


EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 04.04.2025, h. 18:30
 Pubblicazione | 07.04.2025, h. 07:00

Lindbergh

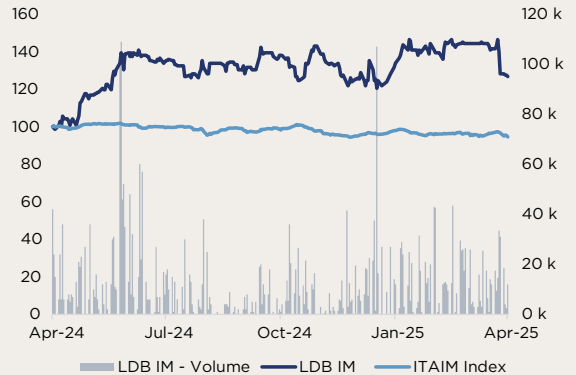
Euronext Growth Milan | MRO | Italy

Rating  BUY unchanged	Target Price € 5,00 prev. € 5,00
---	---

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	1,6x	1,2x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA	8,9x	7,3x	6,1x	5,2x
EV/EBIT	16,3x	12,8x	10,1x	8,2x
P/E	21,7x	16,7x	14,x	11,7x
NFP/EBITDA	0,8x	0,5x	n/a	n/a

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	24,13	33,00	38,10	43,10
EBITDA	4,33	5,30	6,30	7,40
EBIT	2,36	3,00	3,80	4,70
Net Income	1,62	2,10	2,50	3,00
Net Financial Position	3,42	2,53	(0,12)	(2,92)
EBITDA margin	17,9%	16,1%	16,5%	17,2%
EBIT margin	9,8%	9,1%	10,0%	10,9%
Net income margin	6,7%	6,4%	6,6%	7,0%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 3,60
Target price	€ 5,00
Upside/(Downside) potential	38,8%
Ticker - Bloomberg Code	LDB IM
Market Cap (€/mln)	€ 35,07
EV (€/mln)	€ 38,49
Free Float (% on ordinary shares)	43,51%
Shares Outstanding	9.742.485
52-week high	€ 4,28
52-week low	€ 2,74
Average Daily Volumes (3 months)	14.262

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-12,2%	-5,3%	-8,2%	26,8%
to FTSE Italia Growth	-10,2%	-1,9%	-4,4%	32,2%
to Euronext STAR Milan	-3,9%	1,4%	-0,9%	38,7%
to FTSE All-Share	-7,1%	-13,3%	-19,4%	19,8%
to EUROSTOXX	-4,5%	-10,2%	-12,1%	25,9%
to MSCI World Index	-4,8%	1,9%	-4,3%	24,0%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROA	8,2%	9,8%	10,5%	11,3%
ROIC	13,8%	16,2%	19,5%	23,1%
ROE	19,4%	20,2%	19,3%	18,8%
Current Ratio	1,4x	1,6x	1,8x	2,0x

