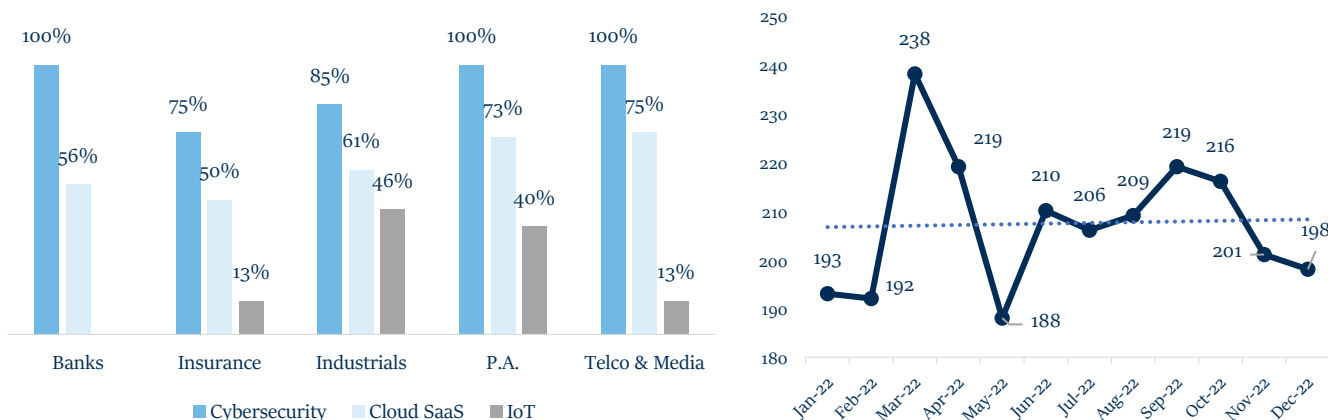
Marché IoT et de la cybersécurité en Italie - en M€ (2020 - 2026E)



Sources : NetConsulting cube, Anitec-Assinform, TP ICAP Midcap

Parmi les divers investissements numériques réalisés par les entreprises en Italie, l'importance de la **cybersécurité** a émergé de manière préminente en 2022, dans un effort pour contrer les cyber-attaques croissantes. En fait, selon l'Association italienne pour la sécurité de l'information (CLUSIT), 1 141 incidents graves ont été enregistrés en Italie au cours du premier semestre 2022, soit une hausse de 8,4 % par rapport au premier semestre 2021. Dans le rapport du CLUSIT, 67% des entreprises ont signalé une augmentation des tentatives de cyber-attaques et 14% ont subi des conséquences tangibles, telles que des interruptions de service, des retards dans les opérations de processus et/ou des dommages à la réputation. En 2022, les **dépenses globales en matière de cybersécurité en Italie s'élevaient à 1,6 Mds €, soit une augmentation de 14% par rapport à 2021** (source : NetConsulting cube). Cette tendance à la hausse devrait se poursuivre jusqu'en 2023, où les dépenses devraient atteindre 1,8 Md€ (+14,8% par rapport à 2022), en particulier dans les secteurs de l'administration publique et de la santé, tous deux en partie soutenus par le fonds PNRR et le plan national de cybersécurité.

Principaux domaines d'investissement numérique en 2022 (à gauche) et nombre de cyberattaques en Italie par mois

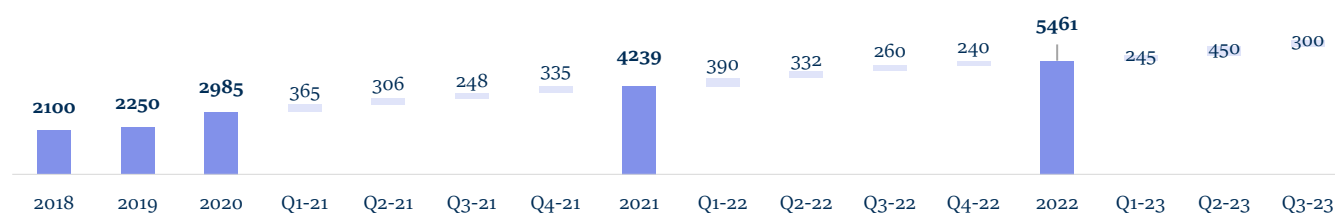


Sources : NetConsulting cube, CIO Survey 2022, Clusit Report 2023, TP ICAP Midcap

Une base d'actifs de valeur à long terme

Suite à plus de 60 M€ investis pour construire, développer et renforcer son infrastructure de fibre optique depuis 2017, le réseau du groupe a atteint la barre des 6 200 km au T3 2023 (ce qui équivaut à 0,1 % de l'infrastructure nationale - selon notre estimation de 6 millions de km). Le réseau d'Unidata est principalement axé sur la région du Lazio, adoptant une stratégie de « *first mover* » dans la fibre optique (FTTH) et la radio (Fixed Wireless Access). Le réseau n'est pas entièrement propriétaire, Unidata ciblant des endroits stratégiques (population avec une grande disponibilité de connexion FTTH - voir l'image en bas à droite) pour déployer son réseau. Ainsi, environ 80 % du réseau total sont propriétaire. Les 20 % restants sont disponibles indirectement via des contrats IRU (Indefeasible Right of Use) avec d'autres fournisseurs en gros (d'une durée d'environ 10 à 15 ans).

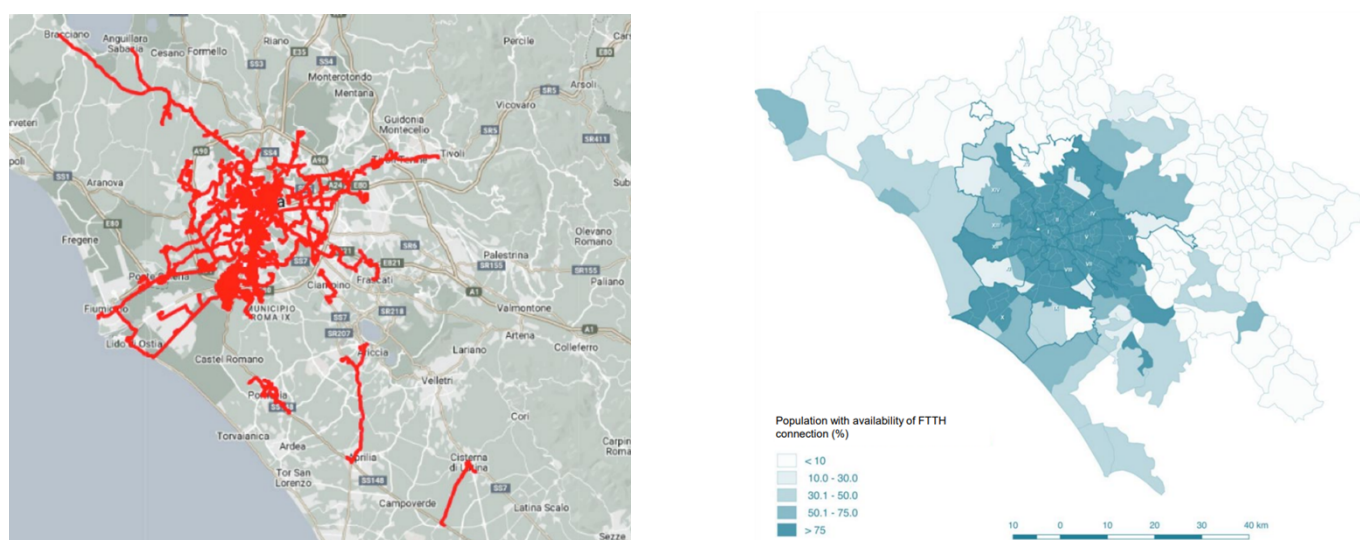
L'infrastructure en fibre optique d'Unidata (en km)



Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Le modèle d'entreprise d'Unidata est évolutif, avec un fort effet de levier opérationnel et des capacités disponibles permettant de servir les clients sans investissements supplémentaires. L'adoption d'une stratégie de « *first mover* » permet au groupe de s'implanter dans des zones à forte disponibilité de connectivité FTTH, augmentant ainsi les barrières à l'entrée puisqu'il devient impraticable pour les concurrents de reproduire une infrastructure dans la même zone, à la fois en termes de coûts et d'emplacement. Le positionnement du groupe à Rome n'est pas le fruit du hasard. En plus d'une grande disponibilité de la connectivité FTTH, la région du Lazio affiche l'un des PIB les plus élevés d'Italie après ceux de la Lombardie et du Piémont (source : ISTAT, 2023). L'aire métropolitaine de Rome a également l'une des densités de population les plus élevées d'Italie après Milan et Florence (source : ilSole24Ore).

L'infrastructure en fibre optique d'Unidata et la disponibilité de la connectivité FTTH dans le Lazio

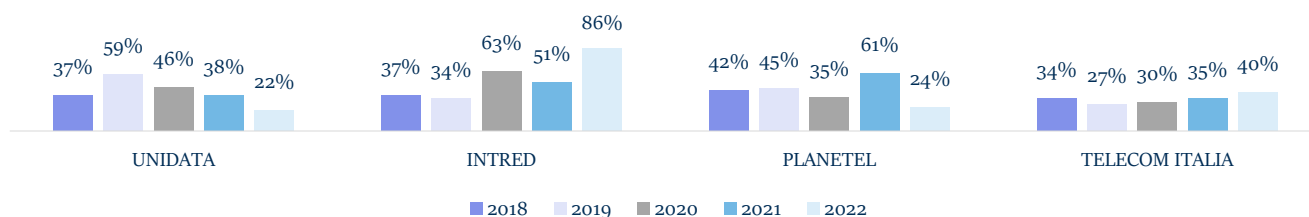


Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

En termes d'unités résidentielles atteintes, Unidata a câblé plus de 400k au T3 2023, contre 221k unités au 31/12/2022 et 150k unités au 31/12/2021. **L'objectif pour la période 2023 - 2024 est de connecter 68 300 unités supplémentaires**, avec les PoP (Point de Présence) déjà présents sur le territoire, afin de garantir une couverture de service à l'ensemble de la zone de rattachement. Pour l'exercice 2023, l'objectif d'Unidata est de connecter 53 300 unités, grâce à ses PoP à Rome et dans la région du Lazio, ce qui implique 15 000 unités supplémentaires pour 2024. Par ailleurs, Unidata vise à atteindre 700k appareils IoT connectés d'ici à la fin de 2025, dans une région comptant plus de 2,7 million d'habitants.

CAPEX pour soutenir le déploiement du réseau FTTH

CAPEX en % du CA (2018 - 2022)



Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

La différence entre les zones noires, grises et blanches

Lorsque l'on parle de connectivité à haut et très haut débit, il y a une nette différence entre les zones blanches, grises et noires. En 2013, la Commission européenne a établi cette répartition afin de faire une distinction claire entre les différents types de domaines dans lesquels il est nécessaire d'agir pour atteindre les objectifs de numérisation à long terme. La répartition a été établie en fonction du niveau d'investissement privé dans les réseaux à très haut débit dans les différentes municipalités. En effet, le câblage est établi en fonction du nombre de ménages dans une zone donnée, qui n'est jamais homogène (source : Unidata, Commission européenne).

- **Les zones noires**, à forte densité de population, se caractérisent par la présence d'infrastructures et d'un marché concurrentiel avec au moins deux fournisseurs différents de services à très haut débit et de services de réseau ;
- **Les zones grises** sont celles où un seul opérateur de réseau est présent et où il est peu probable que d'autres opérateurs investissent ou construisent un deuxième réseau dans les trois ans suivant la cartographie initiale ;
- **Les zones blanches** n'ont pas d'infrastructure à très haut débit et aucun opérateur n'a manifesté d'intérêt pour investir. Elles nécessitent donc une intervention économique de la part de l'État.

Sources : Commission européenne, PNRR, TP ICAP Midcap

Les acteurs opérant sur le marché des télécommunications doivent déployer d'importants CAPEX pour construire des lignes de fibre optique. En fait, depuis 2018, les opérateurs en Italie ont alloué (en moyenne) environ 42 % de leurs chiffres d'affaires aux CAPEX (source : FactSet, TP ICAP Midcap). Des acteurs tels qu'Unidata, Intred et Planetel adoptent tous une stratégie similaire et locale, en se concentrant sur les zones grises en Italie. Les grands opérateurs nationaux tels que TIM et Open Fiber (société de télécommunications détenue par Macquarie Asset Management et Cassa Depositi e Prestiti (CDP) opérant sur le marché de gros des infrastructures en fibre optique) ont réduit le nombre de zones blanches en Italie au cours des cinq dernières années. En fait, en seulement cinq ans d'activité, Open Fiber (OF) est devenu le premier opérateur italien en termes de développement d'infrastructures FTTH, en investissant plus de 6 Md€. En septembre 2023, Open Fiber avait installé environ 70 357 km de réseaux à très haut débit dans les zones blanches, soit environ 78 % du total (source : Open Fiber). OF et FiberCop (opérateur de gros créé en 2020 et détenu par TIM, KKR (37,5 %) et Fastweb (4,5 %) avec une valeur d'entreprise de 7,7 Md€) ont signé en 2022 un IRU (d'une valeur de plus de 200 M€) qui permettra à OF d'utiliser l'infrastructure du réseau FiberCop dans les zones blanches. Les deux entités ont également conclu un accord préliminaire pour fusionner leurs actifs, dans lequel l'unité d'actifs fixes de TIM, FiberCop, fusionnera avec Open Fiber pour créer une entité nationale unique appelée AccessCo. Le projet d'intégration comprendra non seulement les deux opérateurs, mais aussi KKR, Macquarie Asset Management et Cassa Depositi e Prestiti (CDP), laissant le contrôle à cette dernière (source : TIM, FiberCop, Open Fiber). À notre avis, cela accélérera le déploiement du réseau dans toute l'Italie, permettant à d'autres acteurs régionaux (tels que Unidata, Intred et Planetel) d'étendre leur réseau dans de nouvelles zones à moindre coût, soit en acquérant des contrats IRU (Indefeasible Right of Use) directement auprès d'OF (ou plus tard d'AccessCo), soit en développant leur propre réseau dans de nouvelles zones grises.

