

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM  
INTEGRÆ

# Lindbergh

Euronext Growth Milan | MRO | Italy

Produzione 03/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 04/10/2023, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 4,60**

prev. € 4,50

Risk

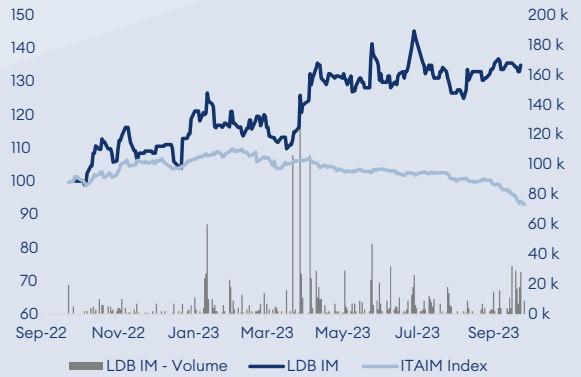


Medium

Upside potential

**117,9%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 2,11
Target price	€ 4,60
Upside/(Downside) potential	117,9%
Ticker	LDB IM
Market Cap (€/mln)	€ 17,93
EV (€/mln)	€ 21,07
Free Float	30,29%
Share Outstanding	8.499.000
52-week high	€ 2,27
52-week low	€ 1,52
Average daily volumes (3 months)	6.985

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
VoP	22,7	26,0	29,0	33,2
EBITDA	2,8	3,5	4,5	6,0
EBIT	1,3	2,0	2,9	4,4
Net Profit	0,9	1,3	2,0	3,1
NFP	3,1	3,1	(0,6)	(5,1)
EBITDA margin	12,4%	13,3%	15,3%	18,1%
EBIT margin	5,8%	7,5%	10,0%	13,3%
Net Profit margin	3,9%	5,0%	6,9%	9,3%

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
Alessandro Colombo | [alessandro.colombo@integraesim.it](mailto:alessandro.colombo@integraesim.it)

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	2,93%	-2,76%	17,22%	36,13%
to FTSE Italia Growth	10,90%	7,04%	30,21%	43,86%
to Euronext STAR Milan	11,43%	9,10%	32,69%	36,72%
to FTSE All-Share	7,32%	1,08%	17,42%	7,54%
to EUROSTOXX	7,23%	4,11%	22,22%	13,59%
to MSCI World Index	7,99%	1,72%	15,97%	19,30%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	7,5 x	6,1 x	4,7 x	3,5 x
EV/EBIT	16,1 x	10,8 x	7,3 x	4,8 x
P/E	20,5 x	13,8 x	9,0 x	5,8 x

## 1H23A Results

Il Valore della Produzione al termine del periodo analizzato si attesta a € 13,16 mln, dimostrando una notevole crescita, pari al 19,5%, rispetto al dato equivalente per l'1H22A, che si attestava pari a € 11,01 mln. L'EBITDA, pari a € 1,82 mln, registra un significativo aumento pari al 29,6% rispetto al valore del primo semestre 2022 (€ 1,41 mln). L'EBIT ammonta a € 1,03 mln (€ 0,74 mln nell'1H22A), con un EBIT margin pari al 7,8%, in crescita rispetto al dato equivalente per l'1H22A, in cui l'EBIT si attestava a € 0,74 mln e l'EBIT margin risultava pari al 6,7% circa. Il Net Income di Gruppo si attesta a € 0,76 mln rispetto a € 0,54 mln registrati nell'1H22A. La NFP passa da € 3,14 mln di debito del FY22A a € 3,80 mln di debito nell'1H23A.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 26,00 mln ed un EBITDA pari a € 3,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 33,20 mln (CAGR 22A-25E: 13,5%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 6,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 18,1%), in crescita rispetto a € 2,81 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 12,4%).