Source: FactSet

FY24A Results

Nel FY24A, il valore della produzione si attesta a € 24,13 mln, in calo rispetto ai € 26,91 mln del 2023, principalmente per effetto del deconsolidamento di Lindbergh France. L'EBITDA cresce del 26,3% su base annua, raggiungendo € 4,33 mln, con un EBITDA Margin in netto miglioramento al 17,9% grazie all'uscita di attività a bassa marginalità. L'EBIT si attesta a € 2,36 mln, in aumento rispetto all'anno precedente, mentre il Net Income delle continuing operations è pari a € 1,62 mln. Le discontinued operations registrano una perdita di € 1,59 mln, portando il risultato netto complessivo a € 0,02 mln. La NFP migliora leggermente, passando da € 3,79 mln a € 3,42 mln di debito.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 33,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 16,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 43,10 mln (CAGR 24A-27E: 21,3%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 7,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 17,2%), in crescita rispetto a € 4,33 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,9%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP *cash positive* pari a € 2,92 mln. Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Lindbergh sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari all'2,5%) restituisce un equity value pari a € 58,4 mln. L'equity value di Lindbergh utilizzando i market multiples risulta essere pari € 38,9 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 48,7 mln. Il target price è di € 5,00, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues Network & Warehouse	22,23	11,79	12,20	12,70	13,20
Revenues Waste/Circular Economy	3,03	3,76	4,20	4,60	5,10
Revenues HVAC	1,18	7,99	16,30	20,50	24,50
Other revenues	0,46	0,59	0,30	0,30	0,30
Value of Production	26,91	24,13	33,00	38,10	43,10
COGS	2,06	4,60	6,80	7,80	8,80
Services	15,80	7,28	10,40	12,00	13,50
Employees	4,97	7,14	9,60	11,00	12,40
Other operating costs	0,66	0,79	0,90	1,00	1,00
EBITDA	3,43	4,33	5,30	6,30	7,40
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,7%</i>	<i>17,9%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,2%</i>
D&A	1,72	1,98	2,30	2,50	2,70
EBIT	1,71	2,36	3,00	3,80	4,70
<i>EBIT Margin</i>	<i>6,4%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,9%</i>
Financial management	(0,15)	(0,23)	(0,30)	(0,30)	(0,30)
EBT	1,56	2,13	2,70	3,50	4,40
Taxes	0,38	0,51	0,60	1,00	1,40
Net Income	1,18	1,62	2,10	2,50	3,00
of which Minorities	0,02	(0,31)	0,10	0,15	0,20
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	11,00	11,39	11,25	10,80	10,10
Account receivable	5,15	8,48	10,10	11,80	13,60
Inventories	0,65	1,36	1,80	2,10	2,40
Account payable	5,00	6,28	7,00	8,30	9,30
Operating Working Capital	0,79	3,56	4,90	5,60	6,70
Other receivable	0,81	2,23	1,20	1,30	1,40
Other payable	1,95	3,88	2,80	3,20	3,40
Net Working Capital	(0,34)	1,91	3,30	3,70	4,70
Severance & other provisions	0,85	1,56	1,60	1,70	1,80
NET INVESTED CAPITAL	9,81	11,74	12,95	12,80	13,00
Share capital	0,28	0,32	0,32	0,32	0,32
Reserves	4,49	7,92	8,25	10,25	12,60
Net Income	1,16	0,33	2,00	2,35	2,80
Equity	5,93	8,57	10,57	12,92	15,72
Minorities Equity	0,08	(0,25)	(0,15)	(0,00)	0,20
Cash & cash equivalents	2,33	5,29	6,37	10,12	13,92
Short term financial debt	1,85	2,63	2,40	2,60	2,80
M/L term financial debt	4,28	6,08	6,50	7,40	8,20
Net Financial Position	3,80	3,42	2,53	(0,12)	(2,92)
SOURCES	9,81	11,74	12,95	12,80	13,00

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	0,76	3,00	3,80	4,70
Taxes	0,51	0,60	1,00	1,40
NOPAT	0,25	2,40	2,80	3,30
D&A	1,98	2,30	2,50	2,70
Change in NWC	(2,25)	(1,39)	(0,40)	(1,00)
<i>Change in receivable</i>	<i>(3,33)</i>	<i>(1,62)</i>	<i>(1,70)</i>	<i>(1,80)</i>
<i>Change in inventories</i>	<i>(0,71)</i>	<i>(0,44)</i>	<i>(0,30)</i>	<i>(0,30)</i>
<i>Change in payable</i>	<i>1,28</i>	<i>0,72</i>	<i>1,30</i>	<i>1,00</i>
<i>Change in others</i>	<i>0,51</i>	<i>(0,05)</i>	<i>0,30</i>	<i>0,10</i>
Change in provisions	0,71	0,04	0,10	0,10
OPERATING CASH FLOW	0,67	3,35	5,00	5,10
Capex	(2,36)	(2,16)	(2,05)	(2,00)
FREE CASH FLOW	(1,69)	1,19	2,95	3,10
Financial Management	(0,23)	(0,30)	(0,30)	(0,30)
Change in Financial debt	2,59	0,19	1,10	1,00
Change in equity	2,29	(0,00)	(0,00)	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	2,96	1,08	3,75	3,80

Source: Lindbergh Historical Data and Integrae SIM estimates

Company Overview

Lindbergh è un Gruppo che offre servizi nei settori MRO (Maintenance, Repair & Operations), HVAC (Heating, Ventilation, Air Conditioning) ed Economia Circolare. Ad oggi, il Gruppo opera attraverso tre Business Unit, offrendo un ampio portafoglio di servizi:

- **Network Management**, per l'offerta di servizi di logistica e prodotti - dedicati alle aziende dotate di reti di tecnici manutentori itineranti - veicolati da un servizio di logistica notturna "a bordo veicolo";
- **HVAC**, con l'obiettivo di divenire, attraverso la controllata SMIT e grazie ad iniziative di m&a, il primo player italiano nell'industria del riscaldamento, raffrescamento e ventilazione;
- **Circular Economy**, per l'offerta di servizi complessi nell'ambito della gestione di rifiuti industriali con la finalità di identificare, attraverso supply chain virtuose, processi innovativi per la valorizzazione dei rifiuti e la produzione di materiali riciclati tracciati.

