

MAPS GROUP

Sector: Technology

BUY

Price: Eu2.31 - Target: Eu4.10

Powering the Digital Transformation

 Websim Research Dpt.: +39-02-76418200
 research@websim.it

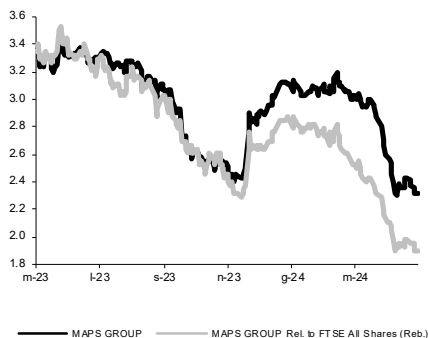
Stock Rating

Rating: BUY (New Coverage)
Target Price (Eu): 4.10 (New Coverage)

Next Event

 1H24 Results: September 24th 2024

MAPS GROUP - 12M Performance



Stock Data

Reuters code: MAPS.MI
Bloomberg code: MAPS IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	-11.2%	-25.7%	-31.5%
Relative	-11.1%	-34.6%	-54.1%
12M (H/L)		3.40/2.30	
3M Average Volume (th):		6.11	

Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	13
Total no. of shares (mn):	13
Mkt Cap Ord (Eu mn):	30
Total Mkt Cap (Eu mn):	30
Mkt Float - Ord (Eu mn):	10
Mkt Float (in %):	32.4%
Main Shareholder:	
Marco Ciscato	15.5%

Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	26
BVPS (Eu):	2.00
P/BV:	1.2
Net Financial Position (Eu mn):	-8
Enterprise Value (Eu mn):	39

■ **Leader nella digital transformation, upside potenziale di oltre il 70%: BUY.** Maps Group, fondata nel 2001, è a capo di uno dei principali gruppi italiani nel mercato delle tecnologie per la *digital transformation*, con focus sui settori *Healthcare* ed *Energy*. L'elevato potenziale del mercato di riferimento, caratterizzato da un'offerta frammentata, la vocazione alla crescita di Maps Group (6 acquisizioni dal 2018), oltre ad un *business model* scalabile, con un'alta quota di ricavi ricorrenti, sono alla base delle nostre stime, che vedono un CAGR dell'*EBITDA* del 20% nel periodo 2024-27. Avviamo la copertura di Maps Group con rating *BUY* e *target price* a €4.10, che include uno sconto liquidità del 20%.

■ **Mercati di riferimento in forte crescita.** Nel settore *Healthcare*, che nel 2023 ha rappresentato il 58% del fatturato, gli investimenti in digitalizzazione in Italia sono attesi crescere ad un CAGR di circa il 13% nel periodo 2024-26 (stime Net Consulting Cube) e nel settore *Energy*, che nel 2023 ha rappresentato l'8% del fatturato, ad un CAGR di circa il 19% nel periodo 2024-27 (stime Politecnico di Milano), grazie anche allo sviluppo delle Comunità Energetiche Rinnovabili (CER), cui il Governo ha destinato €5.7 miliardi di incentivi dal 2024.

■ **Business model scalabile con quota rilevante di ricavi ricorrenti.** Maps Group nasce come azienda di progetti *IT* per grandi gruppi industriali e di servizi, come Philip Morris e Vodafone, ma nel corso degli anni si è trasformata sempre più in un'azienda di prodotti *software*, che ora rappresentano oltre l'80% del fatturato dal 30% del 2018. Poiché i prodotti possono essere venduti ad una vasta platea di clienti con costi marginali limitati, il *business model* di Maps Group risulta altamente scalabile e con un profilo di rischio contenuto, grazie all'elevata quota di ricavi ricorrenti (40% nel 2023 da 18% nel 2018) ed alla bassa concentrazione della clientela.

