

<b>Promotica</b>	<b>Italy</b>	<b>Euronext Growth Milan</b>	<b>Loyalty</b>
<b>Rating: BUY (unch.)</b>	<b>Target Price: € 7,00</b> (prev. € 4,39)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-8,62%	-14,24%	-8,93%	-10,77%
to FTSE Italia Growth	-4,46%	-9,63%	2,66%	-15,71%
to Euronext STAR Milan	-2,88%	-4,45%	11,48%	-4,22%
to FTSE All-Share	-9,23%	-7,40%	1,70%	-7,42%
to EUROSTOXX	-7,31%	-7,57%	4,50%	-2,67%
to MSCI World Index	-0,91%	-5,53%	7,99%	-0,31%

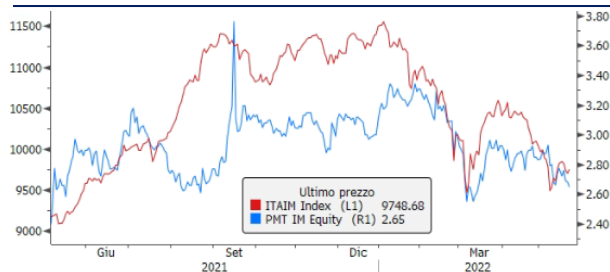
Stock Data	
Price	€ 2,65
Target price	€ 7,00
Upside/(Downside) potential	164,1%
Bloomberg Code	PMT IM Equity
Market Cap (€m)	€ 42,59
EV (€m)	€ 45,64
Free Float	15,40%
Share Outstanding	16.069.989
52-week high	€ 3,76
52-week low	€ 2,36
Average daily volumes (3m)	10.000

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	39,6	74,5	79,5	84,5
VoP	40,1	75,0	80,0	85,0
EBITDA	2,0	8,9	10,3	11,9
EBIT	1,5	7,9	9,1	10,6
Net Profit	1,4	5,2	6,1	7,2
EBITDA margin	5,2%	12,0%	13,0%	14,0%
EBIT margin	3,8%	10,7%	11,4%	12,5%
Net Profit margin	3,6%	7,0%	7,7%	8,5%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	22,4	5,1	4,4	3,9
EV/EBIT (x)	30,5	5,7	5,0	4,3
P/E (x)	29,8	8,1	7,0	5,9

**Mattia Petracca** [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
**Giuseppe Riviello** [giuseppe.riviello@integraesim.it](mailto:giuseppe.riviello@integraesim.it)

### Stock performance vs FTSE AIM Italia



### FY21A Results

I ricavi di vendita di Promotica sono pari a € 39,6 mln, in diminuzione rispetto ai € 57,01 mln del FY20A a causa dello slittamento di alcune campagne di fidelizzazione al 2022 e dell'allungamento delle tempistiche di consegna dei prodotti per una supply chain più frammentata. L'EBITDA si riduce a € 2,04 mln, per un decremento rispetto ai € 6,82 mln del FY20A. La marginalità risente sia della riduzione del fatturato, che di un incremento generalizzato di tutte le voci di costo, in particolare dei costi per servizi tra cui le spese per il trasporto di materie prime. La Società genera comunque un Net Income positivo per € 1,40 mln, seppur in diminuzione rispetto ai € 4,30 mln al FY20A.

### Estimates Update

Alla luce dei risultati FY21A e delle recenti acquisizioni, modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione consolidato FY22E pari a € 75,0 mln, EBITDA pari a € 8,95 mln ed EBITDA margin del 12,0%, in linea con il dato del FY20A che non aveva risentito degli incrementi dei costi e delle difficoltà sulla catena del valore. Per gli anni successivi, ci aspettiamo valore della produzione di € 85,0 mln (CAGR FY20A - FY24E: 28,42%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 11,85 mln (EBITDA margin del 14,0%), in crescita rispetto a € 2,04 mln del FY21A (EBITDA margin del 5,2%). Ci aspettiamo infine Capex di periodo pari a circa € 3,8 mln, riconducibili allo sviluppo della nuova sede operativa previsto per il 2023.

### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Promotica 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 € 116,8 mln. L'equity value di Promotica utilizzando i market multiples risulta essere pari a € 108,2 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 112,5 mln. Il target price è di € 7,00 (prev. 4,39) rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
Revenues	57,01	39,56	74,50	79,50	84,50
Other Revenues	0,46	0,57	0,50	0,50	0,50
<b>Value of Production</b>	<b>57,46</b>	<b>40,13</b>	<b>75,00</b>	<b>80,00</b>	<b>85,00</b>
COGS	42,89	28,46	52,50	55,50	58,00
Services	4,93	5,84	8,45	8,75	9,30
Use of assets owned by others	0,29	0,47	0,35	0,40	0,45
Employees	2,21	2,74	4,00	4,25	4,55
Other Operating Expenses	0,33	0,59	0,75	0,80	0,85
<b>EBITDA</b>	<b>6,82</b>	<b>2,04</b>	<b>8,95</b>	<b>10,30</b>	<b>11,85</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>12,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,0%</i>
D&A	0,53	0,55	1,00	1,20	1,30
<b>EBIT</b>	<b>6,29</b>	<b>1,50</b>	<b>7,95</b>	<b>9,10</b>	<b>10,55</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>11,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,5%</i>
Financial Management	(0,31)	0,11	(0,30)	(0,25)	(0,20)
<b>EBT</b>	<b>5,98</b>	<b>1,61</b>	<b>7,65</b>	<b>8,85</b>	<b>10,35</b>
Taxes	1,68	0,18	2,40	2,75	3,15
<b>Net Income</b>	<b>4,29</b>	<b>1,43</b>	<b>5,25</b>	<b>6,10</b>	<b>7,20</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mIn)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
<b>Fixed Assets</b>	<b>2,78</b>	<b>8,83</b>	<b>8,40</b>	<b>9,80</b>	<b>9,10</b>
Account receivable	18,22	11,74	23,70	25,25	26,80
Inventories	11,40	18,84	14,50	14,80	15,00
Account payable	16,29	13,83	20,80	22,00	23,10
<b>Operating Working Capital</b>	<b>13,33</b>	<b>16,75</b>	<b>17,40</b>	<b>18,05</b>	<b>18,70</b>
Other receivable	1,24	4,12	2,00	2,10	2,20
Other payable	1,88	3,62	2,00	2,70	2,90
<b>Net Working Capital</b>	<b>12,69</b>	<b>17,25</b>	<b>17,40</b>	<b>17,45</b>	<b>18,00</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,64	1,23	1,00	1,10	1,20
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>14,82</b>	<b>24,85</b>	<b>24,80</b>	<b>26,15</b>	<b>25,90</b>
Share Capital	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Reserves	6,67	10,13	11,19	15,27	20,01
Net Income	4,29	1,38	5,25	6,10	7,20
<b>Equity</b>	<b>11,76</b>	<b>12,32</b>	<b>17,24</b>	<b>22,17</b>	<b>28,01</b>
<b>Minorities Equity</b>	<b>0,00</b>	<b>0,13</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Cash & Cash Equivalent	4,02	2,91	1,94	3,52	8,11
Short Term Debt to Bank	2,30	11,46	5,00	4,00	3,00
M/L Term Debt to Bank	4,77	3,86	4,50	3,50	3,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>3,06</b>	<b>12,41</b>	<b>7,56</b>	<b>3,98</b>	<b>(2,11)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>14,82</b>	<b>24,85</b>	<b>24,80</b>	<b>26,15</b>	<b>25,90</b>
<b>CASH FLOW (€/mIn)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
EBIT	6,29	1,50	7,95	9,10	10,55
Taxes	1,68	0,18	2,40	2,75	3,15
<b>NOPAT</b>	<b>4,61</b>	<b>1,32</b>	<b>5,55</b>	<b>6,35</b>	<b>7,40</b>
D&A	0,53	0,55	1,00	1,20	1,30
Change in receivable	(8,18)	6,48	(11,96)	(1,55)	(1,55)
Change in inventories	(2,23)	(7,44)	4,34	(0,30)	(0,20)
Change in payable	8,04	(2,46)	6,97	1,20	1,10
Change in others	(0,25)	(1,14)	0,50	0,60	0,10
<i>Change in NWC</i>	<i>(2,62)</i>	<i>(4,56)</i>	<i>(0,15)</i>	<i>(0,05)</i>	<i>(0,55)</i>
Change in provisions	0,11	0,59	(0,23)	0,10	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>2,63</b>	<b>(2,12)</b>	<b>6,17</b>	<b>7,60</b>	<b>8,25</b>
Capex	(0,8)	(6,6)	(0,6)	(2,6)	(0,6)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>1,82</b>	<b>(8,71)</b>	<b>5,60</b>	<b>5,00</b>	<b>7,65</b>
Financial Management	(0,31)	0,11	(0,30)	(0,25)	(0,20)
Change in Debt to Bank	(1,77)	8,24	(5,82)	(2,00)	(1,50)
Change in Equity	4,20	(0,75)	(0,45)	(1,17)	(1,36)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>3,93</b>	<b>(1,11)</b>	<b>(0,97)</b>	<b>1,58</b>	<b>4,59</b>