Lindbergh è stata fondata nel 2006 da Marco Pomè e Michele Corradi, entrambi provenienti da esperienze di rilievo nell'ambito della logistica e dei servizi alle industrie. Il Gruppo impiega, ad oggi, più di 200 dipendenti.

FY24A Results

TABLE 2 - ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

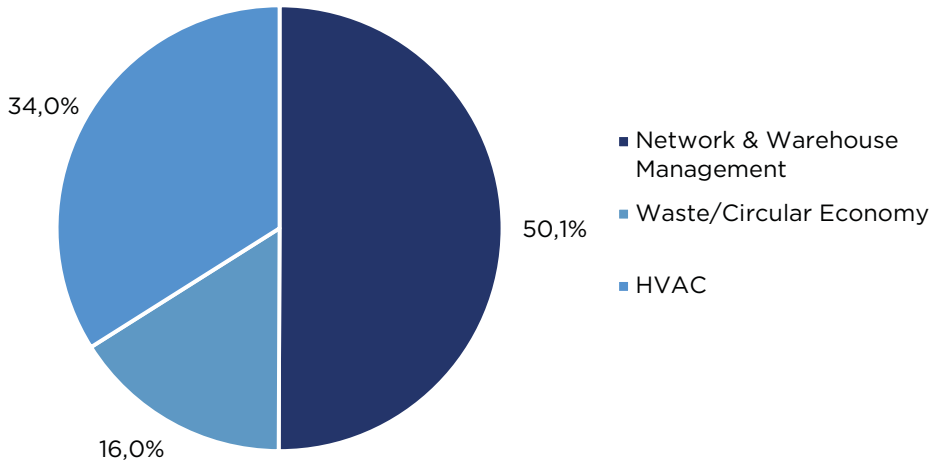
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY24A	24,13	4,33	17,9%	2,36	1,62	3,42
FY24E*	23,30	4,30	18,5%	2,60	1,80	1,44
Change	3,6%	0,7%	-0,5%	-9,4%	-10,3%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati annuali, dichiara: *“L’uscita dal mercato francese avvenuta a fine 2024 ha rappresentato un punto di svolta importante della nostra strategia di crescita. Dai numeri di bilancio consolidato si può vedere per la prima volta in modo così chiaro il forte aumento delle marginalità delle attività non cedute, con l’EBITDA margin di gruppo che passa dal 12,7% al 17,9% dei ricavi e il risultato netto che passa dal 4,3% al 6,7% dei ricavi. Questa è la dimostrazione di quanto sia solida la nostra posizione in Italia per tutte le BU del gruppo. Siamo molto soddisfatti della crescita organica della BU Waste/Circular Economy (+24%) e della crescita delle attività nel settore HVAC (con ricavi che sfiorano gli 8 milioni). Non possiamo, invece, essere soddisfatti dell’andamento della BU Network Management in Italia, che per la prima volta dopo tanti anni non è cresciuta. Nulla di allarmante, la nostra posizione nel mercato è ben solida e le relazioni con i clienti storici proseguono; stiamo lavorando per riprendere un cammino di crescita organica e di recupero di qualche punto di marginalità perso nel 2024. Andiamo quindi avanti con determinazione nel percorso di crescita sano e sostenibile del gruppo, concentrati finalmente sulle iniziative che riteniamo più promettenti, meno rischiose e soprattutto più entusiasmanti e motivanti per le persone che le devono realizzare.”.*

Il valore della produzione si attesta a € 24,13 mln, rispetto a un valore pari a € 26,91 mln registrato a fine 2023 e a € 23,30 mln stimati nel nostro precedente report. Il calo, pari a circa l’11,0%, è ascrivibile al deconsolidamento dei ricavi generati da Lindbergh France (pari a circa € 10,60 mln nel FY24A), come riportato nella nostra ultima ricerca datata 27/01/2025.