Les progrès d'Open Fiber dans les zones blanches (FTTH)

	Infrastructure reach		Italian municipalities	Number of households	
Total Plan	90 000 km	% of total 100.0%	6 232	6.4 million	
Works at 31/12/21	37 400 km	% of total 42.5%	2 610 completed	In completed municipalities 2.42 million	of which are eligible 1.84 million
Works at 31/12/22	57 000 km	% of total 65.0%	4 504 completed	In completed municipalities 3.78 million	of which are eligible 2.93 million
Works at 30/09/23	70 357 km	% of total 78.0%	4 639 completed	In completed municipalities 4.33 million	of which are eligible 3.95 million

Sources : Open Fiber, TP ICAP Midcap

Positionnement d'Unidata sur le marché Italien des télécommunications

En termes de prix, le secteur italien des télécommunications est relativement stable. Parmi les autres opérateurs locaux, Unidata propose des offres B2C allant du bas de gamme (19,90 € par mois pour 1 Giga/s de connectivité FTTH + appels illimités) au haut de gamme (34,90 € par mois pour 10 Giga/s de connectivité FTTH + activation gratuite + appels illimités), s'adressant ainsi à une clientèle plus large. Au fur et à mesure que la technologie se développe et devient plus accessible, les prix commencent à se normaliser, ce qui permet aux petits opérateurs de rivaliser avec des stratégies à bas prix. En fait, **le coût mensuel moyen de la connectivité FTTH B2C en Italie est tombé à 25,93 €, contre 31,54 € en 2020** (source : CORCOM). Si l'on tient compte de tous les types de connectivité internet (FWA, FTTH, FTTC et ADSL), le coût mensuel moyen est resté relativement stable par rapport à 2020 (il a diminué d'environ 1 € pour atteindre 24,52 € aujourd'hui). Aujourd'hui, les opérateurs nationaux tels que TIM et Iliad ont des prix qui sont en ligne avec les prix FTTH nationaux moyens (TIM : 24,90 € par mois pour une connectivité FTTH de 2,5 Giga/s et Iliad : 19,90 € par mois pour une connectivité FTTH de 5 Giga/s).

Principaux concurrents d'Unidata et offre FTTH (B2C)

Company	Region	Net margin*	Fibre monthly price
UNIDATA	Lazio and Lombardia	14.6%	19.90 € - 34.90 €
Planetel	Lombardia	3.9%	24.95 € - 29.95 €
INTRED	Lombardia (Brescia, Bergamo, Milano...)	19.1%	24.95 € - 28.95 €
ACANTHO	Emilia Romagna	7.4%	27.90 € - 29.90 €
Mynet	Veneto, Lombardia, Trento	11.4%	28.00 €
interplanet	Vicenza, Veneto	n.a.	n.a.
terrecablate	Toscana	7.7%	24.95 €
sinergia	Campania	3.9%	24.90 €
SINET	Abruzzo	4.0%	29.90 €

* based on latest FY reports

Promo Gigafiber 1000
da **19,90€** /mese ~~26,90€~~
per sempre

- ✔ Fibra FTTH fino a 1 Giga/s
- ✔ Modem FRITZ!Box 7530 incluso
- ✔ Attivazione € 39,90
- ✔ WiFi ultra-veloce
- ✔ Chiamate illimitate
- ✔ Nessun vincolo di durata

Promo Gigafiber 2500
24,90€ /mese ~~29,90€~~
per sempre

- ✔ Fibra FTTH fino a 2,5 Giga/s
- ✔ Modem FRITZ!Box 5530 incluso
- ✔ porta ETH 2,5 Giga/s
- ✔ Attivazione gratuita
- ✔ WiFi 6 di ultima generazione
- ✔ Chiamate illimitate
- ✔ Nessun vincolo di durata

Promo Gigafiber Gamers
29,90€ /mese ~~33,90€~~
per sempre

- ✔ Fibra FTTH fino a 2,5 Giga/s
- ✔ Modem FRITZ!Box 5530 incluso
- ✔ porta ETH 2,5 Giga/s
- ✔ Attivazione gratuita
- ✔ WiFi 6 di ultima generazione
- ✔ Chiamate illimitate
- ✔ IP pubblico statico
- ✔ Nessun vincolo di durata

dai **10 Giga/s**
34,90€ /mese ~~39,90€~~
per sempre

- ✔ Fibra FTTH fino a 10 Giga/s
- ✔ Modem ZTE/ZXHN F846P incluso
- ✔ Attivazione gratuita
- ✔ WiFi 6 di ultima generazione
- ✔ Chiamate illimitate
- ✔ Nessun vincolo di durata

Note: les marges nettes reflètent la performance au niveau du groupe, en tenant compte d'autres services tels que la connectivité ultra-broadband, FWA, Voice, Data Centre et autres.

Sources : Unidata, Companies, FactSet, TP ICAP Midcap

Dans le paysage concurrentiel, Planetel et Intred présentent des caractéristiques similaires, tant en termes de taille que d'offre. Toutefois, leur stratégie et leur portée se concentrent sur des régions spécifiques (en l'occurrence la Lombardie). Unidata se distingue de ces deux dernières entreprises en proposant une gamme diversifiée de services (*Retail* et *Infrastructure*) et une couverture nationale. En fait, avec l'acquisition récente de TWT Group, le groupe accroît considérablement sa présence nationale, avec son pool de clients passant à 21 900 au T3 2023 (19 400 sans TWT). Unidata aura également accès aux lignes actives de TWT au niveau national, représentant environ 33k clients supplémentaires. Selon nous, l'un des principaux enseignements de cette acquisition concerne le mix clients consolidé. Le groupe augmentera en effet son parc de clients B2B, en ajoutant plus de 2 400 clients B2B à leur portefeuille, qui offrent des revenus récurrents et un revenu mensuel par utilisateur (ARPU) plus élevé. En effet, c'est le seul segment de clients qui a vu un effet de prix positif annuel régulier depuis 2019, passant à 503 € en 2021 (contre 459 € en 2019). Suite au changement de reporting des segments de clients, les segments « Business Unidata » et « Business TWT » ont tous deux connu une augmentation de l'ARPU pour atteindre respectivement 386 € et 357 € au T3 2023.

Nombre total de clients Unidata et revenu mensuel moyen par utilisateur (ARPU)

Client type:	2019		2020		2021	
	# of clients	ARPU	# of clients	ARPU	# of clients	ARPU
Business and P.A.	1,521	€ 459.09	1,612	€ 499.09	1,777	€ 503.63
% change			6.0%	8.7%	10.2%	0.9%
Microbusiness	262	€ 77.85	365	€ 73.54	413	€ 71.96
% change			39.3%	-5.5%	13.2%	-2.1%
Consumer	5,747	€ 23.64	8,103	€ 24.93	10,996	€ 23.97
% change			41.0%	5.5%	35.7%	-3.9%
TOTAL	7,530		10,080		13,186	
% change			33.9%		30.8%	

* ARPU = average monthly revenue per user







Client type:	2022		9M 2023	
	# of clients	ARPU	# of clients	ARPU
Business Unidata	2,063	€ 370.00	2,233	€ 386.00
% change			8.2%	4.3%
Consumer Unidata	13,921	€ 23.00	17,155	€ 22.00
% change			23.2%	-4.3%
TOTAL (Unidata only)	15,984		19,388	
% change			21.2%	21.3% vs FY 2022
Business TWT	2,308	€ 342.00	2,499	€ 357.00
% change			8.3%	4.4%
TOTAL (incl. TWT)	18,292		21,887	
% change			38.7%	19.7% vs FY 2022

Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Les projets clés d'Unidata

Suite à un plan CAPEX de plus de 60 M€ (sur la période 2018 - H1 2023) associé au développement de son réseau fibre, Unidata a également annoncé plusieurs accords de co-investissement au cours des trois dernières années. Ces accords visent à développer des réseaux de fibre optique et des centres de données en Italie avec divers partenaires financiers. Si l'on tient compte de ces trois projets, **Unidata investira entre 24,7 et 30,7 M€, soit un total de 270 M€ d'investissements en JV**. En outre, **le groupe a également annoncé des appels d'offres IoT & Smart Metering** d'une valeur de 15,7 M€ remportés au cours du premier semestre 2023.

Aperçu des projets d'Unidata

Project	Year	Brief description	Unidata role	Ownership	Key Partner	Unidata Equity	Total Investments
 UNIFIBER	2021	Deploy high-quality FTTH networks in the "grey areas" of Latium region	Execution, maintenance and selling of the network	Unidata owns 30% of the share capital	 cebf	€ 7.0 mn (€ 37 mn together with CEBF)	€ 90.0 mn in 2021-2025
 UNITIRENO	2022	System of underwater cables in the Tyrrhenian Sea of about 890 kilometers	Operational management and development of the commercial offering	Unidata indirectly owns 33.3% of the share capital	 AZIMUT	€ 12 - 18 mn (€ 36 mn together with Azimut)	€ 80.0 mn in 2022-2025
 UNICENTER	2022	Green and neutral data center with a power of about 20 MW for a total area of 20,000 sqm	Operational management	Unidata owns 25% of the share capital	 AZIMUT	€ 5.7 mn (€ 57 mn together with Azimut)	€ 100.0 mn in 2023-2026

Sources : Unidata presentation, TP ICAP Midcap

Pour financer ces projets et l'activité M&A (voir le chapitre suivant pour plus de détails sur l'acquisition de TWT), le groupe a opté pour une émission obligataire d'environ 10 M€, une augmentation de capital d'environ 15 M€ et une hausse des emprunts bancaires d'environ 41 M€ en février de cette année (liée à l'acquisition de TWT). Dans tous les projets suivants, Unidata conserve une part minoritaire, ce qui permet au groupe d'exclure les actifs associés de son bilan. Le groupe aura également la possibilité de prendre le contrôle de certains projets à un stade ultérieur.

Détails du projet UNIFIBER

	UNIFIBER			
	Investment	% of equity	% shareholders	% of total inv
Unidata	7 M€	19.0%	30.0%	
CEBF	30 M€	81.0%	70.0%	
Total equity	37 M€	100.0%	100.0%	41.0%
External financing	53 M€			59.0%
Total Investment (2021-2025)	90 M€			100.0%



Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

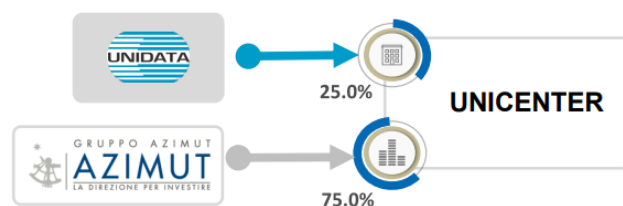
Le premier accord a été signé en 2020 (UNIFIBER) avec le *Connecting Europe Broadband Fund* (CEBF)¹ pour déployer des réseaux FTTH dans les zones grises de la région du Lazio. L'objectif est de fournir une connectivité FTTH à 193 000 foyers et 8 000 entreprises. En 2022, 71 903 unités résidentielles ont déjà été connectées dans plusieurs municipalités de la région du Lazio, ce qui correspond à 571 km de fibre installée. D'ici 2023, 69 000 unités résidentielles supplémentaires devraient être connectées, pour un total de 139 821. L'image ci-dessus montre les différentes municipalités qui bénéficieront des travaux de développement du réseau d'Unifiber. Dans le cadre de l'accord, le rôle principal d'Unidata tourne autour de la conception, de la construction, de la maintenance et de l'activation du réseau de fibre optique, qui devra être achevé avant la fin du T4 2025. CEBF, pour sa part, surveillera l'opération et assistera Unifiber dans son expansion en fournissant le financement et le savoir-faire accumulés grâce à des investissements similaires à travers l'Europe. Unifiber a été conçu comme un opérateur non verticalement intégré, se concentrant uniquement sur la construction du réseau passif et vendant l'infrastructure exclusivement en gros, c'est-à-dire uniquement aux opérateurs, y compris Unidata elle-même. En fait, Unidata aura le droit d'acquérir une part du réseau sur la base d'un paiement à l'utilisation. **Sur la base des dernières transactions de M&A, ce type d'infrastructure est valorisé à 18 - 20x EV/EBITDA** (source : Unidata, SFR FTTH, Fast Fiber, Bluevia).

¹ CEBF est un fond d'infrastructure centré sur les investissements de type greenfield (développement d'infrastructures de fibre optique) en Europe, avec un capital d'environ 500 M€. Le CEBF est parrainé par la Cassa Depositi e Prestiti (IT), la Caisse des Dépôts et Consignations (FR), KfW (DE), la Banque européenne d'investissement, la Commission européenne et d'autres investisseurs.

Détails du projet UNICENTER

	UNICENTER			
	Investment	% of equity	% shareholders	% of total inv
Unidata	5,7 M€	10.0%	25.0%	
Azimut	51,3 M€	90.0%	75.0%	
Total equity	57 M€	100.0%	100.0%	41.0%
External financing	43 M€			59.0%
Total Investment	100 M€			100.0%

(2023-2026)



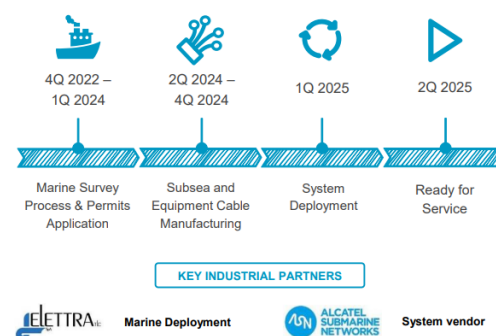
Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Le deuxième accord (UNICENTER) a été annoncé en juin 2022 avec Azimut Libera Impresa SGR ("Azimut")² pour construire un centre de données vert et neutre de niveau Tier IV à Rome, avec une capacité de 3 200 racks et une puissance de 16 MW, avec une superficie totale de 20 000 mètres carrés. Dans ce contexte, Unicenter opérera sur une base B2B et de gros, tandis qu'Unidata fournira des services (conformément aux prix du marché) pour le centre de données desservant des clients internationaux et nationaux. L'investissement initial pour la création du centre de données vert sera d'environ 57 M€, dont 5,7 M€ de la part d'Unidata et 51,3 M€ de la part d'Azimut, avec une option pour doubler le projet. L'investissement total sur la période 2023-2026 s'élèvera à environ 100 M€. **Sur la base des dernières transactions de M&A, ce type d'infrastructure est valorisé à un multiple de 16 - 18x EV/EBITDA** (source : Unidata, Equinix Inc, Digital Reality Trust Inc, OVH Groupe S.a.S., WIT S.p.A., FactSet).