■ **2023 in chiaroscuro.** Nel 2023 il fatturato ha continuato a crescere raggiungendo €27.5 milioni (+11% YoY), ma la marginalità è scesa (*adj. EBITDA margin* 18.1%, -570 *bps* YoY) a causa di alcuni problemi di integrazione delle ultime acquisizioni e dei ritardi nell'emanazione del decreto legislativo che regola l'incentivazione delle CER, segmento di *business* in cui il Gruppo ha continuato a investire. Nel secondo semestre, tuttavia, l'*adj. EBITDA margin* è risalito al 20.4% dal 15.4% del primo semestre, evidenziando già una netta inversione di tendenza. Il 2023 ha inoltre visto un miglioramento nella gestione del circolante, che ha consentito di ridurre l'indebitamento netto a €12.5 milioni da €13.8 milioni del 2022.

■ **2024-27 EBITDA CAGR atteso al 20%, EPS CAGR al 47%.** Nel 2024 stimiamo ricavi in crescita del 9% YoY a circa €30 milioni ed un *adj. EBITDA* in aumento del 32% a €6.6 milioni, con un margine che dovrebbe tornare in area 22% grazie anche alla risoluzione dei problemi relativi alle ultime acquisizioni che avevano penalizzato il 2023 ed all'avvio degli incentivi sulle CER da aprile 2024. Nel periodo 2024-27, ci attendiamo un CAGR dei ricavi al 9%, un CAGR dell'*EBITDA* al 20%, con una marginalità attesa arrivare al 26% grazie alle economie di scala, ed un CAGR dell'*EPS* al 47%, pur scontando un aumento del *tax-rate* al 25% dal 5% del 2023. Il *Free Cash Flow* 2024-27 è stimato in circa €12 milioni, quasi il 40% dell'attuale *market cap*.

Key Figures & Ratios	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	28	30	33	36	39
EBITDA Adj (Eu mn)	5	7	8	9	10
Net Profit Adj (Eu mn)	1	2	3	4	5
EPS New Adj (Eu)	0.075	0.159	0.221	0.281	0.347
EPS Old Adj (Eu)					
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	10.4	6.0	4.8	3.7	2.9
EV/EBIT Adj	35.6	13.2	9.2	6.7	4.7
P/E Adj	30.7	14.5	10.4	8.2	6.7
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	2.5	1.2	0.8	0.3	-0.1

MAPS GROUP – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	25	28	30	33	36	39
EBITDA	6	5	7	8	9	10
EBIT	3	1	3	4	5	6
Financial Income (charges)	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	3	1	3	4	5	6
Taxes	0	-0	-0	-1	-1	-2
Tax rate	-6.6%	5.3%	16.7%	20.0%	21.8%	24.8%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	3	1	2	3	4	5
EBITDA Adj	6	5	7	8	9	10
EBIT Adj	3	1	3	4	5	6
Net Profit Adj	3	1	2	3	4	5
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	13	13	13	13	13	13
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	12	12	13	13	13	13
EPS f.d	0.205	0.070	0.159	0.221	0.281	0.347
EPS Adj f.d	0.217	0.075	0.159	0.221	0.281	0.347
BVPS f.d	1.597	1.690	2.000	2.221	2.501	2.849
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	5	6	6	7	8	8
Change in NWC	-3	-0	-0	-1	-1	-1
Capital Expenditure	-3	-4	-3	-4	-4	-4
Other Cash Items	-0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-1	1	2	2	3	4
Acquisitions, Divestments & Other Items	-8	0	0	0	0	0
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	0	0	2	0	0	0
Change in Net Financial Position	-9	1	4	2	3	4
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	27	28	28	28	27	28
Net Working Capital	13	13	13	14	15	15
Long term Liabilities	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Net Capital Employed	35	35	35	35	35	36
Net Cash (Debt)	-14	-13	-8	-6	-2	1
Group Equity	21	22	26	29	33	38
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	21	22	26	29	33	38
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap	41	39	31	31	31	31
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-14	-13	-8	-6	-2	1
Enterprise Value	55	52	39	37	33	30
Ratios (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	23.8%	18.1%	21.8%	23.1%	24.7%	26.1%
EBIT Adj Margin	12.5%	5.3%	9.8%	12.0%	13.9%	16.1%
Gearing - Debt/Equity	65.5%	56.0%	31.0%	19.7%	7.5%	-2.9%
Interest Cover on EBIT	8.2	3.5	6.8	11.9	18.7	24.8
Net Debt/EBITDA Adj	2.3	2.5	1.2	0.8	0.3	-0.1
ROACE*	10.4%	4.0%	8.6%	11.4%	14.2%	17.7%
ROE*	16.2%	4.6%	8.6%	10.8%	12.2%	13.4%
EV/CE	2.0	1.5	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/Sales	2.2	1.9	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA Adj	9.3	10.4	6.0	4.8	3.7	2.9
EV/EBIT Adj	17.7	35.6	13.2	9.2	6.7	4.7
Free Cash Flow Yield	-2.9%	2.5%	7.9%	8.0%	10.8%	11.8%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	15.0%	11.3%	9.3%	9.7%	9.1%	9.0%
EBITDA Adj	17.1%	-15.4%	31.7%	16.6%	16.5%	14.9%
EBIT Adj	27.1%	-52.8%	102.2%	34.6%	25.6%	26.9%
Net Profit Adj	6.5%	-65.2%	111.7%	38.7%	26.9%	23.7%
EPS Adj	4.3%	-65.3%	112.0%	38.7%	26.9%	23.7%
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Intermonte SIM estimates