## 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 € 47,0 mln. L'*equity value* di Lindbergh utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 31,1 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 39,1 mln. Il target price è di € 4,60, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues Network	10,73	18,91	21,90	24,90	28,70
Revenues Waste	2,20	2,53	3,00	3,00	3,30
Revenues Warehouse	0,57	0,83	0,90	1,00	1,10
Other Revenues	0,14	0,44	0,20	0,10	0,10
<b>Value of Production</b>	<b>13,65</b>	<b>22,71</b>	<b>26,00</b>	<b>29,00</b>	<b>33,20</b>
COGS	1,60	1,82	2,00	2,20	2,40
Services	6,73	13,99	15,55	17,35	19,30
Employees	2,84	3,58	4,50	4,50	5,00
Other Operating Expenses	0,40	0,51	0,50	0,50	0,50
<b>EBITDA</b>	<b>2,08</b>	<b>2,81</b>	<b>3,45</b>	<b>4,45</b>	<b>6,00</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,2%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,3%</i>	<i>15,3%</i>	<i>18,1%</i>
D&A	1,06	1,50	1,50	1,55	1,60
<b>EBIT</b>	<b>1,02</b>	<b>1,31</b>	<b>1,95</b>	<b>2,90</b>	<b>4,40</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>7,4%</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>13,3%</i>
Financial Management	(0,08)	(0,08)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
<b>EBT</b>	<b>0,93</b>	<b>1,23</b>	<b>1,80</b>	<b>2,80</b>	<b>4,30</b>
Taxes	0,22	0,35	0,50	0,80	1,20
<b>Net Income</b>	<b>0,71</b>	<b>0,87</b>	<b>1,30</b>	<b>2,00</b>	<b>3,10</b>
Minorities	(0,09)	0,00	0,05	0,10	0,15

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Fixed Assets</b>	<b>9,03</b>	<b>9,56</b>	<b>9,90</b>	<b>8,85</b>	<b>7,75</b>
Account receivable	4,27	4,71	5,60	6,25	7,00
Inventories	0,11	0,15	0,30	0,30	0,30
Account payable	6,20	5,20	5,50	6,30	7,20
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(1,82)</b>	<b>(0,34)</b>	<b>0,40</b>	<b>0,25</b>	<b>0,10</b>
Other receivable	1,01	0,89	1,20	1,10	1,20
Other payable	0,78	1,18	1,20	1,50	1,70
<b>Net Working Capital</b>	<b>(1,59)</b>	<b>(0,63)</b>	<b>0,40</b>	<b>(0,15)</b>	<b>(0,40)</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,44	0,55	0,65	0,75	0,85
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>7,00</b>	<b>8,39</b>	<b>9,65</b>	<b>7,95</b>	<b>6,50</b>
Share Capital	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28
Reserves	3,57	4,05	4,92	6,17	8,07
Net Income	0,80	0,88	1,25	1,90	2,95
<b>Equity</b>	<b>4,66</b>	<b>5,21</b>	<b>6,46</b>	<b>8,36</b>	<b>11,31</b>
<b>Minorities Equity</b>	<b>(0,44)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>0,19</b>	<b>0,34</b>
Cash & Cash Equivalent	4,41	2,61	2,60	8,00	13,85
Short Term Debt to Bank	2,21	1,58	2,00	2,20	2,40
M/L Term Debt to Bank	4,98	4,17	3,70	5,20	6,30
<b>Net Financial Position</b>	<b>2,78</b>	<b>3,14</b>	<b>3,10</b>	<b>(0,60)</b>	<b>(5,15)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>7,00</b>	<b>8,39</b>	<b>9,65</b>	<b>7,95</b>	<b>6,50</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,31	1,95	2,90	4,40
Taxes	0,35	0,50	0,80	1,20
<b>NOPAT</b>	<b>0,96</b>	<b>1,45</b>	<b>2,10</b>	<b>3,20</b>
D&A	1,50	1,50	1,55	1,60
Change in receivable	(0,44)	(0,89)	(0,65)	(0,75)
Change in inventories	(0,04)	(0,15)	0,00	0,00
Change in payable	(1,00)	0,30	0,80	0,90
Change in others	0,52	(0,29)	0,40	0,10
Change in NWC	(0,96)	(1,03)	0,55	0,25
Change in provisions	0,11	0,10	0,10	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>1,61</b>	<b>2,02</b>	<b>4,30</b>	<b>5,15</b>
Capex	(2,03)	(1,84)	(0,50)	(0,50)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(0,43)</b>	<b>0,19</b>	<b>3,80</b>	<b>4,65</b>
Financial Management	(0,08)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Change in Debt to Bank	(1,44)	(0,05)	1,70	1,30
Change in Equity	0,15	(0,00)	(0,00)	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(1,80)</b>	<b>(0,01)</b>	<b>5,40</b>	<b>5,85</b>

