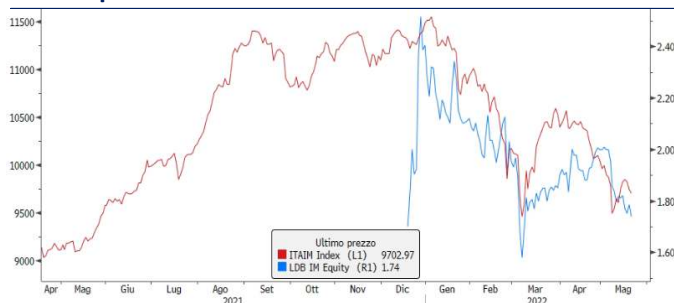


Lindbergh	Italy	Euronext Growth Milan	MRO
Rating: BUY	Target Price: € 3,50 (prev. €4,35)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-7,64%	-15,12%	-5,07%	N/A
to FTSE Italia Growth	-1,33%	-8,75%	8,47%	N/A
to Euronext STAR Milan	1,14%	-5,23%	15,65%	N/A
to FTSE All-Share	-4,59%	-7,75%	3,24%	N/A
to EUROSTOXX	-0,74%	-6,88%	5,89%	N/A
to MSCI World Index	2,63%	-4,37%	9,27%	N/A

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,74
Target price	€ 3,50
Upside/(Downside) potential	100,9%
Bloomberg Code	LDB IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 14,79
EV (€m)	€ 17,57
Free Float	27,67%
Share Outstanding	8.499.000
52-week high	€ 2,74
52-week low	€ 1,52
Average daily volumes (3m)	23.740

FY21A Results

Il valore della produzione si attesta a € 13,65 mln, rispetto a un valore pari a € 9,08 mln registrato a fine 2020 e a € 13,50 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA, pari a € 2,08 mln, registra un significativo aumento pari al 16,5% rispetto ai € 1,79 mln dell'esercizio precedente e risulta maggiore anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 1,70 mln. Anche l'EBITDA Margin, pari al 15,2%, aumenta rispetto alle nostre aspettative, pari al 12,6%. L'EBIT è pari a € 1,02 mln (€ 1,13 mln nel 2020), dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,06 mln, rispetto a nostre stime pari a € 1,45 mln. L'Utile Netto si attesta a € 0,71 mln rispetto a € 0,80 mln registrato nel 2020A e a € 1,35 mln atteso. La NFP passa da € 1,77 mln a € 2,78 mln di debito.

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	13,6	20,5	23,3	25,6
EBITDA	2,1	2,4	2,9	3,9
EBIT	1,0	1,3	1,8	2,8
Net Profit	0,7	0,9	1,2	2,0
EPS (€)	0,1	0,1	0,1	0,2
EBITDA margin	15,2%	11,7%	12,4%	15,0%
EBIT margin	7,4%	6,3%	7,7%	10,7%
Net Profit margin	5,2%	4,4%	5,4%	7,8%

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2021A modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione 2022E pari a € 20,50 mln ed un EBITDA pari a € 2,40 mln, corrispondente ad un EBITDA margin dell'11,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 28,15 mln nel 2025E con un CAGR 21A-25E pari al 19,84%. Contempliamo, inoltre, un EBITDA pari a € 5,25 mln nel 2025E (corrispondente ad un EBITDA margin del 18,7%), in crescita rispetto a € 2,08 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,2%). A livello patrimoniale stimiamo per il FY25E una NFP cash positive pari a € 6,57 mln.

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	8,4	7,3	6,1	4,6
EV/EBIT (x)	17,3	13,5	9,8	6,4
P/E (x)	20,7	16,4	11,8	7,4

Valuation Update

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 al 2,5%) restituisce un equity value pari a €38,6 mln. L'equity value di Lindbergh utilizzando i market multiples risulta essere pari a €20,8 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 29,7 mln. Il target price è di € 3,50, rating BUY e rischio MEDIUM.