Source: Promotica and Integrae SIM estimates

## 1.1 FY21A Results

Nel comunicato stampa del 18 maggio 2022, il Consiglio di Amministrazione della Società ha esaminato e approvato i risultati consolidati di Gruppo e il progetto di bilancio al 31 dicembre 2021, redatti secondo i principi contabili italiani. Nello specifico, i dati consolidati del FY21A non sono comparabili con quelli dell'esercizio precedente, poiché contemplano l'integrazione contabile della neoacquisita partecipazione in Grani & Partners S.p.A. e la sua controllata Grani & Partners H.K., a partire dal 1° novembre 2021.

**Table 2 – Actual VS Estimates FY21A vs FY21E**

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>FY21A</b>	<b>39,56</b>	<b>2,04</b>	<b>5,2%</b>	<b>1,50</b>	<b>1,43</b>	<b>12,41</b>
FY21E	50,00	6,30	12,6%	5,70	3,75	0,65
Change	-20,9%	-67,6%	-7,4%	-73,7%	-61,9%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Diego Toscani, Amministratore Delegato di Promotica commentando i risultati annuali, dichiara che: *“L’andamento registrato nel 2021 sia in termini di ricavi che di marginalità è ascrivibile alla particolare situazione congiunturale verificatasi nel corso dell’esercizio e alla ciclicità del modello di business. In merito alla situazione congiunturale, l’incremento dei costi di trasporto e delle materie prime, ha di fatto reso non convenienti alcune categorie merceologiche che solitamente rappresentavano i premi delle campagne promozionali, inficiando la possibilità di realizzare alcune campagne programmate per la seconda parte del 2021 con primari clienti e ha impattato sulla marginalità di quelle già contrattualizzate, in quanto non è stato possibile ribaltare gli aumenti di costo sui clienti finali. Inoltre, le dilatate tempistiche di consegna dovute alla chiusura dei porti e delle aziende in Cina (connesse alla politica 0 contagi) hanno imposto lo slittamento di alcune campagne. Per quanto riguarda la ciclicità del business, oscillazioni di fatturato da un esercizio all’altro sono il normale effetto delle date di partenza e di termine delle campagne. Questa ciclicità si inserisce ovviamente nel trend di forte crescita che ha caratterizzato l’evoluzione di Promotica a partire dal 2016 e che è riconfermato dai ricavi dei primi quattro mesi del 2022, che hanno superato quelli del primo semestre scorso. Tale andamento ci consente di prevedere con ottimismo una totale ripresa della crescita e della marginalità per l’esercizio in corso, possibile attraverso un repricing delle campagne che tiene conto dei suddetti aumenti dei costi.”*

I ricavi di vendita di Promotica si attestano a quota € 39,6 mln, in netta diminuzione rispetto ai € 57,01 mln conseguiti nel FY20A. Tale risultato negativo è principalmente imputabile allo slittamento di alcune campagne di fidelizzazione di rilevanza nazionale al 2022, a causa della difficoltà di ribaltare al cliente finale gli incrementi dei costi di trasporto e delle materie prime e, in secondo luogo, dell’allungamento delle tempistiche di consegna dei medesimi prodotti per via di una *supply chain* sempre più frammentata a livello mondiale. Hanno contribuito anche effetti di stagionalità del business, che vede oscillazioni di fatturato da un esercizio all’altro molto comuni in questo settore; la maggior parte delle campagne non realizzate nella seconda metà dell’esercizio è stata infatti ripresa nei primi mesi del 2022.