Source: Lindbergh and Integrae SIM estimates

## Company Overview

Lindbergh, costituita nel 2006 da Marco Pomè e Michele Corradi, è Gruppo industriale attivo in Italia e Francia nel settore MRO (Maintenance, Repair and Operations), che offre servizi e prodotti dedicati alle reti di assistenza tecnica, apportando significativi benefici sulla produttività dei clienti e riducendo l'impatto ambientale delle loro attività, in particolare in termini di emissioni di CO2. Per questo motivo annovera tra i propri clienti importanti società multinazionali, attive nel settore manifatturiero, con cui collabora da molti anni in maniera continuativa.

La Società opera attraverso tre Business Unit trasversali, offrendo un ampio portafoglio di servizi: Network Management, che prevede il servizio di consegna notturna direttamente a bordo furgone del tecnico: approvvigionamento parti di ricambio e consumabili, vendita dispositivi di protezione individuale (DPI) e utensili, servizio lavaggio divise, verifica in laboratorio degli strumenti di misura; Waste Management, servizio completo di micro-raccolta di rifiuti speciali, inclusa la gestione amministrativa dello smaltimento; Warehouse Management, servizio che prevede l'esecuzione di operazioni di stoccaggio e logistica di carrelli elevatori per conto dei clienti.

## 1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	13,16	1,82	13,8%	1,03	0,76	3,80
1H22A	11,01	1,41	12,8%	0,74	0,54	3,14*
Change	19,5%	29,6%	1,1%	39,4%	40,5%	N.A.

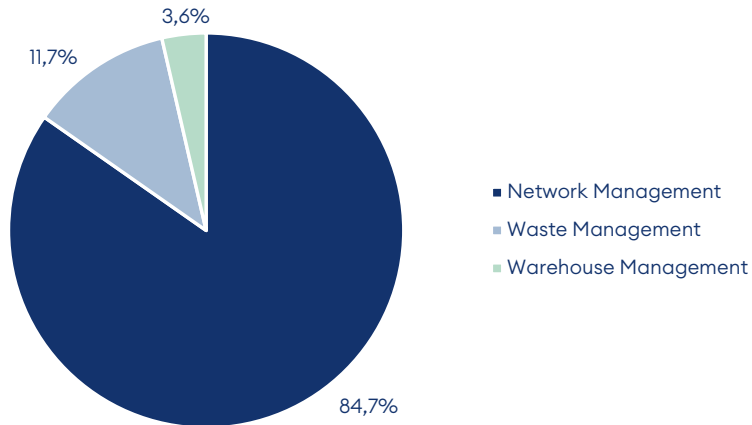
\*NFP al 31/12/2022  
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati del primo semestre dell'esercizio 2023 ha dichiarato: *“Abbiamo da sempre sostenuto e voluto perseguire una crescita sana e coerente con il nostro progetto industriale. Questi numeri dimostrano, prima ancora a noi stessi che agli altri, che siamo sulla giusta strada. L'ottima crescita organica dei nostri ricavi si accompagna ad una ancora più marcata crescita dei margini, fino al risultato netto. Questa continuerà ad essere la strada del nostro sviluppo, incentrata sull'accrescimento sostenibile del valore del Gruppo. Abbiamo progetti ambiziosi, idee chiare su come realizzarli e soprattutto un team di persone motivate e unite che giorno dopo giorno lavorano per far sì che questi progetti d ventino realtà. Un grazie a tutti e avanti senza indugi in questa direzione.”*

Il Valore della Produzione al termine del periodo analizzato si attesta a € 13,16 mln, dimostrando una notevole crescita, pari al 19,5%, rispetto al dato equivalente per l'1H22A, che si attestava pari a € 11,01 mln. Tale risultato è reso possibile grazie all'ottima performance, in termini di crescita dei ricavi, delle 3 Business Unit: Network Management (+21,7% rispetto all'1H22A), Waste Management (+21,8% rispetto all'1H22A) e Warehouse Management (+19,0% rispetto all'1H22A).