Company in Brief

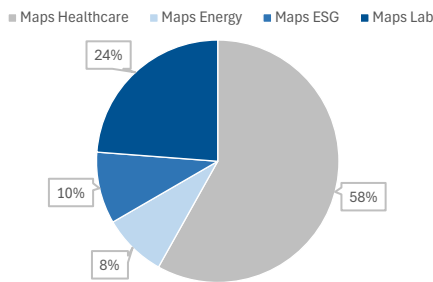
Descrizione della società

Maps, azienda nata nel 2001, è una PMI Innovativa quotata dal 2019 sul segmento Euronext Growth Milan, a capo di un gruppo, Maps Group, con un giro d'affari 2023 di €27.5 milioni, attivo nella produzione e distribuzione di *software* per l'analisi dei *big data*, nell'ambito della trasformazione digitale. Maps Group, la cui sede principale è a Parma, opera in tutta Italia con soluzioni proprietarie su tre mercati: *Healthcare*, *Energy* e *ESG*.

Punti di forza/Opportunità

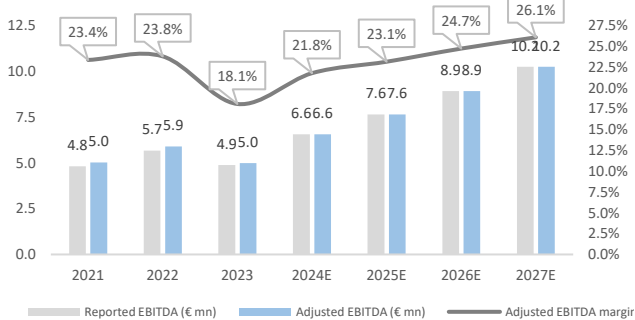
- Posizione di *leadership* nei mercati di riferimento, caratterizzati da elevati tassi di crescita della domanda
- Forte potenziale di crescita nel settore *Energy* grazie anche al recente avvio degli incentivi per le Comunità Energetiche Rinnovabili
- Opportunità di *M&A* in mercati frammentati, con possibilità di espansione anche all'estero per la *BU Energy*
- Business Model* scalabile, grazie all'elevata incidenza sul fatturato dei prodotti proprietari (81% nel 2023)
- Rapporti di lunga durata con la clientela ed elevata incidenza sul fatturato dei canoni ricorrenti (40% nel 2023)

Maps Group – 2023 Turnover Breakdown by Division



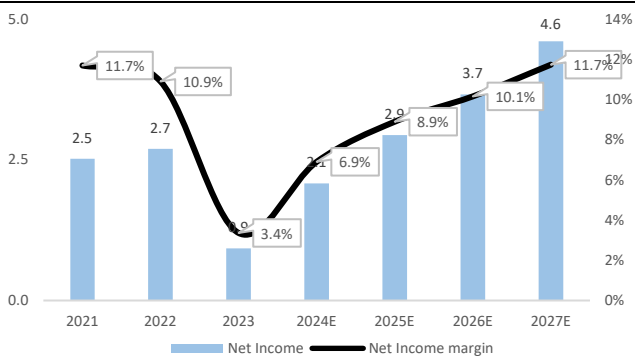
Source: Company Data

Maps Group - 2021-2027E EBITDA (€ mn) and Adj EBITDA Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Maps Group - 2021-2027E Net Income (€ mn) & Net Income Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