L’EBITDA si riduce anch’esso ad un valore di € 2,04 mln, per un decremento significativo rispetto ai € 6,82 mln dell’esercizio precedente. La marginalità risente sia della riduzione del fatturato, in termini assoluti, che di un incremento generalizzato di tutte le voci di costo, in particolare dei costi per servizi tra cui le spese per il trasporto di materie prime, specialmente dalla Cina. L’EBITDA *margin* si attesta quindi ad un valore pari al 5,2%, rispetto al 12,0% del FY20A, a causa appunto della maggiore incidenza percentuale dei costi delle campagne realizzate.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,55 mln, ammonta a € 1,50 mln rispetto a € 6,29 mln del FY20A, con una marginalità ridotta al 3,8%. Nonostante le molteplici difficoltà incontrate nel corso dell'esercizio 2021 di carattere sistemico e legate alla ciclicità del business, la Società genera un Net Income positivo per € 1,40 mln seppur in diminuzione rispetto ai € 4,30 mln al 31 dicembre 2020.

Per quanto riguarda la NFP, questa risente dell'incremento di indebitamento finanziario legato all'acquisizione di Grani & Partners S.p.a., avvenuta senza l'attivazione di linee di credito, e al finanziamento di un magazzino il cui utilizzo è legato alle campagne previste per il 2022, in modo da ridurre l'esposizione ad eventuali ulteriori aumenti del costo delle materie prime. Nello specifico, la NFP passa da € 3,06 mln al FY20A a € 12,4 mln, inclusivi anche del consolidamento dell'indebitamento finanziario netto della società acquisita.

A livello di Capex, l'esercizio FY21A è stato molto importante per Promotica, che tramite investimenti principalmente per linee esterne è stata in grado di posizionarsi tra le realtà leader in Italia nel settore delle *promotion*. In primis, l'acquisizione di Grani & Partners, che opera nel mercato promozionale per prodotti dedicati al mondo del bambino e vanta un fatturato FY21A pari a € 11,1 mln, consentirà alla Società di offrire servizi ben diversificati per tipologia di target, *industry* e zona geografica, oltre che di ottenere importanti sinergie in termini di ricavo grazie al *cross-selling* sui clienti esistenti e lo sviluppo dei mercati non presidiati. Tramite la controllata basata ad Hong Kong, infatti, il Gruppo punta ad ottenere importanti economie nei costi di approvvigionamento, oltre che una maggiore presenza internazionale, già rafforzata nei primi mesi del 2022 con le campagne lanciate in Croazia, Bulgaria e Lituania.

All'acquisizione di Grani & Partners si è aggiunta anche quella del ramo d'azienda Incentive & Loyalty di Ecommerce Outsourcing Srl, controllata da Giglio Group SpA, anch'essa con il fine di rafforzare la propria posizione nel settore *loyalty* e potenziare l'*expertise* in ambito MarTech, inteso come utilizzo di software e piattaforme per la gestione e analisi dei dati al fine di proporre programmi di fidelizzazione *tailor made* per ottenere maggior *engagement* dalla clientela di interesse.