In termini di distribuzione geografica dei ricavi di vendita, osserviamo che il semestre è stato interessato da un'ottima performance dell'Italia, per la quale si osserva una crescita pari al 26,5%. Tale incremento è frutto sia degli adeguamenti tariffari scattati su gran parte dei contratti da gennaio 2023, sia dell'erogazione di nuovi servizi (primo su tutti la gestione del magazzino ricambi per il cliente CGT Logistica e Sistemi all'interno dell'Hub di Sizzano), sia dell'aumento dei volumi e dell'ingresso di nuovi clienti in particolare nella BU Waste Management/Circular Economy. Positivo anche l'andamento della Francia, che continua nel suo percorso di completo risanamento e che nei primi 6 mesi del 2023 ha visto un aumento dei volumi e l'ingresso di due nuovi clienti.

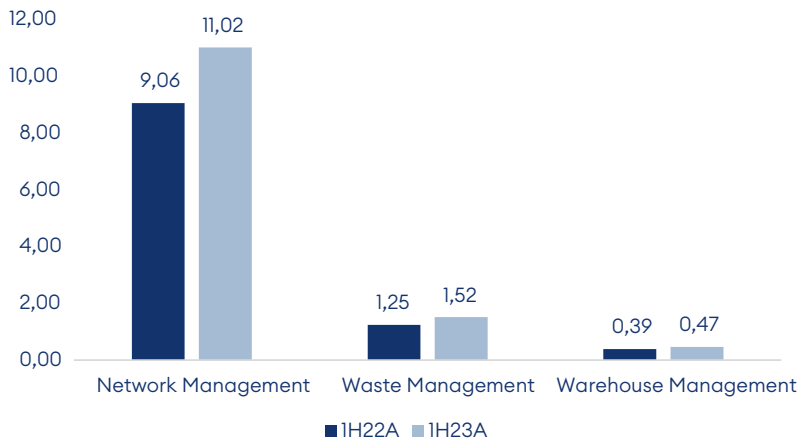
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: Lindbergh

La principale fonte di ricavo, nel corso del 1H23A, è stata la Business Unit Network Management che ha generato una quota di ricavi pari all'84,7% del totale. I restanti ricavi sono così suddivisi: la Business Unit di Waste Management ha contribuito all'11,7% del totale dei ricavi, mentre il restante 3,6% deriva dalla BU Warehouse Management.

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



Source: Lindbergh

L'EBITDA, pari a € 1,82 mln, registra un significativo aumento pari al 29,6% rispetto al valore del primo semestre 2022 (€ 1,41 mln). Tale risultato è frutto del contemporaneo incremento dei ricavi e, in particolare, dell'ottima performance dell'Italia, nonché dal lieve efficientamento dei costi di produzione che ha interessato il semestre. Anche l'EBITDA margin, pari al 13,8%, è superiore rispetto a quanto registrato nell'1H22A, pari al 12,8%.

L'EBIT ammonta a € 1,03 mln (€ 0,74 mln nell'1H22A), dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,79 mln, con un EBIT margin pari al 7,8%, attestandosi su un livello superiore rispetto al dato equivalente per l'1H22A, in cui l'EBIT si attestava pari a € 0,74 mln e l'EBIT margin risultava pari al 6,7% circa. Il Net Income di Gruppo si attesta a € 0,76 mln rispetto a € 0,54 mln registrati nell'1H22A.

La NFP passa da € 3,14 mln di debito del FY22A a € 3,80 mln di debito nell'1H23A. Tale peggioramento è impattato principalmente dal rinnovo della flotta di automezzi da parte del Gruppo, nonché dall'acquisto di attrezzature 4.0.

Il Gruppo sta, inoltre, continuando il suo processo di espansione attraverso linee esterne. A conferma di ciò, in data 27 settembre 2023 Lindbergh ha comunicato il *closing* dell'operazione di acquisizione del 55,0% delle quote di Climax Srl e Idro Calor Srl. L'operazione è avvenuta attraverso la controllata SMIT Srl, altra società acquisita dal Gruppo il 3 febbraio del 2023 e della quale detiene ad oggi il 77,5% delle quote. Questa operazione rientra nella strategia di Lindbergh di voler creare la prima realtà industriale italiana in grado di erogare servizi di assistenza tecnica nel settore della termoidraulica su tutto il territorio italiano. L'operazione segue la recente acquisizione del 100% di Gatti Ermanno Srl e, grazie alle due nuove acquisizioni sopra citate, la società SMIT Srl possiede ad oggi un *network* di 27 tecnici. Con sede a Parma, entrambe le società appartengono allo stesso socio di maggioranza, Dilda Gian Luca, e sono attive nella riparazione, manutenzione, assistenza e installazione di impianti termoidraulici, caldaie, impianti di condizionamento e climatizzazione, nonché di purificazione dell'acqua.

## FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>VoP</b>			
New	26,00	29,00	33,20
Old	25,00	29,00	33,20
Change	4,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>			
New	3,45	4,45	6,00
Old	3,25	4,45	6,00
Change	6,2%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA %</b>			
New	13,3%	15,3%	18,1%
Old	13,0%	15,3%	18,1%
Change	0,3%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>			
New	1,95	2,90	4,40
Old	1,80	3,05	4,65
Change	8,4%	-4,9%	-5,4%
<b>Net Income</b>			
New	1,30	2,00	3,10
Old	1,30	2,25	3,45
Change	0,1%	-11,1%	-10,1%
<b>NFP</b>			
New	3,10	(0,60)	(5,15)
Old	0,75	(2,55)	(6,95)
Change	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

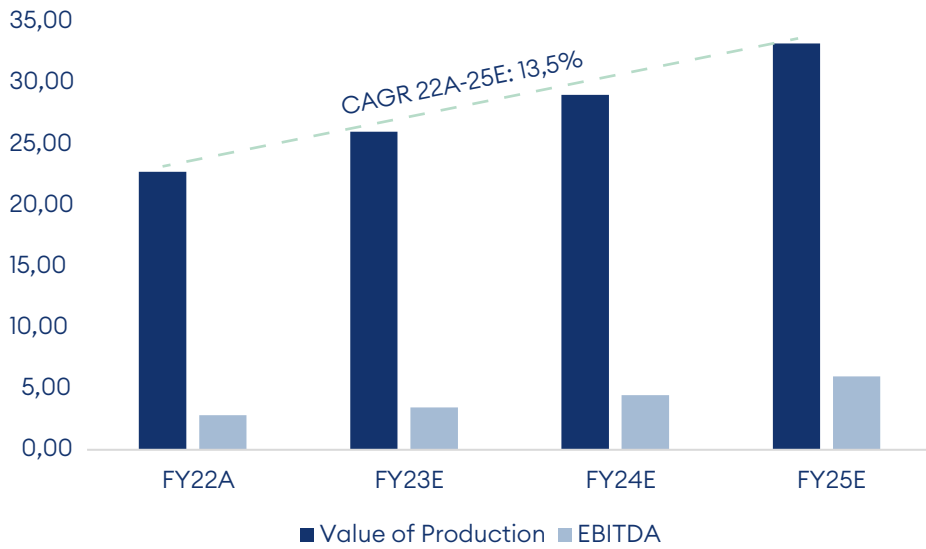
Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 26,00 mln ed un EBITDA pari a € 3,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 33,20 mln (CAGR 22A-25E: 13,5%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 6,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 18,1%), in crescita rispetto a € 2,81 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 12,4%).

A livello patrimoniale, stimiamo per il FY25E una NFP cash positive pari a € 5,15 mln.