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo alessandro.colombo@integraesim.it

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues Network	7,22	10,73	16,90	19,50	21,50	23,70
Revenues Waste	1,76	2,20	2,50	2,95	3,25	3,55
Revenues Warehouse	0,00	0,57	0,65	0,85	0,85	0,90
Other Revenues	0,09	0,14	0,45	0,00	0,00	0,00
Value of Production	9,08	13,65	20,50	23,30	25,60	28,15
COGS	1,51	1,60	2,50	2,80	3,00	3,30
Services	3,18	6,73	11,00	12,50	13,50	14,00
Employees	2,24	2,84	4,00	4,60	4,70	5,00
Other Operating Expenses	0,36	0,40	0,60	0,50	0,55	0,60
EBITDA	1,79	2,08	2,40	2,90	3,85	5,25
<i>EBITDA Margin</i>	<i>19,7%</i>	<i>15,2%</i>	<i>11,7%</i>	<i>12,4%</i>	<i>15,0%</i>	<i>18,7%</i>
D&A	0,66	1,06	1,10	1,10	1,10	1,10
EBIT	1,13	1,02	1,30	1,80	2,75	4,15
<i>EBIT Margin</i>	<i>12,4%</i>	<i>7,4%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,7%</i>	<i>10,7%</i>	<i>14,7%</i>
Financial Management	(0,07)	(0,08)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	1,06	0,93	1,20	1,70	2,65	4,05
Taxes	0,26	0,22	0,30	0,45	0,65	1,00
Net Income	0,80	0,71	0,90	1,25	2,00	3,05
Minorities	0,00	-0,09	0,05	0,10	0,20	0,30
BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	2,51	9,03	8,80	8,20	7,60	7,00
Account receivable	2,26	4,27	6,60	7,50	8,20	9,00
Inventories	0,08	0,11	0,25	0,25	0,25	0,25
Account payable	1,26	6,20	7,00	8,30	9,00	9,80
Operating Working Capital	1,08	(1,82)	(0,15)	(0,55)	(0,55)	(0,55)
Other receivable	0,52	1,01	1,60	1,80	1,95	2,05
Other payable	0,55	0,78	1,20	1,40	1,60	1,75
Net Working Capital	1,05	(1,59)	0,25	(0,15)	(0,20)	(0,25)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,40	0,44	0,95	1,25	1,55	1,90
NET INVESTED CAPITAL	3,16	7,00	8,10	6,80	5,85	4,85
Share Capital	0,20	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28
Reserves	0,39	3,57	4,37	5,23	6,38	8,18
Net Income	0,80	0,80	0,85	1,15	1,80	2,75
Equity	1,39	4,66	5,51	6,66	8,46	11,21
Minorities Equity	0,00	-0,44	-0,39	-0,29	-0,09	0,21
Cash & Cash Equivalent	1,64	4,41	3,52	5,37	7,62	10,97
Short Term Debt to Bank	0,79	2,21	2,00	1,80	1,60	1,40
M/L Term Debt to Bank	2,62	4,98	4,50	4,00	3,50	3,00
Net Financial Position	1,77	2,78	2,98	0,43	(2,52)	(6,57)
SOURCES	3,16	7,00	8,10	6,80	5,85	4,85
CASH FLOW (€/mln)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	
EBIT	1,02	1,30	1,80	2,75	4,15	
Taxes	0,22	0,30	0,45	0,65	1,00	
NOPAT	0,80	1,00	1,35	2,10	3,15	
D&A	1,06	1,10	1,10	1,10	1,10	
Change in receivable	(2,01)	(2,33)	(0,90)	(0,70)	(0,80)	
Change in inventories	(0,03)	(0,14)	0,00	0,00	(0,00)	
Change in payable	4,94	0,80	1,30	0,70	0,80	
Change in others	-0,26	-0,17	0,00	0,05	0,05	
<i>Change in NWC</i>	<i>2,63</i>	<i>(1,84)</i>	<i>0,40</i>	<i>0,05</i>	<i>0,05</i>	
Change in provisions	0,04	0,51	0,30	0,30	0,35	
OPERATING CASH FLOW	4,53	0,77	3,15	3,55	4,65	
Capex	(7,6)	(0,9)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	
FREE CASH FLOW	(3,05)	(0,10)	2,65	3,05	4,15	
Financial Management	(0,08)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	
Change in Debt to Bank	3,79	(0,69)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	
Change in Equity	2,12	(0,00)	(0,00)	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	2,77	(0,89)	1,85	2,25	3,35	