Chairman: Marco Ciscato
CEO: Maurizio Pontremoli
R&D Director: Gian Luca Cattani

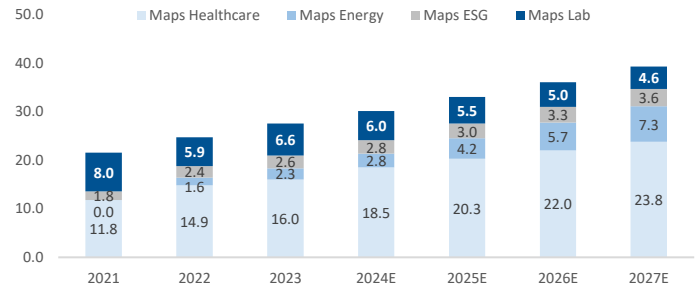
Azionisti

Marco Ciscato	15.5%
Maurizio Pontremoli	12.9%
Eiffel Investment Gr.	12.6%
Domenico Miglietta	9.6%
Paolo Ciscato	6.4%
Gian Luca Cattani	5.8%
Others	3.5%
Maps S.p.A	1.4%
Market float	32.4%

Rischi/Debolezze

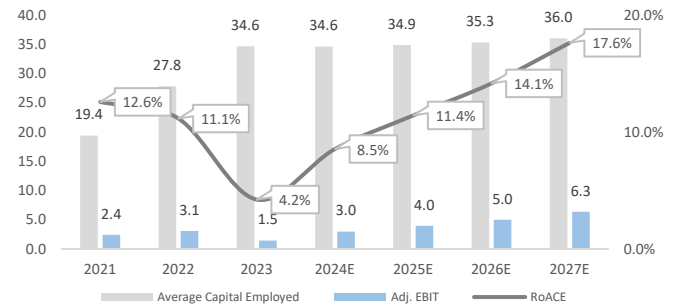
- Potenziali difficoltà nei processi di integrazione delle acquisizioni
- Presenza geografica esclusivamente nazionale
- Possibile ingresso nel mercato italiano di operatori internazionali
- Elevata concentrazione della clientela e fatturato in calo nella BU Maps Lab
- Ridotta capitalizzazione di mercato

Maps Group - 2021-2027E Net Turnover Breakdown by Division (€ mn)



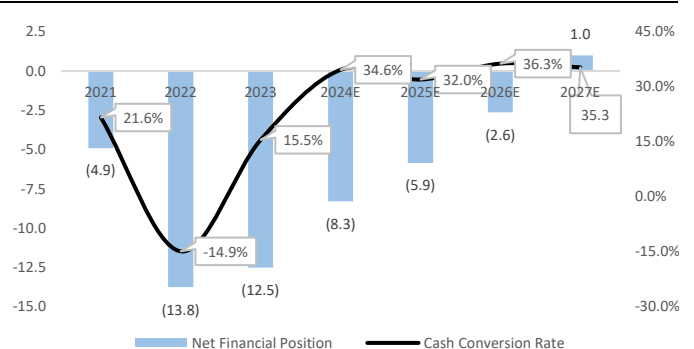
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Maps Group - 2021-2027E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Maps Group - 2021-2027E NFP (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Contents