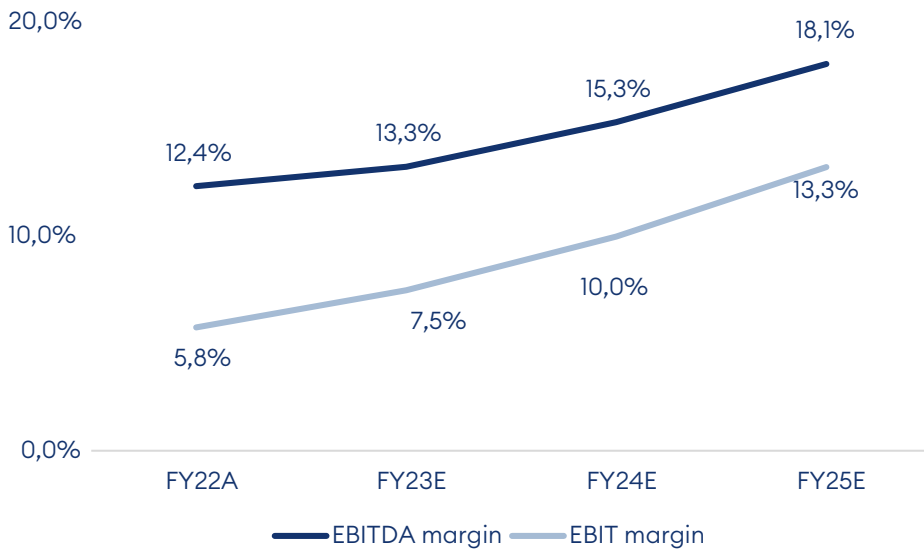


CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-25E



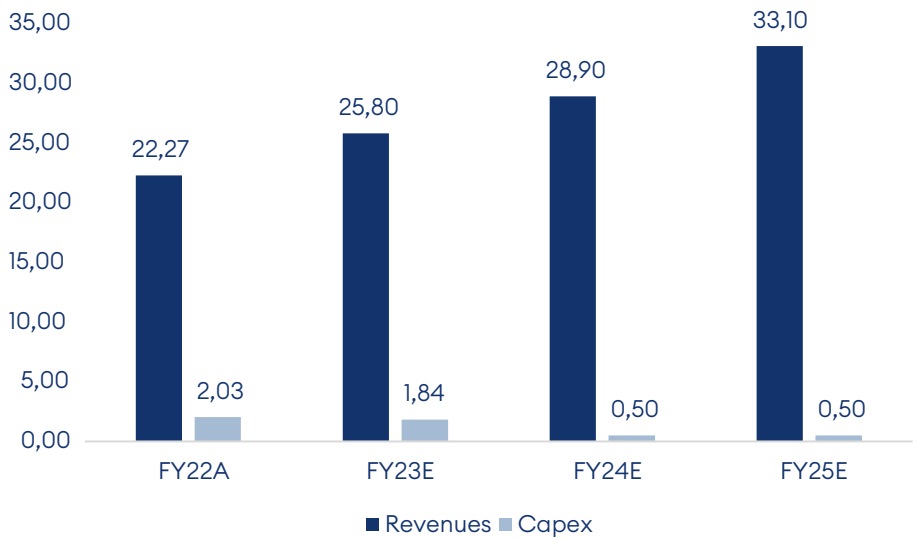
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



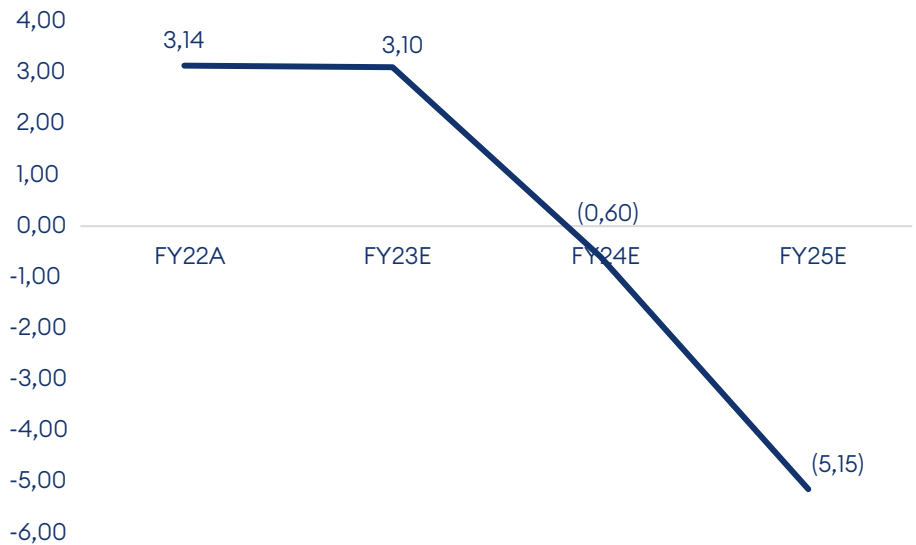
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A-25E