Source: Lindbergh and Integrae SIM estimates

1.1 FY21A Results

Come riportato nel comunicato stampa del 30 marzo 2022, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato l'approvazione dell'adozione dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS) applicati al bilancio consolidato al 31 dicembre 2021. L'adozione dei principi contabili internazionali ha rappresentato per il Gruppo un importante ulteriore passo verso il mondo degli investitori esteri. Per questo motivo, nel seguente report i dati consolidati del Gruppo Lindbergh al 31 dicembre 2021 sono redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e vengono confrontati con i dati di Lindbergh SpA al 31 dicembre 2020 esposti, ai fini di comparabilità, come se fossero stati redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Table 2 – Actual VS Estimates FY21A

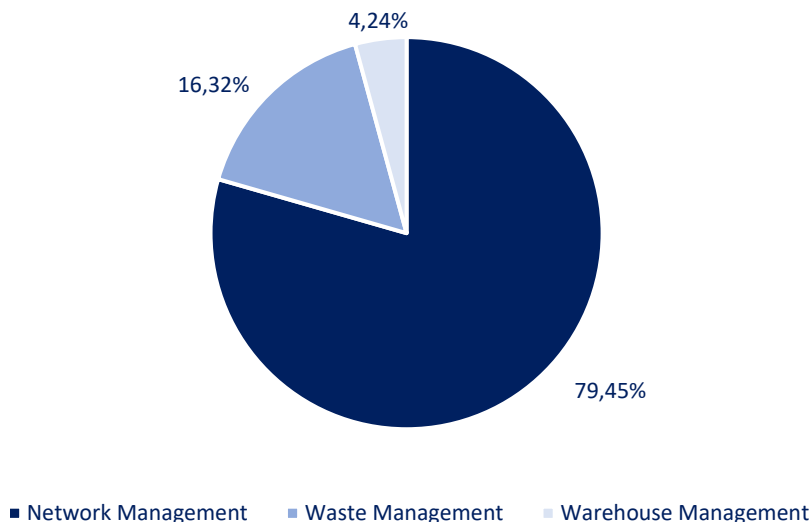
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY21A	13,65	2,08	15,2%	1,02	0,71	2,78
FY21E	13,50	1,70	12,6%	1,45	1,35	-1,58
Change	1,1%	22,6%	21,3%	-29,8%	-46,9%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che: “[...] Il 2021 è stato un anno di grandi cambiamenti, sia per la quotazione in Borsa, sia per l'inizio delle attività nel mercato francese. Tutte le persone, a tutti i livelli, hanno fatto un grande sforzo per sostenere questo percorso di crescita e meritano un grande plauso. La crescita dimensionale che stiamo vivendo è una grande opportunità per consolidare il nostro modello di business e per far sì che possa produrre anche in Francia gli stessi risultati ottenuti in Italia. La sfida è ancora davanti a noi, ma abbiamo la consapevolezza di aver intrapreso la strada giusta e di aver gettato le basi per una crescita sana e sostenibile anche della controllata francese. La nostra strategia per lo sviluppo, semplice e chiara, non cambia: più tecnici, più servizi, più tecnologia, il tutto con le nostre persone al centro del progetto”.

Il valore della produzione si attesta a € 13,65 mln, rispetto a un valore pari a € 9,08 mln registrato a fine 2020 e a € 13,50 mln stimati nel nostro precedente report. Tale risultato è stato possibile grazie all'ottima performance delle 3 Business Unit: **Network Management**, **Waste Management**, e **Warehouse Management**.