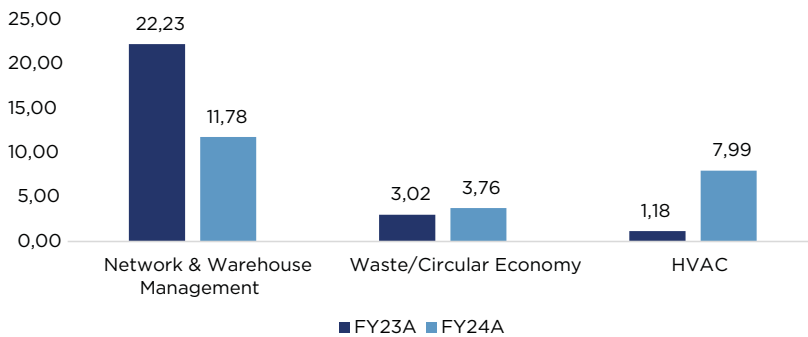
CHART 1 - REVENUES BREAKDOWN BY BU FY24A



Source: Integrae SIM

La principale fonte di ricavo, nel corso del FY24A, è stata la Business Unit Network & Warehouse Management che ha generato una quota di ricavi pari al 50,1% del totale. I restanti ricavi sono così suddivisi: la Business Unit Waste/Circular Economy ha contribuito per il 16,0% del totale dei ricavi, mentre la più recente Business Unit HVAC ha rappresentato il 34,0% dei ricavi.

CHART 2 - REVENUES BREAKDOWN BY BU FY23A VS FY24A



Source: Integrae SIM

Nel corso dell'esercizio 2024, la Business Unit Network & Warehouse Management ha registrato un significativo calo del 47,0%, passando da € 22,23 mln nel FY23A a € 11,78 mln nel FY24A, principalmente per effetto del deconsolidamento della Francia. Al contrario, la Business Unit Waste/Circular Economy ha evidenziato una performance positiva, con ricavi pari a € 3,76 mln, in crescita del 24,0% rispetto ai € 3,02 mln dell'esercizio precedente. Particolarmente brillante l'andamento della Business Unit HVAC, che ha registrato ricavi pari a € 7,99 mln, in forte incremento (+575,0%) rispetto al 2023, grazie al contributo delle società acquisite nel corso del 2024.

L'EBITDA, pari a € 4,33 mln, registra una crescita del 26,3% rispetto al dato dell'esercizio precedente pari a € 3,43 mln e risulta in linea alle nostre precedenti stime pari a € 4,30 mln. L'EBITDA Margin, pari al 17,9%, vede un forte miglioramento rispetto al 12,7% del FY23A, in quanto le attività cedute di Lindbergh France hanno sempre portato storicamente una marginalità nulla.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,98 mln, si attesta a € 2,36 mln (€ 1,71 mln nel 2023), rispetto a nostre stime pari a € 2,60 mln. L'EBIT Margin risulta pari al 9,8%, rispetto ad un dato al FY23A del 6,4% e nostre stime pari all'11,2%. Il Net Income (derivante dalle *continuing operations*) si attesta a € 1,62 mln (€ 1,18 mln nel 2023), mostrando una lieve flessione rispetto a € 1,75 mln delle nostre precedenti stime. Il Net Income delle attività dismesse in Francia (*discontinued operations*), invece, evidenzia una perdita pari a € 1,59 mln. Tale risultato riflette, da un lato, il sostanziale pareggio economico delle operations in Francia nel corso del 2024 e, dall'altro, include sia la plusvalenza realizzata da Lindbergh France a seguito della cessione del ramo d'azienda relativo alle consegne notturne, sia la svalutazione della partecipazione detenuta da Lindbergh S.p.A., pari a € 2,80 mln. Il Net Income nettato delle discontinued operations sarebbe pari, quindi, a circa € 0,02 mln.