Détails du projet UNITIRRENO

	UNITIRRENO		
	Investment	% of equity	% of total inv
Unidata	12 - 18 M€	33.3 - 51.0%	
Azimut	18 - 24 M€	49.0 - 57.7%	
Total equity	36 M€	100.0%	45.0%
External financing	44 M€		55.0%
Total Investment	80 M€		100.0%

(2022-2025)



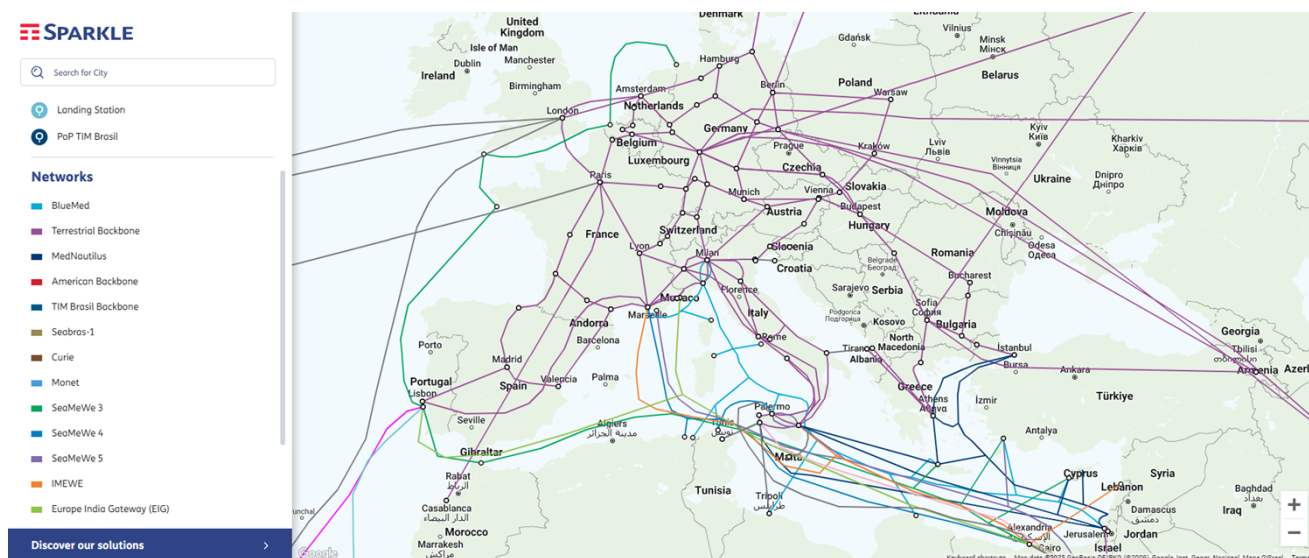
Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Le troisième accord (UNITIRRENO) a été annoncé en septembre 2022, toujours avec Azimut, pour construire un système de câbles sous-marins dans la mer Tyrrhénienne d'environ 900 km, reliant Mazara del Vallo (ville sur la côte ouest de la Sicile) à Gênes, en créant un point de jonction près de Rome - Fiumicino et un autre à Olbia (Sardaigne). Contrairement à l'accord Unifiber, Unidata ne sera pas en charge de la construction du réseau, qui sera confiée à des partenaires industriels (Alcatel Submarine Networks et Eletttra Tlc S.p.A.), mais assurera la gestion opérationnelle d'Unitirreno (station d'atterrissage du câble, centre d'exploitation du réseau, centre d'exploitation de la sécurité) et développera l'offre commerciale. En mai 2023, Unidata a déjà versé 5,5 M€ sur son investissement total en actions (option d'augmenter l'investissement total à 18 M€, en obtenant une participation majoritaire). Les câbles sous-marins à fibres optiques sont considérés comme la « colonne vertébrale » de l'internet, reliant les continents et les masses terrestres aux câbles situés au fond des mers et des océans. Le réseau mondial s'étend aujourd'hui sur plus de 1,5 millions de km et comprend plus de 200 câbles indépendants, qui acheminent plus de 95 % des communications mondiales (5 % par l'intermédiaire de satellites) (source : NATO Cooperative Cyber Defence - CCDCOE). Le réseau ne peut que s'étendre, car il est nécessaire pour prendre en charge les volumes croissants de données et les vitesses de connexion (dans le cadre de diverses solutions telles que la 5G, l'informatique en cloud, la cybersécurité, etc.). En fait, selon Unidata, **le marché de la fibre optique sous-marine est en plein essor, avec un investissement mondial prévu de 2,5 Mds \$ en 2022, 2023 et 2024** (source : Unidata). Selon Allied Market Research, le marché mondial des câbles sous-marins était évalué à 7,4 Mds \$ en 2022 et devrait atteindre 14 Mds \$ d'ici 2032. À notre avis, la principale menace pour le projet Unitirreno concerne le réseau sous-marin SPARKLE (« Sparkle ») de TIM. En tant qu'opérateur mondial, le réseau sous-marin de TIM s'étend sur différents continents, reliant les Amériques, l'Europe, l'Afrique et l'Asie, en s'appuyant sur une dorsale mondiale de plus de 600 000 km (à la fois terrestre et sous-marine) (source : TIM SPARKLE). La zone de réseau prévue par Unitirreno recouvre le câble BlueMed de TIM (qui fait partie de Sparkle), ce qui place le câble d'Unitirreno en concurrence avec un opérateur établi. Néanmoins, d'ici le T2 2025, on peut supposer que le câble BlueMed réduira considérablement sa capacité disponible (la section italienne du câble BlueMed ayant été mise en service en septembre de cette année), ce qui laissera de la place.

² "Fondo Infrastrutture per la Crescita - ESG" est un fond établi et géré par Azimut Libera Impresa SGR, investissant dans des projets d'infrastructure sociale afin de générer une croissance positive et durable de l'économie, de l'environnement et de la société avec une approche ESG spécifique.

Dans l'ensemble, ce type d'infrastructure est très apprécié. En effet, suite à l'offre de KKR pour NetCo de TIM (Openfiber et autres actifs d'infrastructure), l'actuel gouvernement Meloni a décidé d'appliquer son « Golden Power » à l'offre de KKR, étant donné son importance stratégique et critique pour le gouvernement italien (source : ilSole24Ore). La dernière offre de KKR (acceptée par le BoD de TIM au début du mois) s'élevait à 22 Md€, valorisant NetCo à 14x l'EBITDA, soit près de trois fois celle de Vodafone ou Telefonica, en supposant un EBITDA de 1,8 Md€ pour le réseau. Cette offre n'incluait pas Sparkle, car des rumeurs circulent sur le rachat de cette division par une société publique, la Cassa Depositi e Prestiti (CDP), prêteur soutenu par l'État, étant le candidat le plus probable (source : ilSole24Ore). Les multinationales de la technologie, telles que Google, investissent également dans les systèmes de câbles sous-marins. Après l'annonce du câble *Firmina* (reliant la côte est des États-Unis à l'Argentine, au Brésil et à l'Uruguay) en 2021, Google a également annoncé ses plans pour le nouveau câble sous-marin transatlantique appelé *Nuvem*, qui devrait entrer en service en 2026, avec des points de contact en Caroline du Sud (États-Unis), aux Bermudes et au Portugal (source : Google Cloud). **D'après les dernières transactions de M&A, ce type d'infrastructure est valorisé à un multiple de 12 à 13 fois l'EV/EBITDA** (source : Unidata, Zayo, Level 3 Communications).




Réseau de câbles sous-marins TIM SPARKLE en Europe (Octobre 2023)



Sources : TIM SPARKLE website

Enfin, comme indiqué précédemment, le **groupe a également annoncé des appels d'offres IoT & Smart Metering d'une valeur de 15,7 M€** remportés au cours des six premiers mois de cette année. Le premier appel d'offres a été attribué cette année, y compris une variété de projets de IoT (Internet of Things) à Palerme (IT) axés sur des solutions de Smart Metering pour la gestion de l'eau. La valeur totale du contrat s'élève à 2,7 M€, pour une période de 36 mois, comprenant ici la conception et la mise en œuvre d'un réseau LoraWAN™ et d'un réseau IoT sans fil pour les compteurs d'eau. Le groupe a également remporté un appel d'offres pour des services similaires dans la région métropolitaine de Firenze-Prato-Pistoia. La valeur totale de l'appel d'offres s'élève à plus de 3,5 M€, soit une durée de 13 ans, comprenant la conception et la mise en œuvre d'un réseau LoraWAN™ et la fourniture de plateformes de gestion et de supervision du réseau basées sur le cloud. Enfin, le troisième contrat, qui s'élève à plus de 9,5 M€ pour une durée de 14 ans, comprend également les services décrits pour les deux derniers, dans la province de Rieti (IT).

IoT et Smart Metering : appels d'offres attribués en 2023

 <p>Award in Temporary Grouping of Companies, with the role of Mandatory, with BIP S.p.A. and Lektor S.r.l.</p> <p>Tender for the implementation of the Automatic Meter Management System of the Metropolitan City of Palermo.</p> <p>Total value of the contract equal to 2.7 million Euros, for a period of 36 months</p> <p>The awarded tender is part of the PNRR funds</p>	 <p>Award in Public Private Partnership of the concession for the implementation and management of the smart metering IoT system for Acqua Publicca Sabina</p> <p>Assignment through project financing equal to 9.5 million Euros for a duration of 14 years</p> <p>Unidata will build the network using LoRaWan® technology and implementing a management system for data-driven water resource management processes</p>	 <p>Award of the contract for the Connectivity service for the meters of the integrated water service users, for drinking water use, in Firenze- Prato- Pistoia Metropolitan Area</p> <p>Assignment through project financing equal to over 3.5 million Euros for a duration of 13 years</p> <p>The awarded tender is part of the PNRR funds</p>
---	--	---

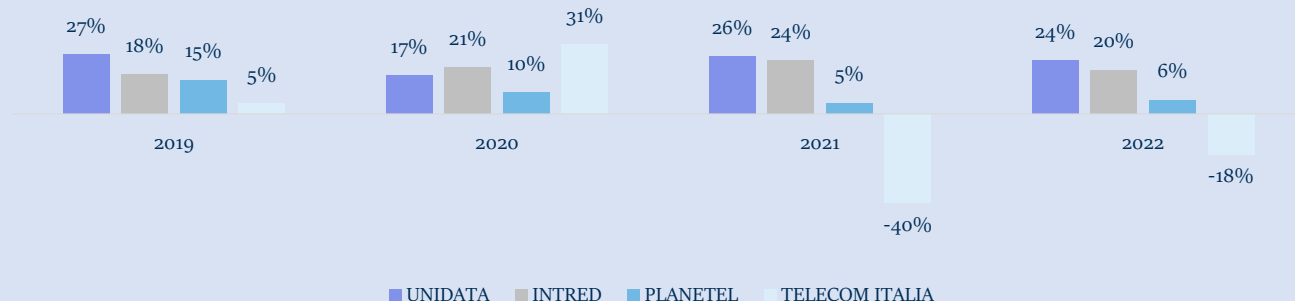
Sources : Unidata presentation

Comparaison du ROCE avec les pairs du secteur telco et datacenter

Par rapport à ses pairs du secteur des **télécoms**, Unidata peut se vanter d'avoir un ROCE (« Return on Capital Employed ») moyen plus élevé sur la période 2019-2022. Grâce à un portefeuille diversifié de produits et de services, Unidata est en mesure de générer un ROCE plus élevé en raison de son bilan *asset light* et de son infrastructure de fibre optique plus petite que celle de ses pairs (Unidata : 6 200 km contre Intred : 10 600 km et Telecom Italia : 600 000 km). Les sociétés de télécoms opèrent généralement avec un faible BFR (généralement inférieur à 5 % du CA), en partie également influencé par le caractère saisonnier des activités liées à la construction de l'infrastructure (favorisant le S2). Cette caractéristique de l'industrie limite à son tour le poids des actifs fixes sur le CE (« Capital Employed »), ce qui se traduit par un ROCE à deux chiffres.

En termes de rentabilité, les opérateurs de fibre optique sont un bon point de référence. En effet, sur l'ensemble de la période 2019 - 2022, Unidata et Intred ont généré une marge EBIT moyenne supérieure à 20% (Unidata : 21% et Intred : 27%), bénéficiant d'une part importante de CA récurrents (supérieure à 60% pour les deux), d'une clientèle B2B, B2C et P.A. diversifiée et d'une infrastructure de réseau fibre importante (Unidata : 6 200 km et Intred : 10 600 km). La marge EBIT moyenne d'Unidata est en partie influencée par la forte croissance du CA de leur division *Infrastructure* (+133% YoY en FY 2022), représentant 37% du CA total du groupe (vs 22% en FY 2021), division qui se caractérise par des marges plus faibles (6% de marge EBITDA en FY 2022 vs 47% de la division *Retail*). En outre, environ 10% du CA sur le FY 2022 provenaient de diverses activités telles que Datacenter & Cloud, IoT & Smart Solutions et d'autres services tels que Project Bari (construction d'un système de vidéosurveillance), ce qui, selon nous, a eu un impact sur les marges du groupe.