## 1.2 FY22E – FY24E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY24E**

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
<b>VoP</b>			
New	<b>75,0</b>	<b>80,0</b>	<b>85,0</b>
Old	64,0	69,0	75,5
Change	17,3%	16,0%	12,7%
<b>EBITDA</b>			
New	<b>8,9</b>	<b>10,3</b>	<b>11,9</b>
Old	8,2	9,1	10,2
Change	9,1%	13,2%	16,7%
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>12,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>14,0%</b>
Old	12,9%	13,2%	13,5%
Change	-0,8%	-0,3%	0,5%
<b>EBIT</b>			
New	<b>7,9</b>	<b>9,1</b>	<b>10,6</b>
Old	7,5	8,2	9,2
Change	6,0%	11,0%	15,3%
<b>Net Income</b>			
New	<b>5,2</b>	<b>6,1</b>	<b>7,2</b>
Old	5,0	5,5	6,3
Change	5,0%	11,9%	15,2%
<b>NFP</b>			
New	<b>7,6</b>	<b>4,0</b>	<b>(2,1)</b>
Old	2,1	(1,4)	(5,2)
Change	N.A	N.A	N.A

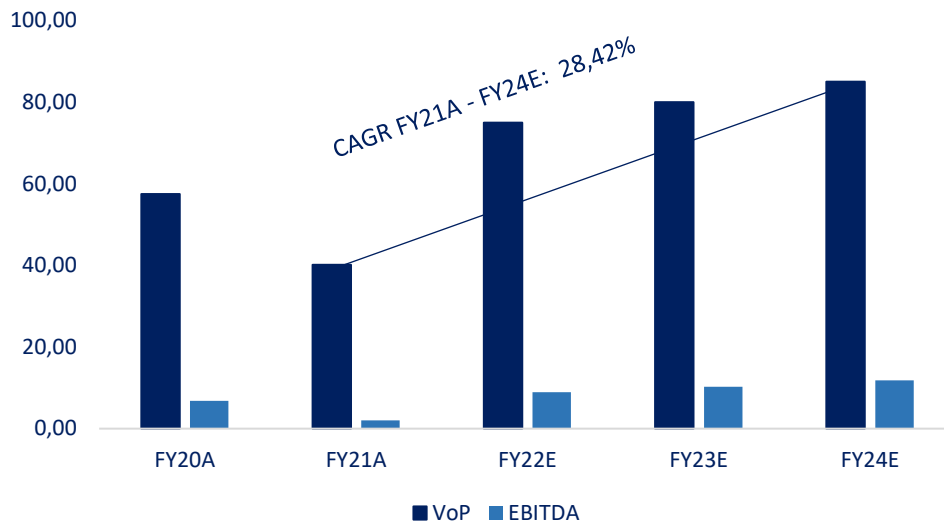
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY21A e delle recenti acquisizioni, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni, anche tenendo conto del consolidamento delle nuove partecipazioni.

In particolare, stimiamo valore della produzione consolidato FY22E pari a € 75,0 mln, con un EBITDA pari a € 8,95 mln, corrispondente ad un EBITDA margin del 12,0% in linea con la marginalità del FY20A che non aveva risentito degli incrementi dei costi e delle difficoltà sulla catena del valore. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 85,0 mln (CAGR FY20A - FY24E: 28,42%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 11,85 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 14,0%), in crescita rispetto a € 2,04 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 5,2%).