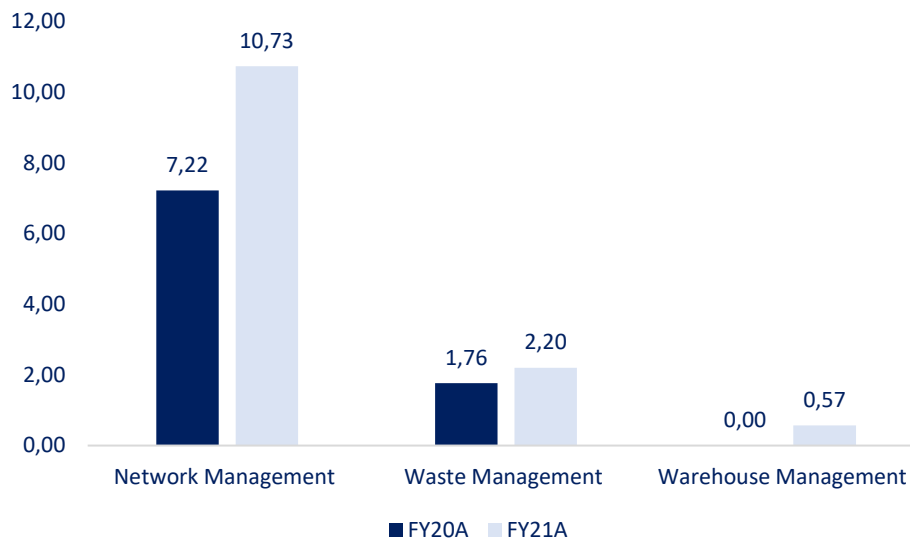
Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment



Source: Lindbergh

La principale fonte di ricavo, nel corso del 2021A, è stata la Business Unit Network Management che ha generato una quota di ricavi pari al 79,45% del totale. I restanti ricavi sono così suddivisi: la Business Unit di Waste Management (operativa solo in Italia) ha contribuito al 16,32% del totale dei ricavi, mentre il restante 4,24% deriva dall’ottimo risultato della nuova BU Warehouse Management (anch’essa operativa solo in Italia).

Chart 2 – Revenues by Business Unit FY20A vs FY21A



Source: Lindbergh

Come si evince da quanto sopra esposto, la Business Unit che ha maggiormente contribuito all’incremento dei ricavi è stata la Network Management, la quale ha registrato una crescita del 50% con ricavi pari a € 10,73 mln (€ 7,22 mln nel FY20A). La BU di Waste Management ha registrato, invece, ricavi pari a € 2,20 mln nel corso del FY21A, in crescita di circa il 25% rispetto al dato dell’esercizio precedente (€ 1,76 mln). Infine, la BU di Warehouse Management, avviata nel corso del FY21A, è stata in grado di generare ricavi per € 0,57 mln.

L’EBITDA, pari a € 2,08 mln, registra un significativo aumento pari al 16,5% rispetto ai € 1,79 mln dell’esercizio precedente e risulta maggiore anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 1,70 mln. Anche l’EBITDA Margin, pari al 15,2%, aumenta rispetto alle nostre aspettative pari al 12,6%.

L’EBIT è pari a € 1,02 mln (€ 1,13 mln nel 2020), dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,06 mln, rispetto a nostre stime pari a € 1,45 mln. L’EBIT Margin, pari al 7,4% mostra un decremento rispetto allo scorso anno (12,4%), mentre l’Utile Netto si attesta a € 0,71 mln rispetto a € 0,80 mln registrato nel 2020A e a € 1,35 mln atteso. La variazione è principalmente imputabile all’applicazione dei principi internazionali IAS/IFRS, in quanto la capitalizzazione dei *leasing* comporta un significativo aumento della voce di ammortamento.

La NFP passa da € 1,77 mln a € 2,78 mln di debito. Anche in questo caso, l’incremento dell’indebitamento finanziario del Gruppo è dovuto principalmente all’applicazione dei principi IAS, che per i *leasing* e gli affitti prevede di contabilizzare il debito residuo in funzione della durata dei contratti.