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				6,81%
D/E 100,00%	Risk Free Rate 3,64%	$\beta$ Adjusted 0,77	$\alpha$ (specific risk) 2,50%	
$K_d$ 1,50%	Market Premium 8,33%	$\beta$ Relevered 1,32	$K_e$ 12,55%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,81%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	7,7	15%
TV actualized DCF	42,5	85%
<b>Enterprise Value</b>	<b>50,2</b>	<b>100%</b>
NFP (FY22A)	3,1	
<b>Equity Value</b>	<b>47,0</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 47,0 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
	2,5%	95,3	80,8	70,1	61,8	55,3	50,0	45,6
	2,0%	81,6	70,8	62,5	55,9	50,5	46,1	42,3
	1,5%	71,6	63,1	56,5	51,0	46,6	42,8	39,5
	1,0%	63,8	57,1	51,6	47,0	43,2	40,0	37,1
	0,5%	57,7	52,1	47,5	43,7	40,4	37,5	35,0
	0,0%	52,7	48,0	44,1	40,8	37,9	35,4	33,2
	-0,5%	48,6	44,6	41,2	38,3	35,8	33,5	31,6

Source: Integrae SIM

## Market multiples

I nostri *panel* sono formati 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			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Wincanton plc	4,9 x	4,7 x	4,5 x	9,2 x	8,6 x	8,1 x
Sinotrans Ltd.	4,7 x	4,4 x	4,7 x	7,5 x	7,3 x	4,9 x
XPO Logistics Inc.	10,9 x	9,3 x	8,2 x	21,4 x	15,3 x	12,6 x
DSV Panalpina A/S	13,6 x	13,8 x	12,9 x	17,5 x	17,6 x	16,5 x
<b>Peer median</b>	<b>7,9 x</b>	<b>7,0 x</b>	<b>6,5 x</b>	<b>13,3 x</b>	<b>12,0 x</b>	<b>10,4 x</b>

Source: *Infinancials*

TABLE 7.2 – MARKET MULTIPLES WASTE MANAGEMENT

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Groupe Pizzorno Environnement SA	4,6 x	N/A	N/A	16,7 x	N/A	N/A
Waste Management Inc.	12,5 x	11,6 x	10,6 x	19,3 x	17,7 x	16,1 x
Renewi Plc	4,2 x	4,0 x	4,0 x	8,1 x	7,4 x	7,6 x
Stericycle Inc.	11,6 x	9,6 x	8,4 x	15,5 x	N/A	N/A
Cleanaway Waste Management Ltd.	9,4 x	8,7 x	8,0 x	19,6 x	17,4 x	15,2 x
Casella Waste System Inc.	16,9 x	14,4 x	13,0 x	41,8 x	32,2 x	27,5 x
<b>Peer median</b>	<b>10,5 x</b>	<b>9,6 x</b>	<b>8,4 x</b>	<b>18,0 x</b>	<b>17,6 x</b>	<b>15,6 x</b>

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	31,6	36,9	44,5
EV/EBIT	30,5	42,8	57,2
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	28,5	37,5	49,7
EV/EBIT	27,4	43,4	62,3
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	21,4	28,1	37,2
EV/EBIT	20,6	32,6	46,8
<b>Average</b>	<b>21,0</b>	<b>30,4</b>	<b>42,0</b>

Source: Integræe SIM

L'*equity value* di Lindbergh, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 41,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 31,1 mln.**

## Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	39,1
Equity Value DCF (€/mln)	47,0
Equity Value multiples (€/mln)	31,1
<b>Target Price (€)</b>	<b>4,60</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 39,1 mln. Il **target price** è quindi di € 4,60 (prev. €4,50). Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	15,0x	12,2x	9,5x	7,0x
EV/EBIT	32,2x	21,7x	14,6x	9,6x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	7,5 x	6,1 x	4,7 x	3,5 x
EV/EBIT	16,1 x	10,8 x	7,3 x	4,8 x

Source: Integrae SIM

# Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

## Analyst/s certification

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

## Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
29/09/2022	1,51	Buy	3,50	Medium	Update
05/01/2023	1,77	Buy	3,50	Medium	Breaking News
07/02/2023	1,80	Buy	3,50	Medium	Breaking News
11/04/2023	1,91	Buy	4,50	Medium	Update
28/04/2023	2,05	Buy	4,50	Medium	Breaking News
29/06/2023	2,06	Buy	4,50	Medium	Breaking News
01/08/2023	2,06	Buy	4,50	Medium	Breaking News

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://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, Integræ 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, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

### Rating system (long term horizon: 12 months)

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

#### Equity Total Return (ETR) for different risk categories

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

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ 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 Integræ 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, Integræ SIM played the role of global coordinator.
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of Lindbergh SpA.