Return on Capital Employed (ROCE) - telco peers

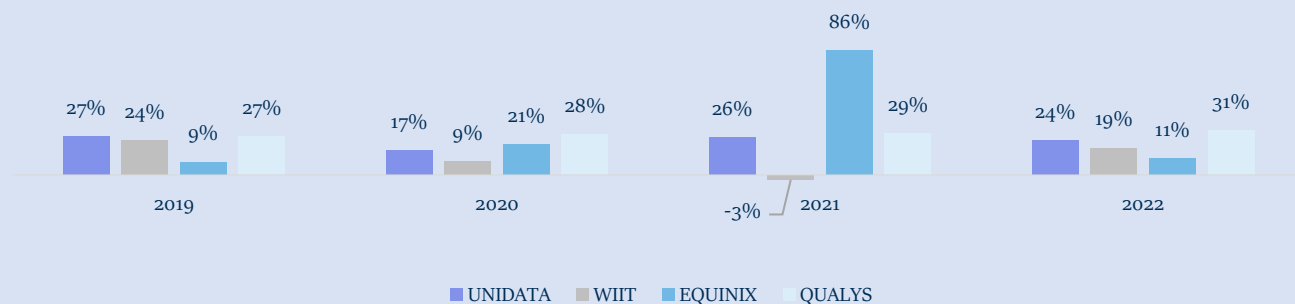


Sources : FactSet, TP ICAP Midcap

Les différences de marge sont particulièrement mises en évidence quand on compare Unidata à ses pairs du secteur des **datacenters**. En effet, la marge EBIT moyenne d'Unidata pour la période 2019-2022 (21 %) est nettement supérieure à celle de Wiit (12 %) et d'Equinix (17 %). En outre, le BFR plus élevé (17% et 24% des CA sur l'exercice 2022 pour Wiit et Qualys respectivement, contre 2% pour Unidata), pèse à son tour sur le CE, ce qui se traduit par un ROCE plus faible (vs telco).

Même si les activités liées à la fibre optique génèrent des marges plus élevées, nous apprécions la diversification du groupe à travers ses JV. Unifiber et Unitirreno augmenteront de manière significative la portée du groupe en Italie, tout en fournissant des services de développement d'infrastructure (dans Unifiber) et en conservant ces actifs hors de leur bilan. Même si le marché des datacenters se caractérise par des marges plus faibles et un BFR plus élevé, nous voyons d'un œil positif les efforts d'Unidata pour accroître sa présence sur un marché qui devrait croître à un CAGR (2022 - 2026) de plus de 19%, représentant aussi une étape importante pour devenir un fournisseur de services Internet totalement intégré. En contrepartie, **nous estimons que le ROCE d'Unidata diminuera à 16% et 13% en 2023E et 2024E respectivement** (contre 24% en 2022).

Return on Capital Employed (ROCE) - datacentre peers



Sources : FactSet, TP ICAP Midcap

Acquisition du groupe TWT

En février dernier, Unidata a finalisé l'acquisition du groupe TWT (comprenant Berenix S.r.l. et ses filiales TWT S.p.A., Domitilla S.p.A. et Voisoft S.p.A.). Fondé en 1995 à Milan, TWT Group est l'un des **principaux opérateurs italiens de services de télécommunications, de connectivité et de ICT, spécialisé dans le segment B2B**. Plus précisément, TWT Group compte plus de 33 000 clients directs et indirects (ces derniers par l'intermédiaire de revendeurs agréés), un centre de données de niveau 3+ de 650 mètres carrés à Milan et un réseau propriétaire de fibres optiques (environ 100 km) autour de la région de Milan. Au cours de l'exercice 2021, TWT Group a généré 58,7 M€ de CA (dont 21,8 M€ provenant de son activité de commerce vocal B2B) et 6,9 M€ d'EBITDA (reporté). La dette nette du groupe s'est élevée à -13,9M€ (position de trésorerie nette).

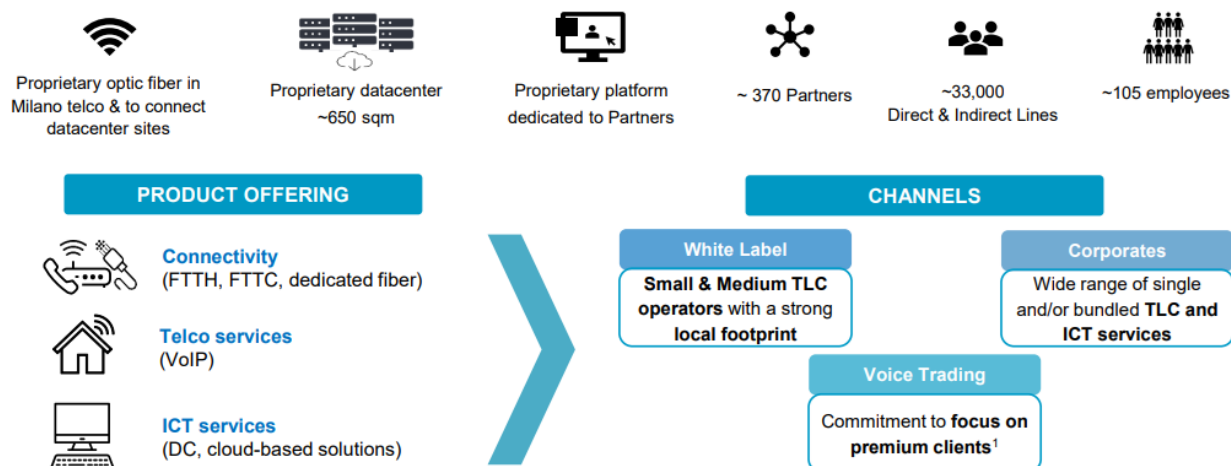
Principales synergies entre Unidata et TWT Group

	Geography	Commercial	Infrastructure	Know-how	Industrial opportunities
	Central Italy & recent expansion in Puglia	Corporate / Wholesale B2B & Consumer	Historical core business	Technology driven	Commercial offering and Tech solutions
	Strong national presence	White Label / Corporate - Only B2B	Asset-light (focus on services)	Network and process driven	

Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Le montant total de l'acquisition s'élève à 58 M€ (dont 55,6 M€ pour Berenix S.r.l. et ses filiales, et 2,4 M€ pour Voisoft S.r.l.), dont 2,8 M€ versés à titre d'acompte et 8 M€ en actions au cours de l'exercice 22. Afin de réaliser l'acquisition, Unidata s'est appuyé sur un pool de crédits bancaires pour un total de 41,2M€. Le prêt a une durée totale de 6 ans couvert avec un taux d'intérêt fixe IRS / Euris. En s'appuyant sur le vaste réseau de revendeurs de TWT présent dans toute l'Italie et sur la plateforme propriétaire de TWT destinée aux clients revendeurs, Unidata diversifie et renforce efficacement son offre commerciale. L'intégration de TWT permettra à Unidata d'étendre sa présence géographique, au-delà des frontières de la région du Lazio, et de dégager des synergies commerciales en matière d'accès aux données et de coûts de développement de logiciels (Voisoft S.r.l. est spécialisée dans la production de logiciels dans le secteur des télécommunications). À l'avenir, Unidata supprimera l'ancienne activité de téléphonie vocale de TWT : liquidation des clients de base (c'est-à-dire des clients/contrats dont la marge brute est pratiquement nulle), afin de se concentrer sur les activités plus rentables de TWT : Connectivité (solutions fibre FTTH et FTTC), services Telco (VoIP) et services TIC (DC, solutions basées sur le cloud). En fait, Unidata vise à réduire son coût des ventes d'environ 3 % d'ici à 2025. Complémentaire du segment *Infrastructure* d'Unidata, le business model *asset-light* de TWT et à forte génération de cash permettra également au groupe d'optimiser son bilan et sa génération de cash, ce qui laissera de la place pour d'autres opportunités M&A et des plans de CAPEX.

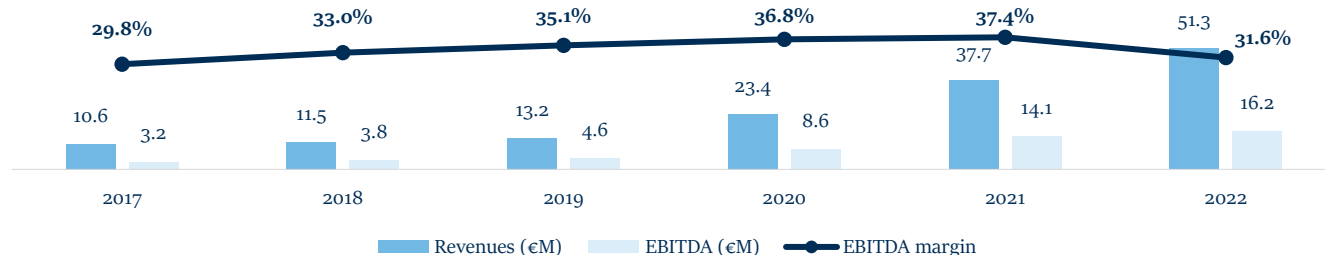
Aperçu de TWT Group



Sources : Unidata presentation

Analyse financière

CA, EBITDA et marge EBITDA du Groupe – en M€ et en % (2017 – 2022)

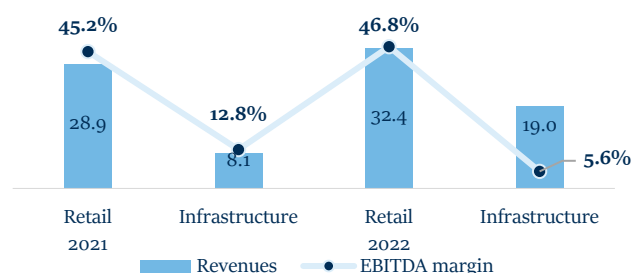


Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

L'histoire du groupe est marquée par une croissance a connu une progression forte et constante. En effet, depuis 2018, le CA du groupe a augmenté de 4,4x, passant de 11,5 M€ pour le FY 2018 à 51,4 M€ pour le FY 2022. Plusieurs événements ont stimulé de manière significative la croissance du CA d'Unidata. À première vue, l'augmentation la plus importante YoY a eu lieu en 2020, lorsque la pandémie de Covid-19 en Italie a déclenché une demande sans précédent de services Cloud et Internet. Cette demande a été stimulée par les clients P.A., B2B et B2C, ce qui a entraîné une augmentation du CA de +77 % YoY. Cet effet s'est également répercuté sur le FY 2021, la base de clients du groupe ayant notamment augmenté pour atteindre 13 186 clients, contre 10 080 pour le FY 2020 (+31 %), ce qui a déclenché un effet volume positif. Au cours de l'exercice 2022, le CA du groupe a augmenté de +39 % YoY, atteignant 51,3 M€. Cette forte croissance à deux chiffres a été principalement tirée par :

- La division *Infrastructure* (29 % du CA total) a vu son CA augmenter à 15,1 M€ (+156 % YoY). Cette division a enregistré une croissance significative à trois chiffres, reflétant la forte augmentation du déploiement du réseau du groupe (+30%YoY) à 5 450 km en 2022, déclenchant à son tour un effet de volume positif, puisque le nombre de clients du groupe a augmenté à 17 187 en 2022 (+30% YoY).
- La division *Wholesale* (31 % du CA total) a vu son CA augmenter à 16,1 M€ (+39 % YoY). Pour rappel, cette activité concerne la vente du réseau de fibres optiques d'Unidata à d'autres opérateurs de télécommunications, via l'utilisation de contrats I.R.U. L'augmentation YoY va de pair avec l'augmentation du réseau du groupe, maximisant la valeur des lignes moins stratégiques dans le portefeuille d'Unidata.
- La division *Fibre & Networking* (27 % du CA total) a vu son CA augmenter à 13,8 M€ (+16% YoY). La croissance organique de la division est due à une plus grande portée du réseau et à un plus grand nombre de clients, fournissant des solutions de connectivité par fibre optique, xDLS, sans fil et téléphonie.