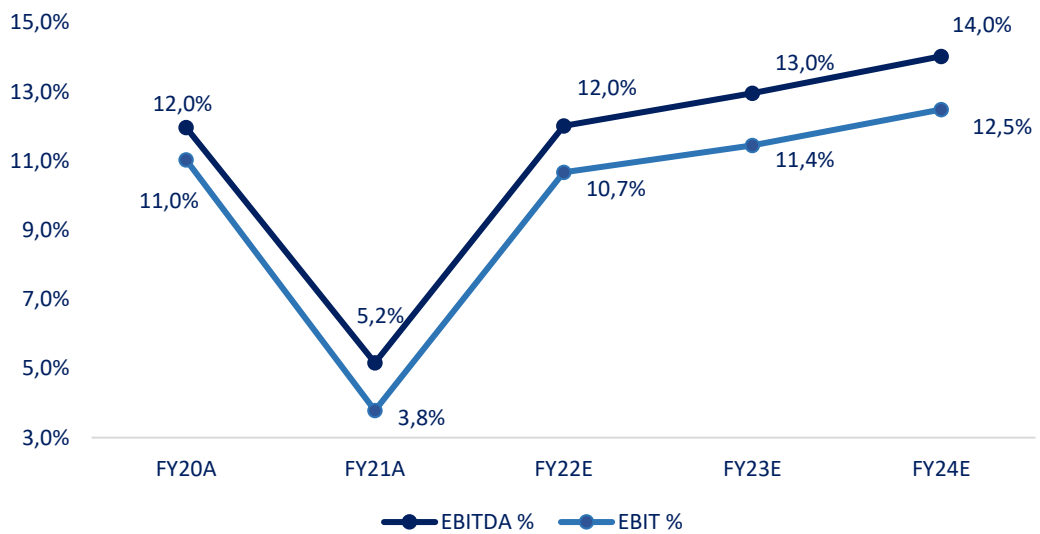
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione dell'aumento dell'indebitamento finanziario dell'esercizio appena concluso. Grazie alla generazione di cassa prevista nei prossimi anni e ad un piano di rimborso del debito di breve periodo, stimiamo che la NFP possa raggiungere un valore *cash positive* nel FY24E pari a € 2,11 mln. Ci aspettiamo infine Capex di periodo pari a circa € 3,8 mln, principalmente riconducibili allo sviluppo della nuova sede operativa previsto per il 2023.