1.2 FY22E – FY25E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E-25E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
VoP				
New	20,5	23,3	25,6	28,2
Old	21,6	23,3	25,6	28,2
Change	-4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA				
New	2,4	2,9	3,9	5,3
Old	2,8	3,1	4,5	5,9
Change	-12,7%	-7,9%	-13,5%	-11,0%
EBITDA %				
New	11,7%	12,4%	15,0%	18,7%
Old	12,8%	13,5%	17,4%	21,0%
Change	-1,1%	-1,1%	-2,3%	-2,3%
EBIT				
New	1,3	1,8	2,8	4,2
Old	2,3	2,7	4,0	5,4
Change	-43,5%	-33,3%	-30,4%	-22,4%
Net Income				
New	0,9	1,2	2,0	3,1
Old	1,9	2,0	2,9	4,0
Change	-51,4%	-37,2%	-32,0%	-23,6%
NFP				
New	3,0	0,4	(2,5)	(6,6)
Old	(2,2)	(4,1)	(6,8)	(10,6)
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

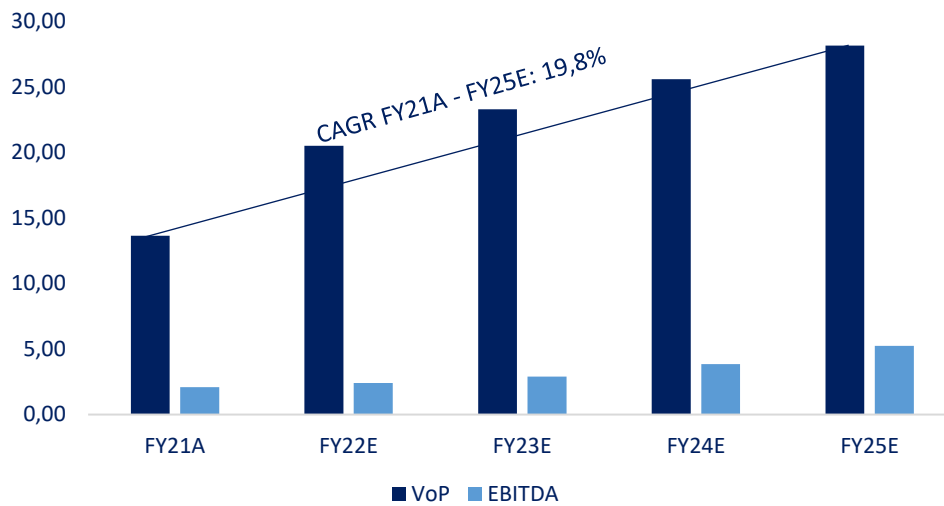
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2021A e dell'adozione dei principali contabili internazionali, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione 2022E pari a € 20,50 mln ed un EBITDA pari a € 2,40 mln, corrispondente ad un EBITDA margin dell'11,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 28,15 mln nel 2025E con un CAGR 21A-25E pari al 19,84%. Contempliamo, inoltre, un EBITDA pari a € 5,25 mln nel 2025E (corrispondente ad un EBITDA margin del 18,7%), in crescita rispetto a € 2,08 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,2%). Si evidenzia come la Società stia effettuando continui investimenti per lo sviluppo della controllata Lindbergh France, avviando test con importanti realtà del territorio francese. In questo modo, i clienti avranno la possibilità di testare e valutare i servizi offerti dalla Società, e ne conseguirà la possibilità di estendere il servizio su un numero sempre maggiore di tecnici dipendenti. Nonostante questa tipologia di attività si riflette in una maggiore incidenza a livello di costi operativi, essi consentiranno però alla controllata francese di contribuire in modo significativo alla crescita dimensionale del Gruppo nei prossimi anni.

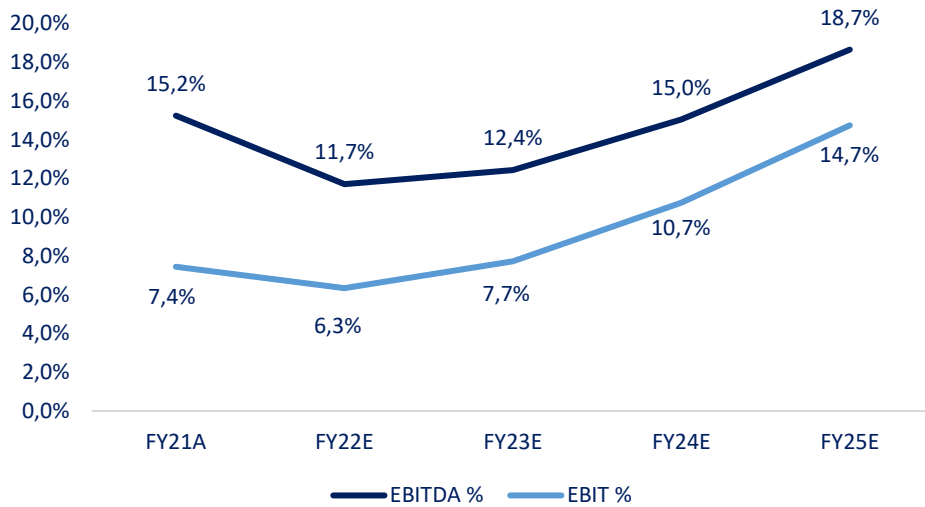
A livello patrimoniale stimiamo per il FY25E una NFP *cash positive* pari a € 6,57 mln.