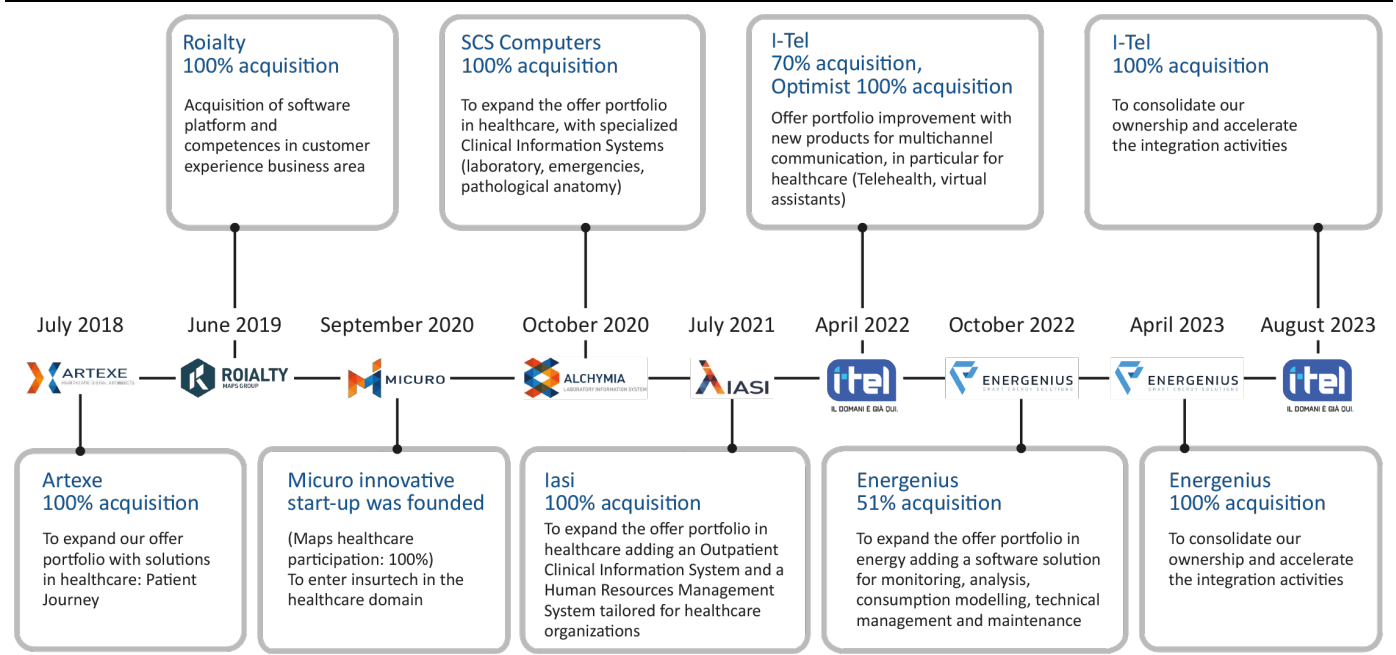
Company Overview	5
Company History	6
Mercato di Riferimento	8
Mercato italiano della <i>digital transformation</i> nel settore <i>Healthcare</i>	8
Mercato italiano della <i>digital transformation</i> nel settore <i>Energy</i>	9
Business Model e Business Units	12
Maps Healthcare.....	13
Maps Energy	14
Maps ESG	15
Maps Lab	16
2021-2023 Financials	17
Analisi dei ricavi	17
Analisi dei margini	18
Analisi del cash flow e dell'indebitamento	21
2024-2027 Estimates	23
Maps Healthcare estimates	23
Maps Energy estimates.....	23
Maps ESG estimates	24
Maps Lab estimates	24
Maps Group estimates	24
Valuation & Conclusions	27
Discounted Cash Flow Model	27
Peer Multiple Comparison	29
Conclusions.....	30

Company Overview

Fondata nel **2001** su iniziativa della famiglia Ciscato, **Maps** ha ottenuto la qualifica di PMI Innovativa nel 2019 ed è oggi a capo di **Maps Group, uno dei principali gruppi italiani nel mercato delle tecnologie per la digital transformation** e, in particolare, nel settore dello sviluppo di *software* per l'analisi di *big data*, con focus specifico sui settori **Healthcare e Energy**. I *software* di **Maps Group** permettono di trasformare i dati grezzi in dati strutturati consentendo ai clienti di estrarne valore al fine di prendere decisioni migliori e innovare i propri modelli operativi.