CA et marge EBITDA par division – en M€ (à gauche) et répartition du CA du S1 2023 (à droite)



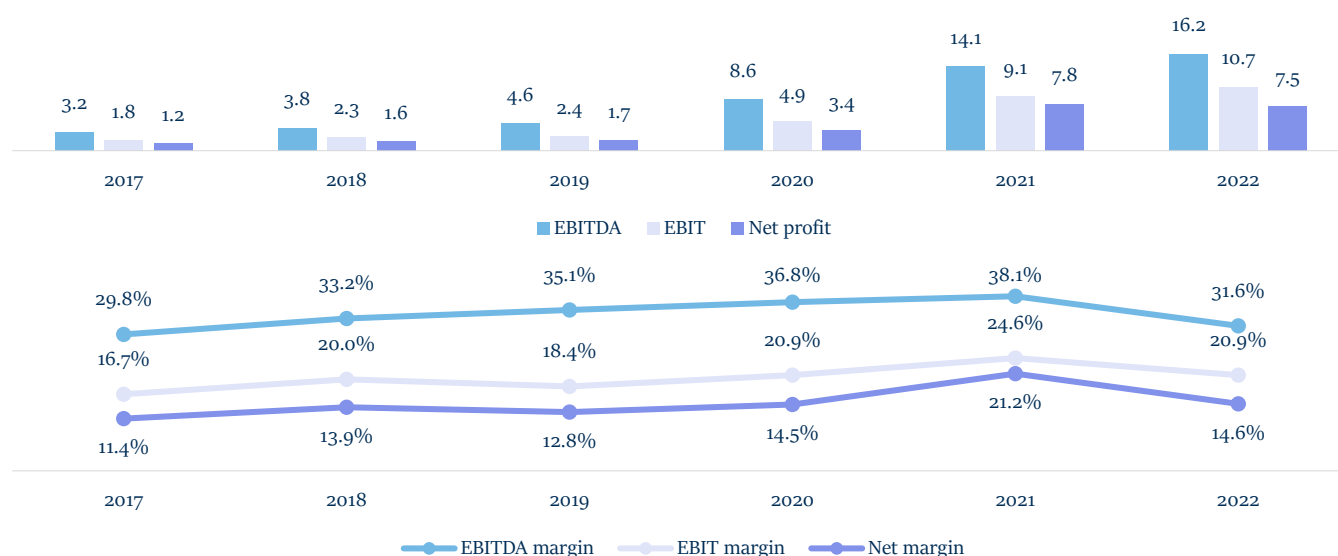
60.2%	Retail	37.6%	Infrastructure
4.8%	Consumer	10.6%	Wholesale IFRS 16
12.1%	Business	23.1%	Unifiber
2.2%	Wholesale	4.0%	Materials trading
0.5%	P.A.		
3.9%	Project		
5.0%	Voice trading		
31.8%	Reseller & Business TWT		

Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Suite à la consolidation de TWT Group dans les derniers résultats du S1 2023, le groupe a également procédé à la modification de son reporting par segment de revenus. Comme indiqué précédemment, le groupe a historiquement divisé les revenus en *Fibre & Networking*, *Infrastructure*, *Cloud & Datacentre*, *IoT & Smart Solutions*, cependant - à l'avenir - le groupe divisera les revenus en deux groupes principaux : **Retail** (60% du CA S1 2023) et **Infrastructure** (38% du CA S1 2023). Il sera donc difficile de comparer les performances historiques des BU. Néanmoins, toutes les activités du groupe (Fibre & Networking, Cloud & Data et IoT & Smart Solutions) ont toutes progressé à un rythme constant. L'intégration des activités de TWT a encore renforcé le positionnement d'Unidata en Italie. De fait, les revenus du groupe au S1 2023 ont augmenté de +93% YoY (vs +22% YoY sans inclure la contribution

de TWT) à 41,7 M€. D'autre part, le groupe a également augmenté la portée de son réseau de fibre optique de plus de 450 km, atteignant un total de 5 900 km à la fin du mois de juin (6 200 au T3 2023).

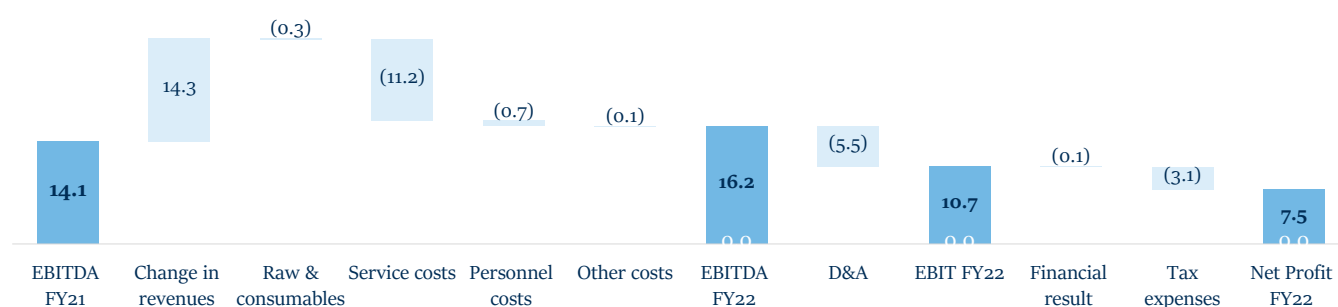
EBITDA, EBIT et Résultat Net du Groupe - en M€ et en % (2017 - S1 2023)



Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Depuis 2017, la base des coûts du groupe a régulièrement diminué pour atteindre 61,9% en 2021 (en % du CA total), contre 70,2% en 2017. Le changement le plus important s'est produit en 2022, lorsque la base des coûts est remontée à 68,4 %. La hausse des coûts d'achat d'équipements liés aux opérations de mise en réseau et aux périphériques des centres de données a entraîné une augmentation de 700 k€ des coûts des matières premières au cours de l'année. Les coûts des services, quant à eux, ont connu l'augmentation la plus significative. En effet, en raison de l'augmentation des coûts des services publics, des services Internet et des coûts de conception, ainsi que d'une activité de construction de fibre plus importante (CA Infrastructure en hausse +133% YoY), ce coût variable a augmenté de +101% YoY (soit 11,2 M€), représentant 43,2% du CA total (contre 29,8% en 2021).

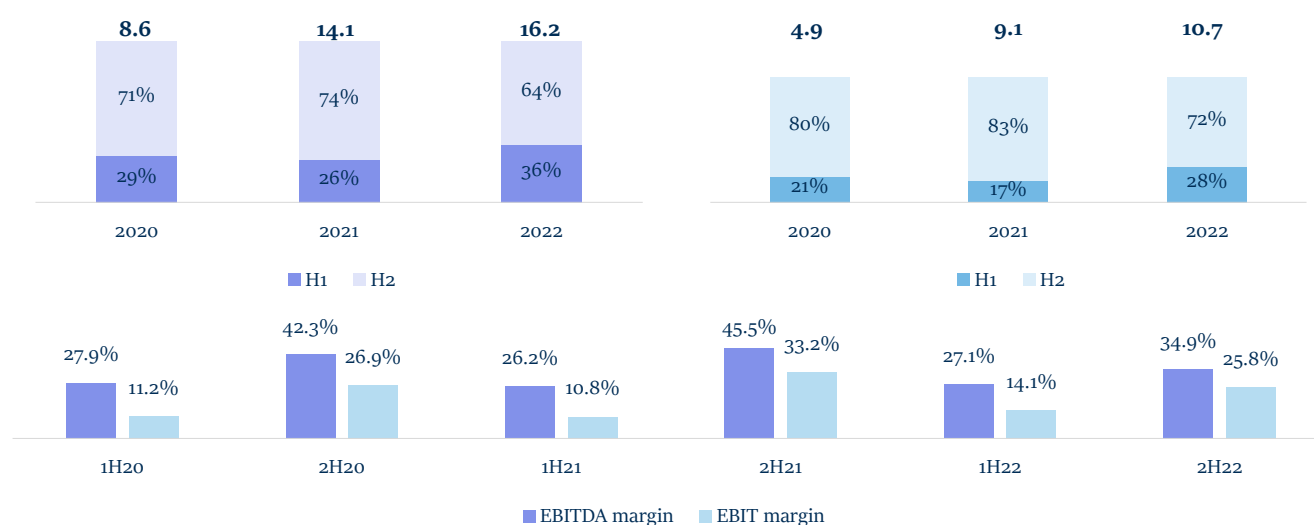
Décomposition de l'EBITDA, de l'EBIT et du Résultat Net du Groupe - en M€ (2021 - 2022)



Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Ces mouvements de la structure des coûts ont évidemment influencé l'EBITDA, l'EBIT et le résultat net du groupe. Ils ont enregistré une croissance relativement régulière jusqu'en 2021, atteignant respectivement 38,1%, 24,6% et 21,2%. En 2022, suite à une augmentation de la construction de réseaux par la division Infrastructure (CA en hausse de +133% YoY), l'EBITDA, l'EBIT et le résultat net du groupe ont diminué pour atteindre respectivement 31,6%, 20,9% et 14,6% du CA, dû à l'intensité de capital de cette activité. La marge d'EBITDA de cette dernière a également diminué à 5,6 % du CA en 2022 (contre 12,8% en 2021), ce qui a exercé une pression sur les marges du groupe. Le S1 2023 a suivi la même tendance. L'intégration de TWT a encore détérioré les marges, car le groupe nouvellement acquis s'engage dans des activités à faible marge, telles que la Voice & Trading (nous estimons une marge d'EBITDA *low single-digit*). Toutefois, cette tendance ne devrait pas se poursuivre à l'avenir, car, comme mentionné précédemment, le groupe abandonnera cette dernière et se concentrera sur l'activité de revendeur de fibre optique de TWT (clientèle exclusivement B2B).

Saisonnalité de l'EBITDA (à gauche) et de l'EBIT (à droite) – en % et en M€ (2020 – 2022)

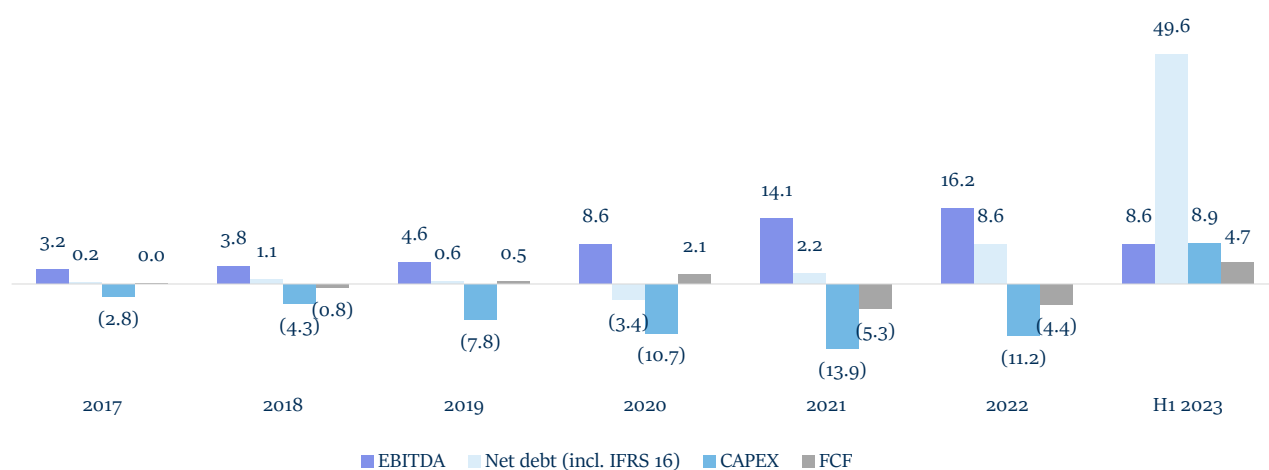


Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Même si la marge d'EBITDA du S1 2023 (20,6%) est nettement inférieure à la moyenne historique des exercices précédents (35,7%), il faut noter que **l'EBITDA présente une forte saisonnalité avec une forte pondération du S2**. En 2021, 26,4% de l'EBITDA a été généré au cours du S1, avec les 73,6% restants étant générés au S2. L'effet de saisonnalité s'est partiellement atténué en 2022, 36,1% de l'EBITDA ayant été enregistré au S1. Alors que le CA du segment *Wholesale* est stable et récurrent tout au long de l'année, cette saisonnalité a pour origine la nature des travaux du segment *Infrastructure*. En effet, les travaux sur les réseaux de fibres optiques commencent généralement au S1 et sont ensuite activés au S2, ce qui libère le CA au S2.

La saisonnalité des résultats et des travaux du groupe a également un effet sur la dette nette (incl. IFRS 16). De fait, le groupe a affiché 1,1 M€ et 0,6 M€ de dette nette en 2018 et en 2019 respectivement, reflétant une forte progression des activités réseaux (le CA de la division *Fibre & Networking* a augmenté de +14% en 2019) et une faible génération de trésorerie nette (environ 0,2 M€ en 2018 et 2019 cumulés). La tendance s'est inversée en 2020 puisque le groupe a bénéficié de 5,7 M€ de produits de l'IPO, généré 9,4 M€ de trésorerie nette, ramenant la position d'endettement net à -3,4 M€. Les niveaux élevés de CAPEX en 2021 et en 2022 ont exercé une pression sur le FCF, qui est passé en territoire négatif (-5,3 M€ et -4,4 M€ respectivement), augmentant ensuite la position d'endettement net du groupe à 2,2 M€ et 8,6 M€. Au S1 2023, la dette nette du groupe a grimpé à 49,6 M€, reflétant le coût d'acquisition de 46,7 M€ de TWT et une augmentation de la dette brute d'environ 40 M€.

EBITDA, dette nette, CAPEX et FCF du Group – en M€ (2017 – S1 2023)



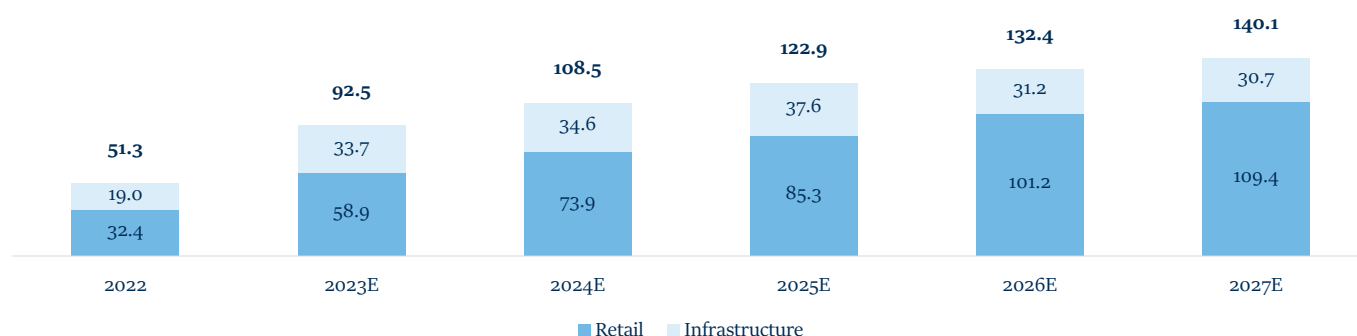
Sources : Unidata, TP ICAP Midcap

Estimations : CAGR double-digit

Une base d'actifs pour soutenir un CAGR (2023 - 2027) de +10,9% du CA

À l'avenir, la direction d'Unidata s'appuiera sur plusieurs piliers. Au cours des dernières années, le groupe a annoncé trois partenariats JV (Unifiber, Unicenter et Unitirreno), trois appels d'offres IoT & Smart Metering et la récente acquisition de TWT Group, ce qui nous amène à penser que toute autre opération importante de M&A ne se produira pas à court terme. Après la clôture de l'acquisition de TWT Group cette année, nous pensons qu'Unidata se concentrera sur les activités de consolidation à court terme. En fait, Unidata n'aura plus un rayon d'action partiellement limité à l'Italie centrale et au Lazio en particulier, mais au contraire deviendra déjà un acteur important au niveau national à court terme. En intégrant TWT, la direction d'Unidata procédera à l'élimination complète de l'ancienne activité de négoce de services vocaux de TWT (dont la marge brute est pratiquement nulle), en se concentrant sur les segments de la connectivité, des services Telco et des services ICT.