A livello patrimoniale, la NFP passa da € 3,79 mln di debito nel FY23A a € 3,42 mln nel corso del FY24A. Il lieve miglioramento della Posizione Finanziaria Netta riflette principalmente la conversione dei warrant per un controvalore complessivo di € 2,75 mln, che ha più che compensato il peggioramento registrato a livello di capitale circolante del Gruppo.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY25E	FY25E
VoP			
New	33,00	38,10	43,10
Old	32,45	38,60	n/a
<i>Change</i>	1,7%	-1,3%	n/a
EBITDA			
New	5,30	6,30	7,40
Old	6,25	7,55	n/a
<i>Change</i>	-15,2%	-16,6%	n/a
EBITDA %			
New	16,1%	16,5%	17,2%
Old	19,3%	19,6%	n/a
<i>Change</i>	-3,2%	-3,0%	n/a
EBIT			
New	3,00	3,80	4,70
Old	4,10	5,00	n/a
<i>Change</i>	-26,8%	-24,0%	n/a
Net Income			
New	2,10	2,50	3,00
Old	2,90	3,50	n/a
<i>Change</i>	-27,6%	-28,6%	n/a
NFP			
New	2,53	(0,12)	(2,92)
Old	(1,76)	(5,91)	n/a
<i>Change</i>	n/a	n/a	n/a

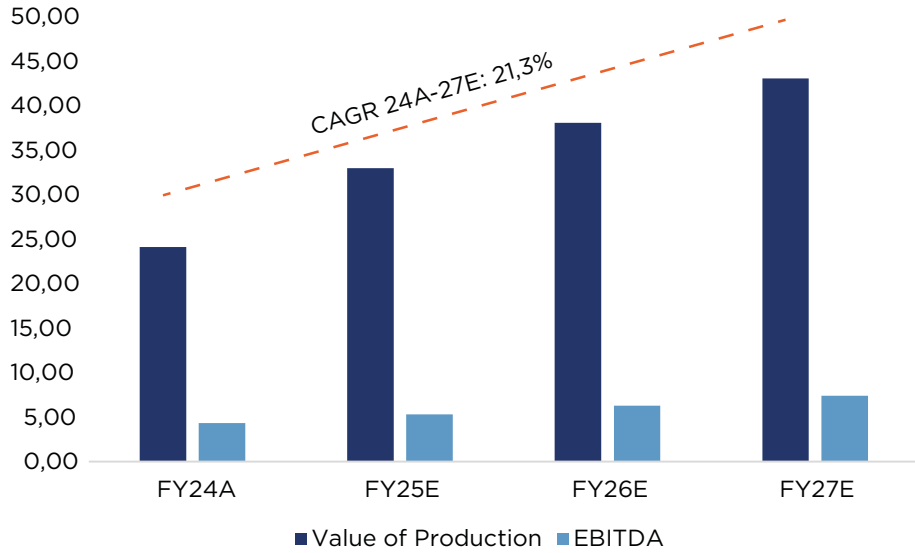
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 33,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 16,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 43,10 mln (CAGR 24A-27E: 21,3%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 7,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 17,2%), in crescita rispetto a € 4,33 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,9%).

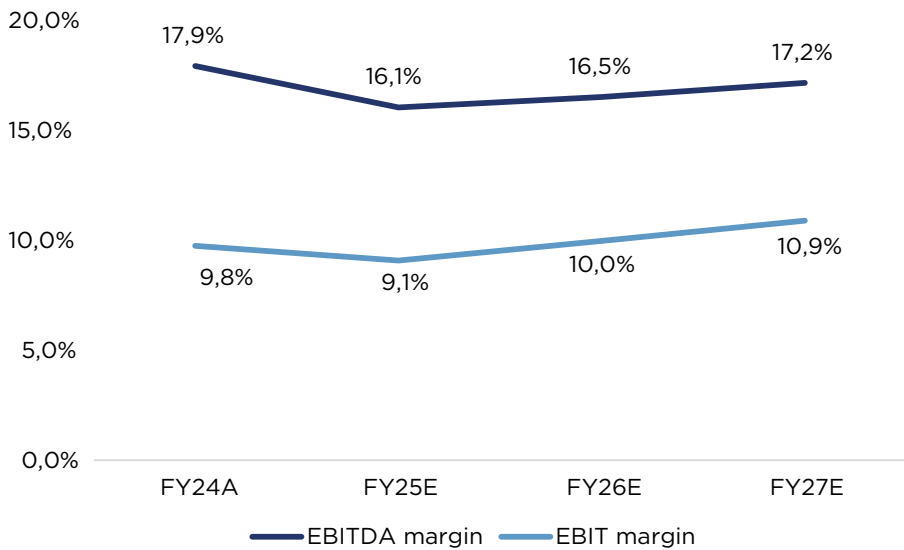
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP *cash positive* pari a € 2,92 mln.