Con un volume d'affari 2023 di €27.5 milioni ed un tasso di crescita medio annuo dei ricavi del 15% dal 2018, **Maps Group si caratterizza per una spiccata vocazione acquisitiva**, con 7 operazioni realizzate a partire dal 2010: IG Consulting s.r.l. (2010), Artexe s.p.a. (2018), Royalty s.r.l. (2019), SCS Computers s.r.l. (2020), IASI s.r.l. (2021), I-Tel s.r.l. (2022) ed Energenius s.r.l. (2022). La combinazione di crescita organica e crescita per linee esterne ha consentito a **Maps Group di consolidare una posizione di leadership nei segmenti di mercato considerati strategici**, con indubbi vantaggi derivanti da una maggiore scala nonché dall'ampliamento del proprio catalogo prodotti e dalle conseguenti opportunità di *cross-selling* alla propria base clienti.

Maps Group – M&A Deals since 2018



Source: Maps Group Presentation, March 2024

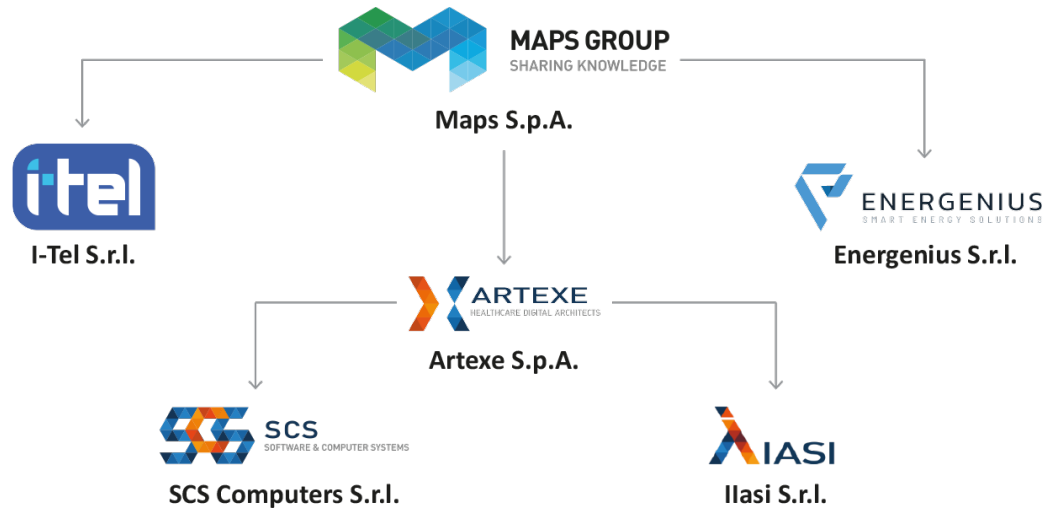
Coordinate e supervisionate centralmente, **4 sono le aree di business nelle quali Maps Group opera**, ciascuna di esse presidiata da società operative specializzate in specifici segmenti di mercato:

- **Maps Healthcare** (58% dei ricavi 2023), focalizzata nella realizzazione di soluzioni *software* rivolte alle strutture sanitarie funzionali al miglioramento dell'esperienza del paziente in ogni fase del suo percorso di cura ed alla fornitura di servizi di telemedicina e di sistemi informativi diagnostici e ospedalieri;
- **Maps Energy** (8% dei ricavi 2023), focalizzata nella realizzazione di soluzioni e modelli di analisi e predittivi per favorire l'utilizzo di energia prodotta da fonti rinnovabili, per una gestione efficiente dell'energia e per la pianificazione del consumo energetico;
- **Maps ESG** (10% dei ricavi 2023), focalizzata nella realizzazione di soluzioni *software* che permettano di accompagnare la trasformazione digitale di amministrazioni, enti e aziende per gestire il valore pubblico e la sostenibilità aziendale ed il valore delle persone all'interno dell'organizzazione;
- **Maps Lab** (24% dei ricavi 2023), focalizzata nella creazione di soluzioni *software* innovative per soddisfare esigenze particolari di imprese normalmente di grandi dimensioni e appartenenti a diversi settori, come ad esempio aziende manifatturiere, aziende di servizi ed aziende attive nei settori *telco* e *utilities*.