Chart 3 – VoP and EBITDA FY21A-25E



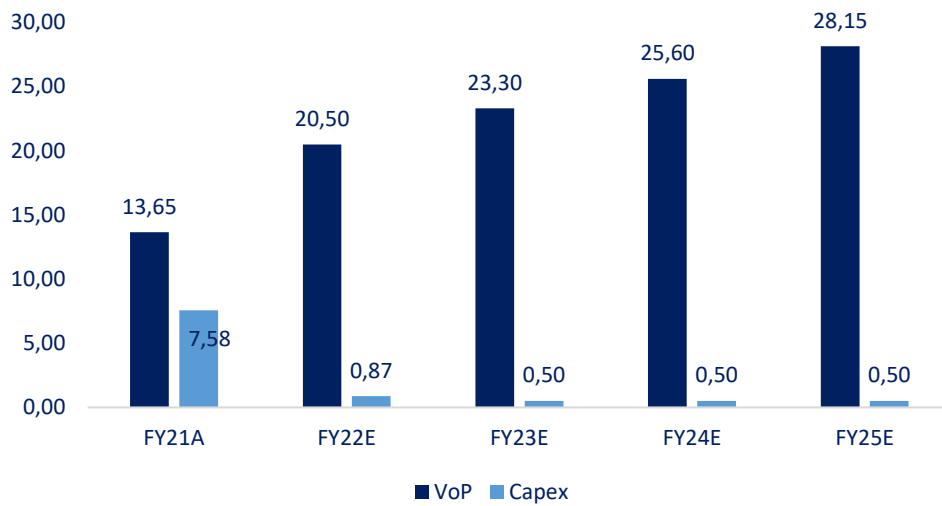
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY21A-25E



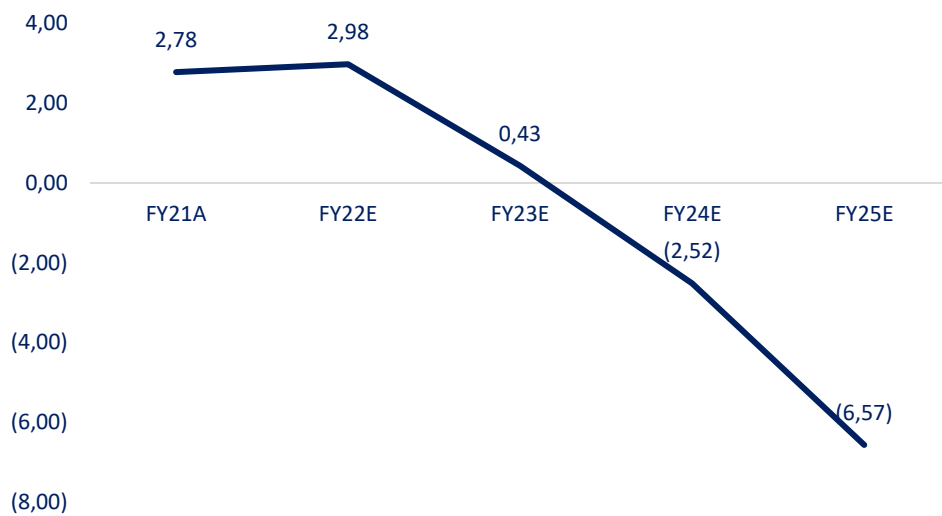
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY21A-25E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY21A-25E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		5,45%
Risk Free Rate	1,36% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,7
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,1
Ke	8,60% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,45%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		38,6
FCFO actualized	8,1	20%
TV actualized DCF	33,3	80%
Enterprise Value	41,4	100%
NFP (FY21A)	2,8	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €38,6 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		3,9%	4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%
2,5%		113,2	84,1	66,9	55,5	47,4	41,3	36,6
2,0%		85,6	68,1	56,5	48,2	42,1	37,3	33,4
1,5%		69,3	57,5	49,1	42,8	37,9	34,0	30,8
1,0%		58,5	49,9	43,5	38,6	34,6	31,4	28,7
0,5%		50,8	44,3	39,3	35,2	31,9	29,2	26,8
0,0%		45,1	39,9	35,8	32,5	29,7	27,3	25,3
-0,5%		40,7	36,5	33,0	30,2	27,8	25,7	23,9