CHART 3 - VOP AND EBITDA FY24A - FY27E



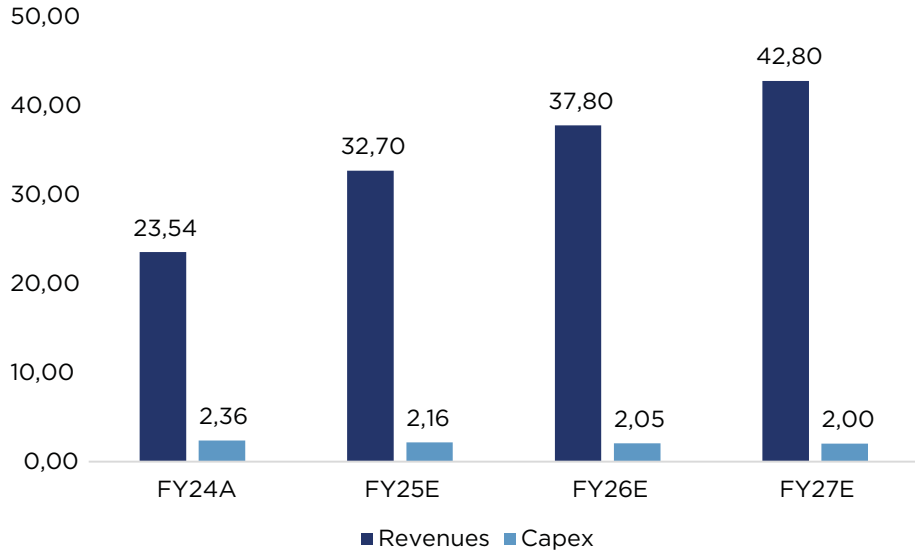
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN % FY24A- FY27E



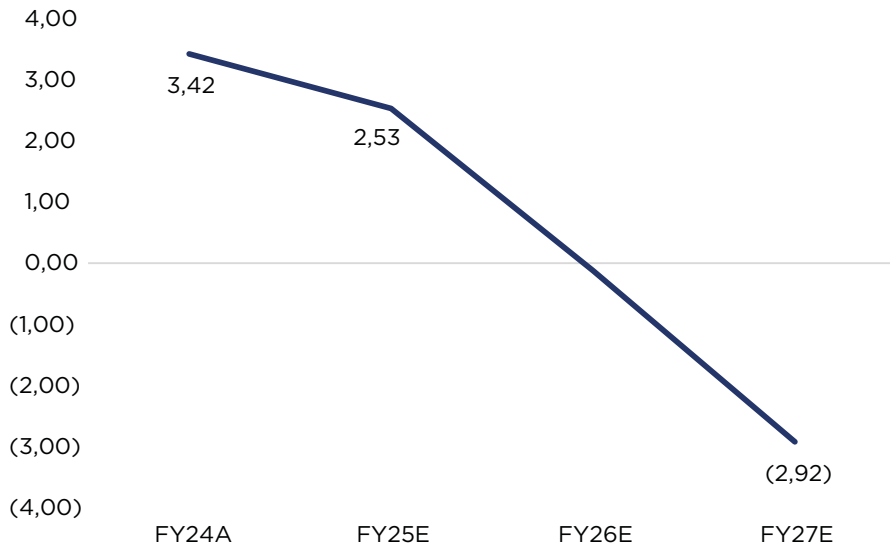
Source: Integrae SIM

CHART 5 - CAPEX FY24A - FY27E



Source: Integrae SIM

CHART 6 - NFP FY24A - FY27E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 - WACC