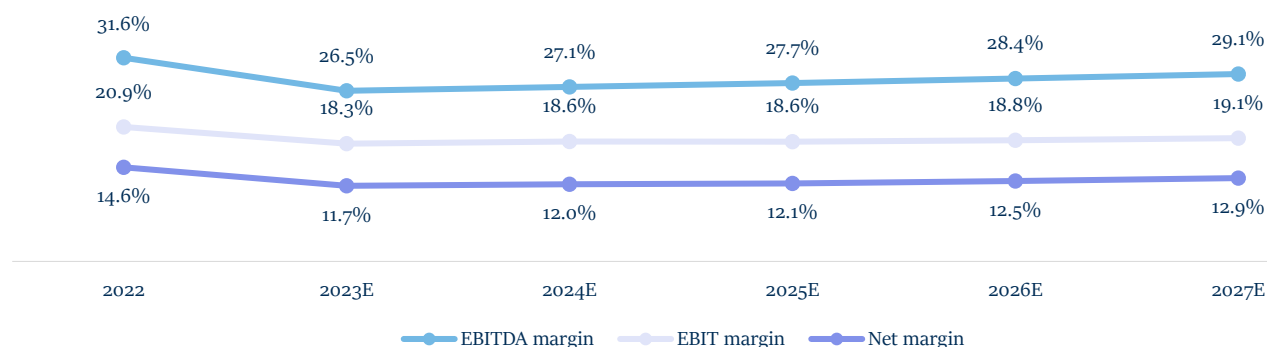
Estimations du CA par segment - en M€ (2022 - 2027E)



Sources : Estimations TP ICAP Midcap

Nous avons structuré nos estimations de CA sur la base de la dernière répartition observée pour la première fois lors des résultats du S1 2023. Dans un environnement où les efforts de digitalisation et l'accessibilité à la fibre augmentent rapidement, nous estimons que le groupe devrait être en mesure de générer une croissance CAGR du CA de +10,9% sur la période 2023E - 2027E, tirée par (i) le déploiement constant de leur réseau d'infrastructure fibre, (ii) la réalisation de leurs différentes JV (Unifiber, Unicenter et Unitirreno), (iii) l'acquisition de nouveaux clients B2B, B2C et P.A., et (iv) l'intégration du TWT Group. **Pour la division Retail, nous estimons un CAGR de +16,8% (2023 - 2027)**, reflétant une croissance stable de la clientèle et un effet prix positif dans la sous-division Business (nous estimons environ +1% de hausse de l'ARPU par an), toutefois partiellement compensée par un effet prix négatif pour la sous-division Consumer (nous estimons environ -1%/-2% de baisse de l'ARPU par an). D'autre part, **pour la division Infrastructure, nous estimons un CAGR de -2,3% (2023 - 2027)**, reflétant le développement naturel du calendrier des travaux d'Unifiber et un CA relativement stable de la sous-division Wholesale. D'ici 2027E, nous estimons que la division Retail représentera 78% du CA total (contre 63% en 2022). Cette évolution se répercute positivement sur nos estimations de la marge EBITDA, qui devrait atteindre 29,1 % d'ici 2027E. D'autre part, en raison de la nature capitalistique du segment Infrastructure, nous estimons que la marge EBIT diminuera à 18,5% d'ici 2025E (en raison d'un plan CAPEX cumulé de plus de 50 M€) et suivra ensuite la même tendance à la hausse (mais à un rythme plus lent) pour atteindre 19% d'ici 2027E, reflétant les niveaux croissants de D&A.

Estimations des marges EBITDA, EBIT et nette - en M€ (2022 - 2027E)

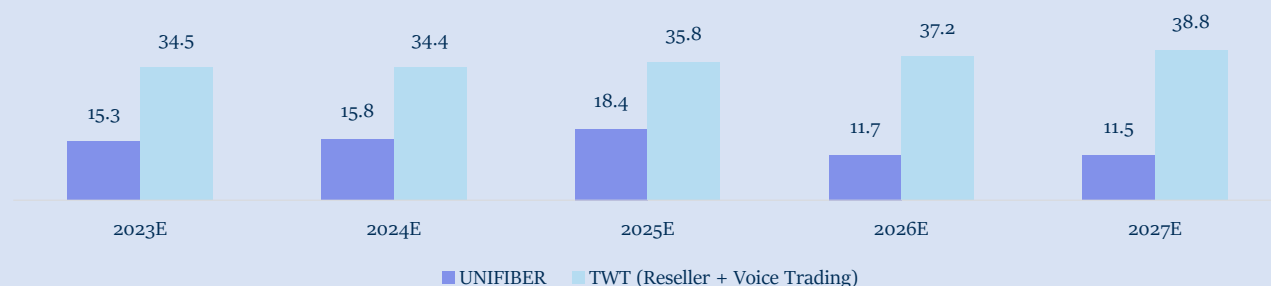


Sources : Estimations TP ICAP Midcap

Contribution du M&A et de Unifiber

Outre les deux principales *business units* (*Retail* et *Infrastructure*), nous présentons ici nos estimations de CA pour les activités *Reseller & Business* et *Voice Trading* TWT (les deux font partie de la division *Retail*) et Unifiber (qui fait partie de la division *Infrastructure*). Comme indiqué à la page 16, Unidata détient une part minoritaire dans Unifiber (30%), ce qui permet au groupe de maintenir le projet hors de son bilan. Dans la répartition suivante, nous ne présentons que la part minoritaire d'Unidata.

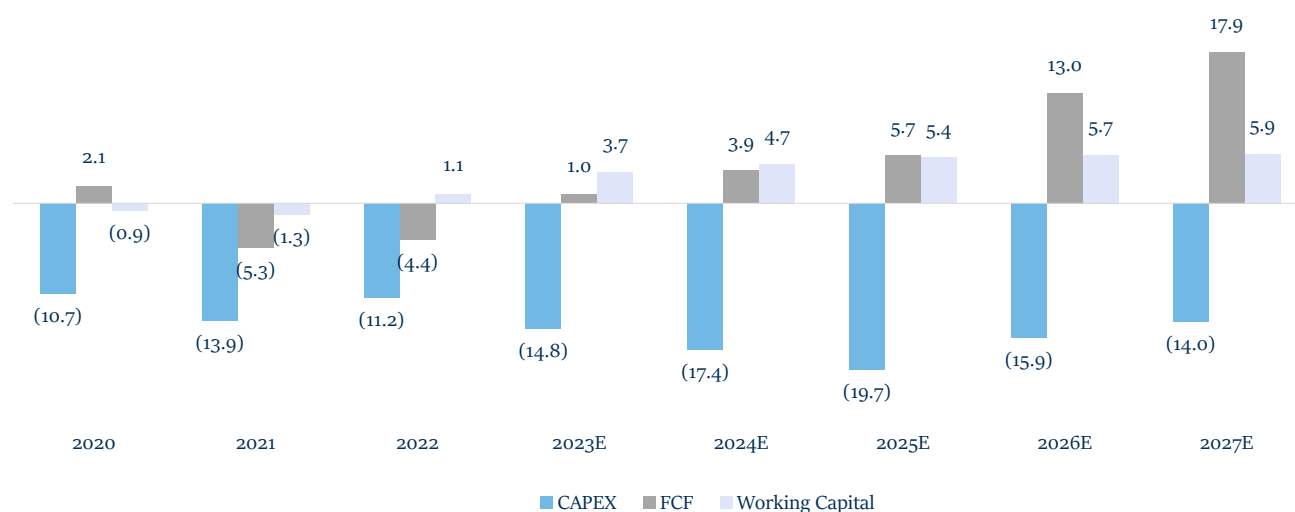
- **Unifiber** (participation de 30%) – nous estimons un **CA cumulé 72,8M€ sur l'ensemble de la période 2023E – 2027E**. Pour ce projet, Unidata, en plus d'être actionnaire minoritaire, sera également en charge de la construction du réseau, activité pour laquelle le groupe a généré 9,6M€ au S1 2023. Nous estimons toutefois que le CA augmentera régulièrement pour atteindre 18,4M€ en 2025E, année au cours de laquelle les travaux du réseau de fibre optique devraient être achevés. Suite à l'achèvement des travaux, nous estimons que le groupe générera 11,7M€ et 11,5M€ de CA provenant des activités de vente en gros de la fibre.
- **Reseller & Business and Voice Trading TWT** (entièrement consolidé) – nous estimons un **CA cumulé de 180,6M€ sur la période 2022 - 2027E**. Suite à la consolidation de TWT en début d'année, Unidata bénéficiera de la portée nationale de TWT sur le marché B2B, offrant de la connectivité (FTTH) et des ICT (solutions basées sur le cloud), et d'une base de clients établie (plus de 33 000 clients directs et indirects). Pour rappel, ces business units seront à terme intégrées dans les sous-segments historiques de CA d'Unidata, nos estimations sont donc notre vision de la contribution potentielle.



Source : TP ICAP Midcap estimates

Après une hausse des CAPEX pour déployer le réseau de fibre optique au cours des trois dernières années (46%, 38% et 22% du chiffre d'affaires en 2020, 2021 et 2022), nous estimons qu'ils se stabiliseront à environ 16% du CA en 2023E, 2024E et 2025E, en ligne avec le nouveau business plan du groupe. À long terme, nous estimons que les CAPEX se stabiliseront à environ 10 % du CA. Nous nous attendons à ce que le groupe réinvestisse la majorité de ses cash flows pour continuer à étendre son infrastructure de réseau de fibre optique, créer des datacenters supplémentaires et développer ses offres de cybersécurité et d'IoT. Dans l'attente d'une plus grande visibilité sur les synergies provenant du groupe TWT, nous estimons également un BFR stable à l'avenir, entre 3 % et 5 % du CA. Ce dernier, combiné à des CAPEX relativement fixes, devrait se refléter positivement sur le FCF, que nous voyons augmenter à 12% du CA d'ici 2027E.

Estimations des CAPEX, du BFR et du FCF – en M€ (2020 – 2027E)



Sources : TP ICAP Midcap estimates

Valorisation

Pour déterminer la valeur intrinsèque de Unidata S.p.A., nous avons utilisé la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF) (pondération de 70%) et la méthode des comparables cotés en bourse (pondération de 30%).

Flux normatifs	Taux d'actualisation
<ul style="list-style-type: none"> Un taux de marge EBITDA de 31,6% à l'horizon 2032E Des dépenses d'investissement (CAPEX) qui vont s'établir à 10% du CA Une modélisation de l'impôt sur les sociétés en ligne avec le taux italien à 27,9% 	<ul style="list-style-type: none"> Un taux sans risque de 4,3% (BTP Italien à 10 ans) Une prime de risque action de 8,5% Une prime de risque spécifique de 2% Un beta 1Y <i>ajusté</i> (FactSet) de 0,6x Un taux de croissance long terme de 2%

Modèles DCF : tableau de flux

DCF (M€)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Sales	92.5	108.5	122.9	132.4	140.1	145.5	151.0	156.2	160.5	163.7
Variation	16.7%	17.2%	13.3%	7.8%	5.8%	3.9%	3.7%	3.5%	2.8%	2.0%
EBITDA	24.5	29.4	34.0	37.6	40.8	43.1	45.4	47.8	49.9	51.7
Margin	26.5%	27.1%	27.7%	28.4%	29.1%	29.6%	30.1%	30.6%	31.1%	31.6%
D&A	(7.6)	(9.2)	(11.2)	(12.7)	(14.0)	(15.1)	(16.2)	(17.3)	(15.9)	(16.4)
% of sales	8.2%	8.5%	9.1%	9.6%	10.0%	10.4%	10.8%	11.1%	9.9%	10.0%
EBIT	16.9	20.2	22.8	24.9	26.8	28.0	29.2	30.5	34.0	35.4
Margin	18.3%	18.6%	18.6%	18.8%	19.1%	19.2%	19.3%	19.5%	21.2%	21.6%
Taxes	(4.2)	(5.0)	(5.8)	(6.4)	(7.0)	(7.3)	(7.7)	(8.0)	(9.0)	(9.6)
Tax rate	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
CAPEX	14.8	17.4	19.7	15.9	14.0	14.6	15.1	15.6	16.1	16.4
% of sales	16.0%	16.0%	16.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Δ WC	2.6	0.9	0.7	0.3	0.1	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
% of sales	2.8%	0.9%	0.6%	0.2%	0.1%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
FCF	2.9	6.1	7.9	15.0	19.6	19.9	21.2	22.6	23.3	24.3
Discounted FCF	2.9	5.4	6.3	10.8	12.7	11.5	11.1	10.6	9.8	9.2

VALUATION SUMMARY			
Sum of discounted FCF	90.3	Net debt (excl. IFRS 16)	3.8
Terminal Value	266.9	Provisions	0.0
TGR	2.0%	Minorities	0.0
Discounted TV	101.1		
Enterprise Value	191.4	Equity Value	187.7
# of shares (millions)	3.2		
TARGET PRICE =	57.8		

WACC Calculation			
Risk free rate (BTP 10Y)	4.3%	Beta (1Y adjusted)	0.6x
Size premium	2.0%	Market premium	8.5%
Cost of Equity		11.6%	
Interest rate	4.0%	Tax rate	27.9%
Cost of Debt		2.9%	
% equity	97%	% net debt	3%
WACC =		11.3%	