**Chart 1 – VoP and EBITDA FY20A-24E**



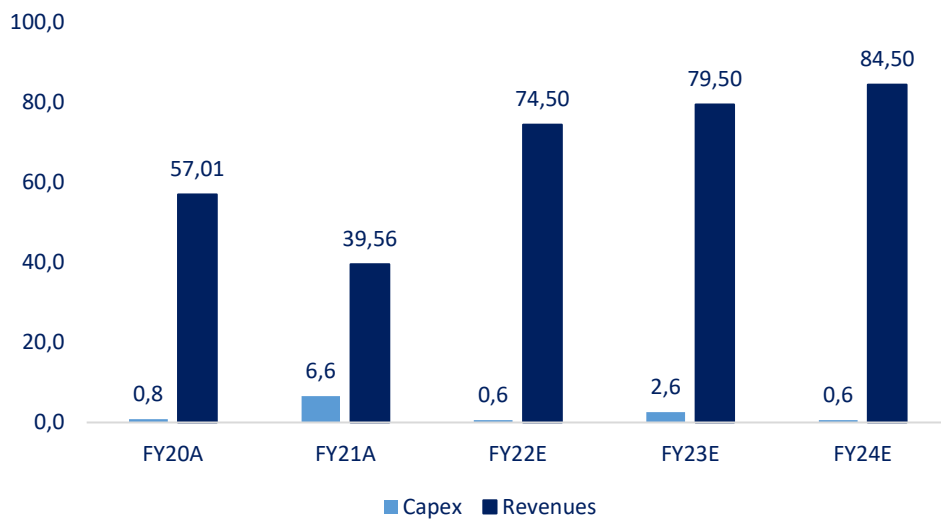
Source: Integrae SIM

**Chart 2 – Margin FY20A - FY24E**



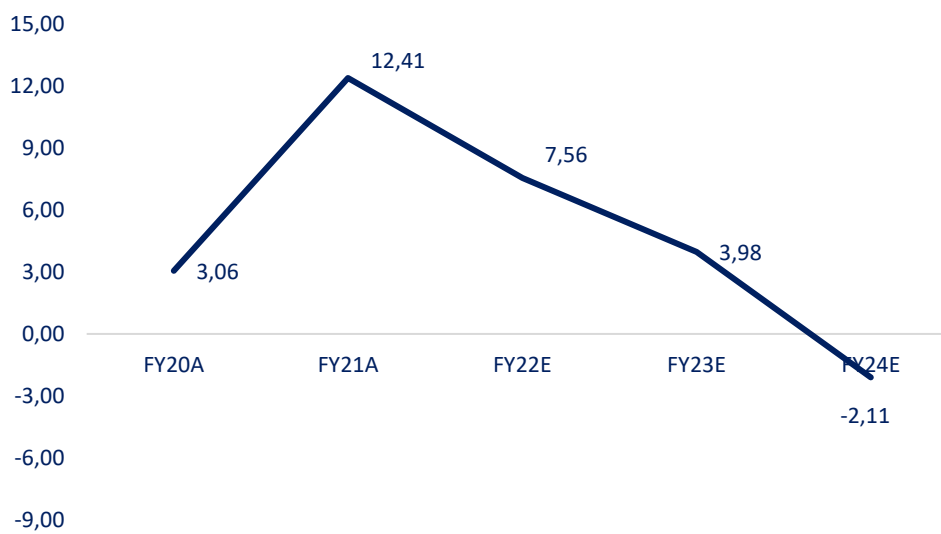
Source: Integrae SIM

**Chart 3 – Capex FY20A – FY24E**



Source: Integrae SIM

**Chart 4 – NFP FY20A - FY24E**



Source: Integrae SIM

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

<b>WACC</b>		<b>6,01%</b>
Risk Free Rate	1,36% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,6
D/E (average)	33,33% Beta Relevered	0,7
Ke	7,54% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,01%.

**Table 5 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>116,8</b>
FCFO actualized	17,1	13%
TV actualized DCF	112,1	87%
<b>Enterprise Value</b>	<b>129,2</b>	100%
NFP (FY21A)	12,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 116,8 mln.

**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln	WACC						
	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
2,5%	294,5	234,0	193,5	164,6	142,8	125,9	112,4
2,0%	237,0	196,0	166,7	144,7	127,5	113,8	102,6
<b>Growth</b>	<b>1,5%</b>	198,5	168,8	146,5	129,2	115,3	103,9
<b>Rate (g)</b>	<b>1,0%</b>	171,0	148,4	130,8	<b>116,8</b>	105,2	95,6
	<b>0,5%</b>	150,3	132,5	118,3	106,6	96,9	88,6
	<b>0,0%</b>	134,2	119,8	108,0	98,1	89,8	82,6
	<b>-0,5%</b>	121,4	109,4	99,4	90,9	83,7	77,4

Source: Integrae SIM



## 2.2 Market multiples

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

**Table 7 – Market Multiples**

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
1000 Mercis SA	9,9	8,3	N/A	36,0	22,5	N/A
Bilendi SA	8,8	7,4	6,5	13,9	11,7	10,1
Alliance Data Systems Corp.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Points International Ltd	15,8	14,5	12,4	51,9	29,7	N/A
<b>Peer median</b>	<b>9,9</b>	<b>8,3</b>	<b>9,4</b>	<b>36,0</b>	<b>22,5</b>	<b>10,1</b>

Source: Infionals

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2022E	2023E	2024E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	88,5	85,9	111,7
EV/EBIT	286,3	204,9	106,8
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	81,0	81,9	113,9
EV/EBIT	278,7	201,0	108,9
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	60,7	61,4	85,4
EV/EBIT	209,0	150,7	81,7
<b>Average</b>	<b>134,9</b>	<b>106,1</b>	<b>83,5</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Promotica, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT risulta essere pari a € 144,20 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%; **pertanto, ne risulta un equity value di € 108,20 mln.**

## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>112,5</b>
Equity Value DCF (€/mln)	116,8
Equity Value multiples (€/mln)	108,2
<b>Target Price (€)</b>	<b>7,00</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €112,5 mln. Il *target price* è quindi di € 7,00 (prev. €4,39). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

**Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	14,0x	12,1x	10,5x
EV/EBIT	15,7x	13,7x	11,8x

Source: Integrae SIM

**Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	5,1x	4,4x	3,9x
EV/EBIT	5,7x	5,0x	4,3x

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
05/07/2021	3,15	BUY	4,30	Medium	Flash Note
20/09/2021	3,03	BUY	4,40	Medium	Update
02/12/2021	3,14	BUY	4,40	Medium	Flash Note
24/01/2022	3,32	BUY	4,40	Medium	Flash Note
11/02/2022	3,24	BUY	4,39	Medium	Flash Note
01/03/2022	3,05	BUY	4,39	Medium	Flash Note
07/03/2022	2,45	BUY	4,39	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](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 >= 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) 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, It played the role of global coordinator.