WACC			6,99%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 2,81%	β Adjusted 0,9	α (specific risk) 2,50%
Kd 1,50%	Market premium 7,26%	β Relevered 0,8	Ke 11,83%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,99%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFE actualized	10,0	16%
TV actualized DCF	51,9	84%
Enterprise Value	61,9	100%
NFP (FY24A)	3,4	
Equity Value	58,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 58,4 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	
Growth Rate (g)	3,0%	127,3	105,3	89,7	77,9	68,8	61,5	55,5
	2,5%	107,2	91,2	79,3	70,0	62,5	56,5	51,4
	2,0%	92,8	80,7	71,2	63,6	57,4	52,3	47,9
	1,5%	82,1	72,5	64,7	58,4	53,2	48,7	44,9
	1,0%	73,7	65,9	59,5	54,1	49,6	45,7	42,3
	0,5%	67,0	60,5	55,1	50,4	46,5	43,1	40,1
	0,0%	61,6	56,0	51,3	47,3	43,8	40,8	38,1

Source: Integrae SIM

Market Multiples

I nostri panel sono formati da società operanti nello stesso settore di Lindbergh, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method. Il panel è composto da:

TABLE 7 - MARKET MULTIPLES NETWORK MANAGEMENT

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
XPO Logistics Inc.	11,6 x	10,1 x	8,8 x	18,6 x	15,3 x	12,9 x	23,8 x	18,1 x	15,0 x
Sinotrans Ltd. Class A	4,0 x	3,9 x	3,9 x	6,3 x	5,9 x	5,3 x	9,9 x	9,5 x	8,6 x
Kerry Logistics Network Ltd.	4,6 x	4,5 x	4,6 x	7,7 x	7,8 x	7,5 x	9,2 x	8,9 x	8,7 x
DSV A/S	10,3 x	8,5 x	7,7 x	14,5 x	11,7 x	10,2 x	23,3 x	18,9 x	15,5 x
Median	7,5 x	6,5 x	6,2 x	11,1 x	9,8 x	8,8 x	16,6 x	13,8 x	11,8 x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES WASTE MANAGEMENT

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Groupe Pizzorno Environnement SA	5,2 x	5,1 x	n/a	13,1 x	12,9 x	n/a	17,3 x	16,9 x	n/a
Waste Management, Inc.	15,9 x	14,7 x	13,9 x	24,5 x	22,1 x	20,3 x	31,0 x	27,3 x	24,9 x
Casella Waste Management Inc.	19,2 x	18,0 x	15,3 x	56,4 x	42,7 x	n/a	115,0 x	87,9 x	n/a
Renewi Plc	5,0 x	4,7 x	4,3 x	10,0 x	8,8 x	7,5 x	11,1 x	9,4 x	7,4 x
Stericycle, Inc.	13,1 x	11,2 x	9,9 x	16,4 x	n/a	n/a	22,5 x	17,1 x	14,6 x
Median	13,1 x	11,2 x	11,9 x	16,4 x	17,5 x	13,9 x	22,5 x	17,1 x	14,6 x

Source: Integrae SIM

TABLE 9 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value			
EV/EBITDA	54,57	55,80	66,79
EV/EBIT	41,18	51,72	68,43
P/E	41,08	38,55	47,41
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	40,93	41,85	50,09
EV/EBIT	30,88	38,79	51,33
P/E	30,81	28,92	35,56
Equity Value			
EV/EBITDA	38,40	41,97	53,01
EV/EBIT	28,35	38,91	54,25
P/E	30,81	28,92	35,56
Average	32,52	36,60	47,61

Source: Integrae SIM

L'equity value di Lindbergh è stato calcolato utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 38,9 mln.**

Equity Value

TABLE 10 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	48,7
Equity Value DCF (€/mln)	58,4
Equity Value Multiples (€/mln)	38,9
Target Price (€)	5,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 48,7 mln.

Il target price è quindi di € 5,00 (prev. € 5,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 11 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	12,0x	9,8x	8,3x	7,0x
EV/EBIT	22,1x	17,4x	13,7x	11,1x
P/E	30,1x	23,2x	19,5x	16,2x

Source: Integrae SIM

TABLE 12 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	8,9x	7,3x	6,1x	5,2x
EV/EBIT	16,3x	12,8x	10,1x	8,2x
P/E	21,7x	16,7x	14,0x	11,7x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
17/04/2024	2,92	Buy	4,60	Medium	Update
28/06/2024	3,82	Buy	4,60	Medium	Breaking News
01/08/2024	3,72	Buy	4,60	Medium	Breaking News
10/10/2024	3,88	Buy	5,00	Medium	Update
27/01/2025	3,98	Buy	5,00	Medium	Update

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided

for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use to value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Lindbergh SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Lindbergh SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of Lindbergh SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.