Valuation method	Target price	Weight
DCF	57.8	70%
EV/EBITDA	74.3	15%
P/E	55.8	15%
TARGET PRICE	60.0	100%

		WACC				
		11.1%	11.2%	11.3%	11.4%	11.5%
TGR	1.0%	55.8	55.1	54.5	53.9	53.3
	1.5%	57.4	56.7	56.1	55.4	54.7
	2.0%	59.3	58.5	57.8	57.1	56.4
	2.5%	61.3	60.5	59.7	59.0	58.2
	3.0%	63.6	62.7	61.9	61.1	60.2

Sources : Estimations TP ICAP Midcap

Valorisation par les comparables

EV/EBITDA	2024E	2025E
Figure	29.4	34.0
Multiple	10.1 x	9.3 x
Multiple at -20% discount	8.1 x	7.4 x
Enterprise Value	238.0	251.9
Bridge @ 2022	3.8	3.8
Equity Value	234.2	248.2
# of shares	3.2	3.2
Price/share	72.1	76.4
Average	74.3	

P/E	2024E	2025E
Figure	10.9	13.0
Multiple	20.8 x	18.2 x
Multiple at -20% discount	16.6 x	14.6 x
Enterprise Value	180.5	189.3
Bridge @ 2022	3.8	3.8
Equity Value	176.7	185.5
# of shares	3.2	3.2
Price/share	54.4	57.1
Average	55.8	

Current & Target Multiples	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	92.5	108.5	122.9	132.4	140.1
EV/Sales	1.8 x	1.5 x	1.3 x	1.1 x	0.9 x
Target EV/Sales	2.0 x	1.7 x	1.5 x	1.4 x	1.3 x
EBITDA	24.5	29.4	34.0	37.6	40.8
EV/EBITDA	6.8 x	5.6 x	4.6 x	3.9 x	3.1 x
Target EV/EBITDA	7.7 x	6.4 x	5.5 x	5.0 x	4.6 x
EBIT	16.9	20.2	22.8	24.9	26.8
EV/EBIT	9.9 x	8.1 x	6.9 x	5.8 x	4.8 x
Target EV/EBIT	11.1 x	9.3 x	8.2 x	7.5 x	7.0 x
Net Income	7.5	10.9	13.0	14.9	16.5
P/E	22.2 x	15.0 x	12.1 x	9.8 x	7.7 x
Target P/E	25.5 x	17.6 x	14.7 x	12.9 x	11.6 x

TRADING MULTIPLES			Market Value (M€)		EV/EBIT			EBIT Margin			EV/Sales			EV/EBITDA			P/E			
Company Name	Ticker	Country	Equity	EV	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
			Telecom peers:																	
Telecom Italia S.p.A.	TIT-IT	Italy	5,501	38,808	31.8 x	24.6 x	22.7 x	8%	10%	11%	2.4 x	2.4 x	2.4 x	6.6 x	6.3 x	6.5 x				
Vodafone Group Plc	VOD-GB	United Kingdom	23,183	76,198	17.1 x	16.0 x	14.7 x	10%	11%	12%	1.8 x	1.8 x	1.8 x	5.8 x	5.8 x	5.6 x	12.0 x	9.4 x	8.3 x	
Intred Spa	ITD-MIL	Italy	156	172	17.1 x	16.8 x	15.3 x	20%	19%	19%	3.5 x	3.1 x	2.8 x	8.1 x	7.6 x	6.9 x	24.0 x	23.9 x	21.2 x	
Planetel S.p.A.	PLN-MIL	Italy	32	44	9.3 x	7.7 x	6.5 x	13%	14%	15%	1.2 x	1.1 x	1.0 x	7.4 x	6.3 x	5.6 x	11.9 x	6.7 x	5.0 x	
Telefonica SA	TEF-ES	Spain	21,963	65,121	5.0 x	5.0 x	14.5 x	9%	9%	11%	0.5 x	0.4 x	1.6 x	5.0 x	4.9 x	4.9 x	12.2 x	11.5 x	11.4 x	
Elisa Oyj Class A	ELISA-FI	Finland	7,006	8,066	16.7 x	15.8 x	15.2 x	22%	23%	23%	3.7 x	3.6 x	3.5 x	10.7 x	10.3 x	10.0 x	17.8 x	17.1 x	16.5 x	
Royal KPN NV	KPN-NL	Netherlands	12,604	19,754	15.6 x	14.9 x	14.2 x	23%	24%	25%	3.7 x	3.6 x	3.5 x	3.7 x	7.6 x	7.4 x	16.0 x	15.1 x	14.0 x	
Swisscom AG	SCMN-CH	Switzerland	27,559	35,608	15.4 x	15.3 x	15.2 x	20%	20%	20%	3.1 x	3.1 x	3.1 x	7.6 x	7.6 x	7.5 x	15.3 x	15.2 x	15.1 x	
Telenor ASA	TEL-NO	Norway	13,432	21,725	14.5 x	13.4 x	12.8 x	22%	23%	24%	3.2 x	3.1 x	3.0 x	7.4 x	7.1 x	6.9 x	22.1 x	15.0 x	13.1 x	
Telia Company AB	TELIA-SE	Sweden	8,370	17,824	20.1 x	16.5 x	15.1 x	11%	14%	15%	2.3 x	2.2 x	2.2 x	6.8 x	6.5 x	6.3 x	19.2 x	14.8 x	12.8 x	
Telenet Group Holding NV	TNET-BE	Belgium		7,888	13.8 x	12.5 x	11.5 x	20%	22%	24%	2.8 x	2.7 x	2.8 x	5.7 x	5.6 x	5.7 x	7.5 x	6.9 x	6.6 x	
freenet AG	FNTN-DE	Germany	3,022	3,771	16.0 x	11.1 x	10.5 x	9%	13%	13%	1.5 x	1.4 x	1.4 x	7.6 x	7.4 x	7.2 x	13.7 x	10.8 x	10.2 x	
Eutelsat Communications SA	ETL-FR	France	1,915	3,827	15.3 x	16.1 x	13.7 x	21%	18%	17%	3.2 x	2.8 x	2.3 x	5.1 x	4.8 x	4.4 x	6.0 x	6.4 x	6.1 x	
Datacenter, cloud and cybersecurity peers:																				
WIIT SpA	WIIT-IT	Italy	482	668	21.1 x	17.6 x		19%	22%	23%	4.1 x	3.8 x		11.2 x	9.9 x		32.1 x	25.8 x	21.7 x	
Defence Tech Holding SpA	DTH-IT	Italy	106	102	12.8 x	10.8 x		30%	29%		3.8 x	3.1 x	2.7 x	10.2 x	8.5 x	7.2 x	20.8 x	18.0 x	13.9 x	
Equinix, Inc.	EQIX-US	United States	67,685	82,103	63.0 x	55.4 x	46.6 x	17%	18%	20%	10.8 x	10.0 x	9.2 x	24.0 x	22.0 x	19.8 x	80.0 x	75.5 x	67.5 x	
GDS Holdings Ltd.	GDS-US	China	1,815	7,034	77.1 x	55.0 x	37.3 x	7%	9%	11%	5.4 x	4.8 x	4.2 x	12.4 x	10.9 x	9.5 x				
Qualys, Inc.	QLYS-US	United States	6,081	5,816	28.0 x	26.4 x	23.8 x	41%	40%	39%	11.6 x	10.4 x	9.4 x	25.8 x	24.6 x	22.4 x	35.3 x	33.8 x	30.3 x	
Nextdc Limited	NXT-AU	Australia	4,047	4,036	203.1 x	145.9 x	85.8 x	8%	10%	14%	16.3 x	14.1 x	11.8 x	34.1 x	28.0 x	22.7 x				
Shanghai AtHub Co.	603881-CN	China	1,233	1,587	49.2 x	39.7 x	32.7 x	16%	19%	20%	8.1 x	7.4 x	6.5 x	11.6 x	10.5 x	9.3 x	58.2 x	46.9 x	35.8 x	
Mean			33.1x	26.8x	22.7x	17.4%	18.2%	18.7%	4.6x	4.3x	4.0x	10.8x	10.1x	9.3x	23.8x	20.8x	18.2x			
Median			16.9x	16.0x	15.1x	18.0%	18.3%	18.5%	3.3x	3.1x	2.8x	7.6x	7.6x	7.2x	17.8x	15.1x	13.9x			
Harmonic Mean			16.9x	15.2x	15.9x	13.9%	15.4%	16.7%	2.4x	2.3x	2.6x	7.9x	7.9x	7.4x	15.7x	13.5x	12.0x			
Unidata S.P.A.	UD-MIL	Italy		117	9.9 x	8.1 x	6.9 x	18.3%	18.6%	18.6%	1.8 x	1.5 x	1.3 x	6.8 x	5.6 x	4.6 x	22.2 x	15.0 x	12.1 x	
vs. Peers Average					-70%	-70%	-70%	5%	2%	0%	-61%	-65%	-68%	-37%	-45%	-50%	-6%	-28%	-33%	

Sources : Entreprises, FactSet, TP ICAP Midcap

Comparables cotés en bourse


Founded in 1994 and headquartered in Rome, Italy, Telecom Italia S.p.A. is Italy's foremost telecommunications provider, offering a comprehensive suite of services, including fixed-line and mobile telephony, high-speed internet, and advanced digital solutions. With a rich history and commitment to innovation, Telecom Italia plays a pivotal role in connecting communities and businesses across Italy and Brazil.



Vodafone Group Plc is a global telecommunications behemoth headquartered in the UK. The company was founded on July 1984. Renowned for its expansive reach, Vodafone delivers mobile, fixed-line, and broadband services in multiple countries, predominantly operating in Asia, Africa, Europe and Oceania.



Intred, founded in 1996, is a telecommunications and internet services operator that manages their own fiber optic network infrastructure (10 000 km + in Lombardy). Headquartered in Brescia, the company provides broadband, ultra-broadband, mobile, fixed line, cloud and complementary services to businesses and consumers.



Planetel S.p.A. is a dynamic Italian telecommunications company providing a diverse range of voice and data services to both businesses and consumers. Founded in 2000 and headquartered in Treviolo, the company offers Internet, video calling, fibre optic connectivity, cloud and VOIP services.



Telefonica SA is a Spanish multinational telecommunications company headquartered in Madrid, Spain. Operating across Europe, Latin America, and beyond, Telefonica is one of the largest telephone operators and mobile network providers in the world. More specifically, the group provides fixed and mobile telephony, broadband and subscription television.



Founded in 1982 and headquartered in Helsinki, Finland, Elisa Oyj Class A engages in the provision of telecommunications, information and communications technology. The group operates through the Consumer Customers and Corporate Customers segments.



Royal KPN NV is a Dutch telecommunications titan with a strong presence in the Netherlands and beyond. Specializing in mobile, fixed-line, and internet services, KPN has played an instrumental role in shaping the Dutch telecommunications landscape and connecting communities.



Swisscom AG stands as Switzerland's premier telecommunications provider, offering mobile, fixed-line, and IT services. Partially state-owned the group serves residential, business and wholesale customers. The group is headquartered in Bern, Switzerland.



Telenor ASA, based in Norway, is a global telecommunications company providing mobile and internet services. The group is one of the largest mobile telecommunications with operations worldwide, but focused in Scandinavia and Asia. Founded in 1885, Telenor is majority state-owned.



Telia Company AB is a leading Nordic and Baltic telecommunications firm, offering a wide spectrum of services, including mobile, broadband, and TV. With a strong presence in the region, Telia enhances digital connectivity for residents and businesses alike.



Telenet Group Holding NV is the largest provider of cable broadband services in Belgium. The group offers basic and enhanced video, including high definition, pay television and video-on-demand services, high-speed broadband internet and fixed-line, and mobile telephony services to residential customers. The company was founded in 1996 and is headquartered in Brussels, Belgium.



Freenet AG, headquartered in Germany, is a telecommunications company with a customer-centric approach. Freenet offers a wide range of telecommunications, television, internet and mobile services.



Eutelsat Communications SA is a leading global satellite operator and service provider. With a diverse fleet of geostationary and low Earth orbit satellites, Eutelsat delivers high-quality communication, broadcasting, and broadband connectivity solutions to customers worldwide. Their advanced satellite technology plays a vital role in connecting people, businesses, and governments, enabling communication, data transfer, and access to digital content across the globe.



WIIT SpA is a holding company, which engages in the provision of hosted private and hybrid cloud services. It offers cloud computing, critical applications, business continuity and disaster recovery, cyber security, technology migrations, service desk, and digital transformation solutions. The company was founded by Alessandro Cozzi in 2001 and is headquartered in Milan, Italy.



Defence Tech Holding SpA engages in the design, construction, and certification of cyber security, big data, and intelligence systems. It operates through the following macro business areas: Cyber Security and Technologies for Intelligence, Engineering and Control Systems, and Electronics. The company was founded in 2010 and is headquartered in Rome, Italy.



Equinix, Inc. engages in the provision of collocation space and develops data centre solutions. The firm offers secure key management, consulting, network virtualization, customer support, and managed services. The company is a leader in global collocation data centre market share, with 248 data centres in 27 countries on five continents. Founded in 1998 the company is headquartered in Redwood City, CA.



GDS Holdings Ltd. engages in developing and operating data centers in China. It builds, operates, and transfers data centers at other locations. Its data centers are carrier and cloud-neutral, which enable customers to connect to major telecommunications carriers, and to access a number of cloud service providers. The firm also offers collocation and managed services, which include direct private connection to major public cloud platforms. The company was founded by William Huang and Wei Huang in 2001 and is headquartered in Pudong, China.



Qualys, Inc. engages in the provision of cloud security and compliance solutions. Its products enable organizations to identify security risks to information technology infrastructures, help protect information technology systems and applications from cyber-attacks, and achieve compliance with internal policies and external regulations. The firm also offers solutions through a software-as-a-service model, primarily with renewable annual subscriptions. The company was founded on December 30, 1999 and is headquartered in Foster City, CA.