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Lindbergh. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. I *panel* sono composti da:

Table 7.1 – Market Multiples Network Management

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Wincanton plc	5,7	5,3	N/A	9,4	8,6	N/A	10,0	10,0	N/A
Hitachi Transport System, Ltd.	11,0	10,7	10,7	25,4	24,8	23,7	30,6	30,4	28,4
XPO Logistics Inc.	6,4	6,0	5,7	9,3	8,9	9,3	8,8	8,3	7,9
Kerry Logistics Network Ltd.	5,4	5,7	5,8	7,1	9,5	9,3	10,1	12,5	11,3
DSV Panalpina A/S	10,2	11,9	12,1	12,3	14,7	14,9	14,8	17,1	16,1
Peer median	6,4	6,0	8,2	9,4	9,5	12,1	10,1	12,5	13,7

Source: Infionals

Table 7.2 – Market Multiples Waste Management

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Ambienthesis SpA	5,8	5,5	5,1	9,6	8,8	8,4	10,1	9,0	8,4
Groupe Pizzorno Environnement	N/A	N/A	N/A	21,9	20,8	N/A	22,2	21,2	N/A
Midac Holdings Co., Ltd.	N/A	N/A	N/A	25,1	21,0	N/A	43,7	36,3	N/A
Waste Management Inc.	14,1	13,2	12,3	22,6	21,1	19,5	27,6	24,8	22,4
Stericycle Inc	13,3	11,4	10,4	17,8	15,2	14,1	22,9	18,8	17,0
Peer median	13,3	11,4	10,4	21,9	20,8	14,1	22,9	21,2	17,0

Source: Infionals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	23,6	25,3	35,9
EV/EBIT	20,3	27,3	36,1
Equity Value			
EV/EBITDA	20,6	24,9	38,4
EV/EBIT	17,4	26,8	38,6
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	15,5	18,6	28,8
EV/EBIT	13,0	20,1	29,0
Average	14,2	19,4	28,9

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Lindbergh, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a € 27,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. **Pertanto, ne risulta un equity value di € 20,8 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	29,7
Equity Value DCF (€/mln)	38,6
Equity Value multiples (€/mln)	20,8
Target Price (€)	3,50

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €29,7 mln. Il *target price* è quindi di € 3,50 (prev. €4,35). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	15,6x	13,5x	11,2x	8,4x
EV/EBIT	32,0x	25,0x	18,1x	11,8x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	8,4x	7,3x	6,1x	4,6x
EV/EBIT	17,3x	13,5x	9,8x	6,4x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
22/12/2021	2,00	Buy	4,35	Medium	Initiation of Coverage
19/01/2022	2,10	Buy	4,35	Medium	Flash Note
10/02/2022	2,09	Buy	4,35	Medium	Flash Note
24/02/2022	1,98	Buy	4,35	Medium	Flash Note
23/03/2022	1,94	Buy	4,35	Medium	Flash Note
31/03/2022	1,91	Buy	4,35	Medium	Flash Note
07/04/2022	1,86	Buy	4,35	Medium	Flash Note
29/04/2022	2,06	Buy	4,35	Medium	Flash Note

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

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

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

Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

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;
- In the IPO phase, it played the role of global coordinator.