NextDC is an Australian data centre operator. As of July 2020, the company operates 11 data centres around Australia, with facilities in Melbourne, Sydney, Brisbane, Perth and Canberra. The company was founded by Bevan Andrew Slattery on May 11, 2010 and is headquartered in Brisbane, Australia.



Shanghai AtHub Co., Ltd. engages in data center construction. Its main business includes customized data centers, fully equipped electric power properties, key data center infrastructure management, data center planning consulting, and network enablement services. The company was founded on November 18, 2009 and is headquartered in Shanghai, China.

Source : FactSet, Entreprises, TP ICAP Midcap

Annexe #1 : Le top management d'Unidata



Renato Brunetti – Président et PDG

- Expert en systèmes informatiques et en projets de logiciels ;
- En 1985, il a fondé Unidata avec deux partenaires, guidant l'entreprise vers son nouveau cœur de métier, en détectant le potentiel offert par l'Internet ;
- Actuellement président du consortium NaMex et vice-président de l'AIIP (Association italienne des fournisseurs d'accès à l'Internet).



Roberto Giacometti – CFO et Head of Investor Relations

- Expert en administration et finances, planification et contrôle ;
- A occupé le poste de directeur général dans plusieurs entreprises italiennes et étrangères et a été directeur du Secrétariat national de l'Agesci ;
- En 2019, il a rejoint Unidata et a suivi le processus de cotation sur l'EGM et les récentes opérations extraordinaires.

Annexe #2 : Stratégie ESG d'Unidata

Stratégie ESG d'Unidata et certifications



Reducing climate-changing emissions
and the energy consumption



Infrastructure of areas to resolve
conditions of digital divide



Protection of employees and attention
to their training and well-being



Achieved certifications



UNI EN ISO 9001:2015
SGQ Certificato n.520

ISO 9001: 2015
(Quality management
System)



ISO/IEC 27001: 27017,
27018 (Information
Security Management
System)



ISO 14001: 2015
(Environmental
management System)

Sources : Unidata presentation

En 2022, Unidata est devenue une *Benefit Company* et a publié son premier *Impact Report* et son troisième *ESG Report*. La stratégie ESG du groupe est axée sur trois macro-moteurs d'intérêt commun : i) développer une infrastructure dans les zones grises pour combler les lacunes digitales totales ou partielles, ii) réduire ses émissions de gaz à effet de serre et sa consommation d'énergie globale et iii) protéger ses employés en donnant la priorité à leur formation et à leur bien-être.

Résultats et objectifs ESG d'Unidata



Fiber in grey and black areas

- New HU OF +21k
- New HU UF +64k

Roma 5G

- 100 squares connected by WIFI
- 1525 Small Cells

Unitirreno

- 890km from Mazara del Vallo to Genova with connections at Roma – Fiumicino and Olbia

Personal development

- employment increase 215+ units
- Women from 28% to 32% of the total
- increase of the under 30

Training

- +46% of total training hours
- Assessment 90+% of staff

Welfare

- +10% monetary incentive
- +29% of smart working days

Evaluation

- company climate measurement
- periodic performance assessment

Savings enabled by IoT metering projects

- 80M m3 of water
- 60GWh of energy

-10% data center consumption

Direct self-production 4+%

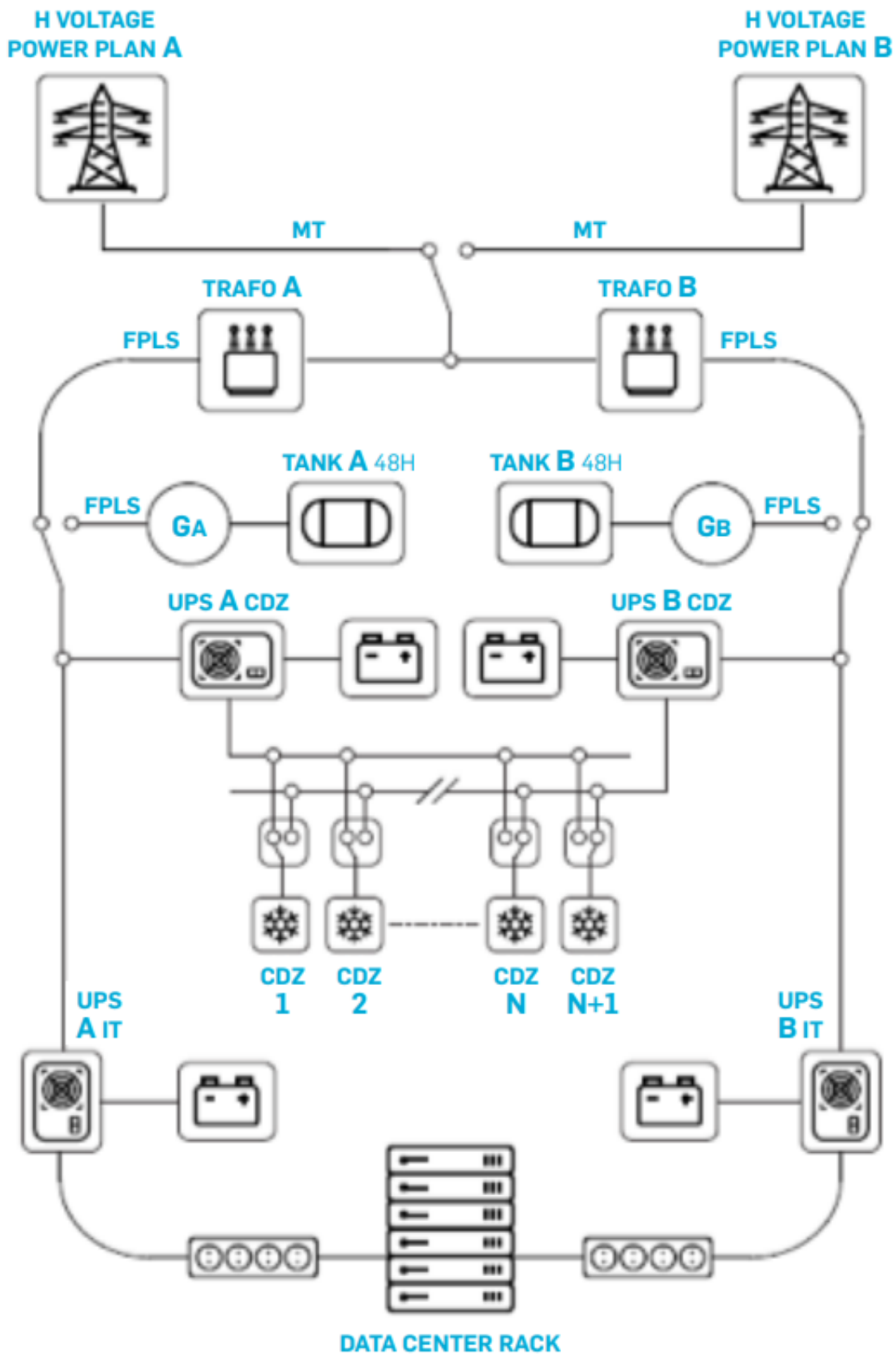
95+% energy used from renewables

Mobility manager and contribution to the Sustainable Urban Mobility Plan

12% reduction in the average CO2 emissions by the car fleet

Sources : Unidata presentation

Annexe #3 : Structure des racks du datacentre



Sources : Unidata

FINANCIAL DATA

Compte de résultat	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
CA total	23,4	37,0	51,3	92,5	108,5	122,9
Variation (%)	77,3	57,9	38,8	80,2	17,2	13,3
Marge brute	11,5	17,5	20,3	32,4	38,6	44,5
% du CA	49,2	47,2	39,5	35,0	35,6	36,2
EBITDA	8,6	14,1	16,2	24,5	29,4	34,0
% du CA	36,8	38,1	31,6	26,5	27,1	27,7
ROC	4,9	9,1	10,7	16,9	20,2	22,8
% de CA	20,9	24,6	20,9	18,3	18,6	18,6
Eléments non récurrents	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	4,9	9,1	10,7	16,9	20,2	22,8
Résultat financier	-0,1	-0,3	-0,1	-1,9	-2,2	-2,2
Impôt sur les résultats	-1,4	-1,0	-3,1	-4,2	-5,0	-5,8
Résultat Net part du groupe	3,4	7,8	7,5	10,9	13,0	14,9
BPA (publié)	1,38	3,20	2,96	3,52	4,21	4,82
Bilan financier	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	46,7	46,7	46,7
Immobilisations corp. et incorp.	26,7	33,7	39,4	47,8	57,1	66,8
Droit d'utilisation	7,4	9,3	9,3	8,1	6,9	5,7
Immobilisations financières	1,3	1,1	3,5	3,5	3,5	3,5
BFR	-0,9	-1,3	1,1	3,7	4,7	5,4
Autres actifs	0,4	0,4	3,6	3,6	3,6	3,6
Total actifs	34,8	43,2	56,9	113,4	122,5	131,7
Capitaux propres	21,4	29,0	36,9	47,8	60,6	75,2
Intérêts Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette Nette	-2,5	2,2	8,6	54,2	50,5	45,1
Autres passifs	15,9	12,0	11,4	11,4	11,4	11,4
Total Passifs	34,8	43,2	56,9	113,4	122,5	131,7
Dette Nette hors IFRS16	-6,3	-3,1	3,8	50,2	46,5	41,1
Gearing	-0,1	0,1	0,2	1,1	0,8	0,6
Levier	-0,3	0,2	0,5	2,2	1,7	1,3
Tableau de flux	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
CAF après coût de l'endettement et impôt	7,5	13,3	13,1	18,5	22,2	26,1
ΔBFR	5,2	-4,7	-6,3	-2,6	-0,9	-0,7
Cash flow généré par l'activité	12,7	8,6	6,8	15,8	21,2	25,3
Capex net	-10,7	-13,9	-11,2	-14,8	-17,4	-19,7
FCF	2,1	-5,3	-4,4	1,0	3,9	5,7
Acquisition/Cession	0,0	0,0	0,0	-46,7	0,0	0,0
Autres investissements	-1,1	0,0	-2,1	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	3,2	1,1	11,1	35,4	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,3
Remboursement des dettes locatives	-0,1	1,6	-0,6	-0,2	0,0	0,0
Operation au Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres flux	5,4	-0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	9,4	-2,9	4,2	-10,4	3,7	5,4
ROA (%)	5,3%	10,0%	7,4%	6,6%	7,1%	7,3%
ROE (%)	15,8%	27,0%	20,3%	22,7%	21,5%	19,8%
ROCE (%)	17,1%	25,6%	23,7%	15,6%	13,0%	13,5%

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

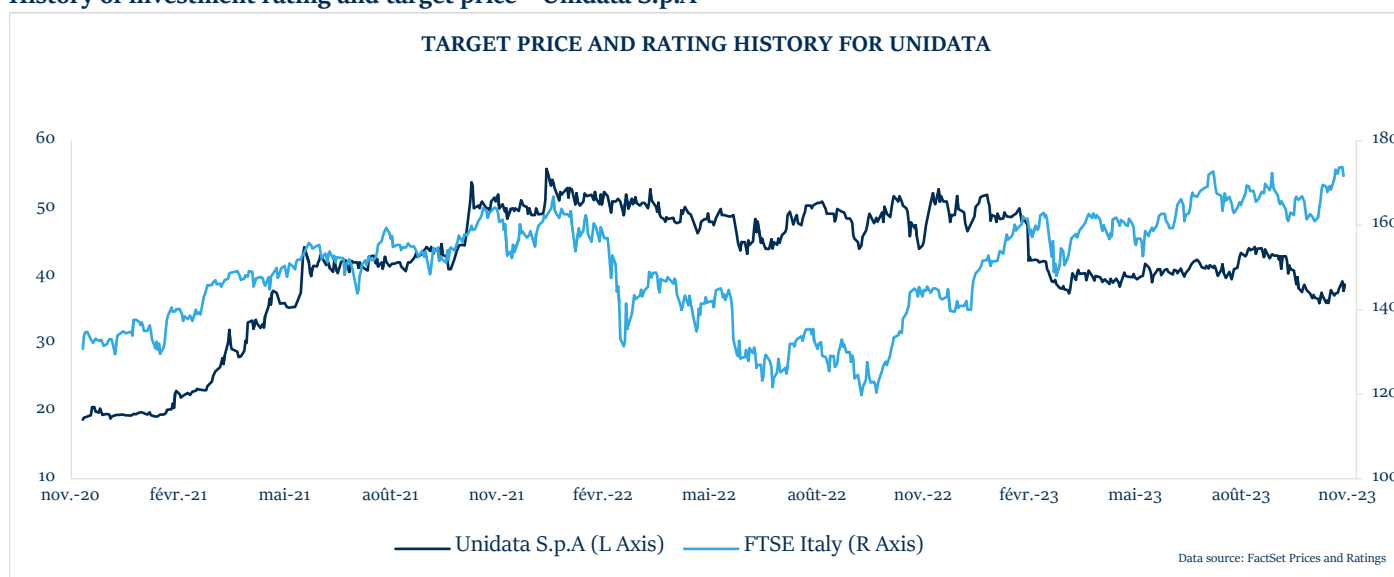
Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts entre TP ICAP Midcap et l'émetteur

G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur: Unidata S.p.A

History of investment rating and target price – Unidata S.p.A



Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	80%	63%
Conserver	16%	56%
Vente	2%	0%
Sous revue	1%	100%

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est confidentiel et est destiné à l'usage interne des destinataires sélectionnés uniquement. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, distribuée ou transmise sans le consentement écrit préalable de Midcap.

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables et publiques, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture de la veille sauf indication contraire. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Ce Rapport est uniquement destiné aux personnes qui sont des Contreparties Eligibles ou des Clients Professionnels au sens de la réglementation MIFID II. Il n'est pas destiné à être distribué ou transmis, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. Le Rapport fait l'objet d'une diffusion réservée. La recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte des Bonnes Pratiques relative à la recherche sponsorisée. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des " barrières d'information ", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.