La **struttura societaria attuale di Maps Group**, a seguito delle acquisizioni e delle fusioni realizzate nel corso degli anni, è illustrata nel grafico seguente. La capogruppo, Maps s.p.a., oltre all'attività di direzione e coordinamento delle altre entità del gruppo, svolge direttamente attività di progettazione, produzione e distribuzione di *software*. I-Tel s.r.l. (Società Benefit¹), Artexe s.p.a. e le sue controllate SCS Computers s.r.l. e Iasi s.r.l., sono focalizzate sul settore *Healthcare*, mentre Energenius s.r.l. si rivolge al settore *Energy*.

¹ La disciplina introdotta nell'ordinamento italiano con la Legge di Stabilità (legge 28 dicembre 2015, n.208) identifica nelle "società benefit" le società "che nell'esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e

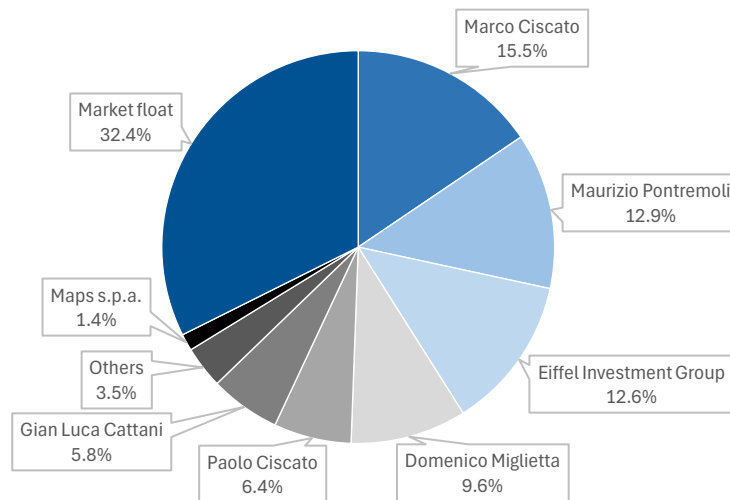
Maps Group – Group Organizational Chart



Source: Maps Group, Roadshow Intermonte – Palazzo di Varignana (BO) Presentation, June 2023

Quotata sul segmento AIM (ora Euronext Growth Milan) nel 2019, **la Società è controllata da un patto di sindacato che detiene il 53.6% del capitale sociale** e che include, oltre alla famiglia Ciscato (23.5%), il management della società. Tra gli azionisti rilevanti della Società figura anche Eiffel Investment Group, società di *asset management* focalizzata nel finanziamento di PMI europee, che ha fatto il suo ingresso nel capitale a seguito della quotazione e che attualmente detiene il 12.6% delle azioni. A completamento, il **flottante di mercato** si attesta al **32,4% del capitale** e le azioni proprie sono pari all'1.4%.

Maps Group – Shareholder Structure



Source: Company data

Il **Consiglio di amministrazione** della Società è composto da 5 membri: il Presidente, Marco Ciscato, l'Amministratore Delegato, Maurizio Pontremoli, il Consigliere Gian Luca Cattani (*R&D Director*) e due Consiglieri Indipendenti, Paolo Pietrogrande e Rosa Grimaldi.

Company History

Maps Group nasce nel dicembre 2001 su iniziativa della famiglia Ciscato attraverso la costituzione di Maps Engineering s.r.l., società interamente partecipata, direttamente e indirettamente, dai membri della medesima famiglia. Marco Ciscato (attuale Presidente e socio di maggioranza relativa di Maps) viene nominato Presidente Esecutivo, assumendo la gestione della Società dopo aver maturato una significativa esperienza nel settore dell'informatica e, in particolare, nella progettazione di sistemi informativi per aziende di medie dimensioni.

Fin dalle origini, Maps è una software house con una forte inclinazione verso le più attuali metodologie di sviluppo e tecnologie, con focus sulle aziende di medio-grandi dimensioni, per accompagnarle nei processi di trasformazione relativi sia al loro modello di *business* sia alle modalità di gestione delle attività interne e

operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse"

verso la clientela. Tale trasformazione è resa necessaria dal progressivo aumento del grado di complessità e digitalizzazione delle informazioni, la cui gestione risulta sempre più importante per le aziende ai fini di una loro efficiente capacità di *decision-making* nonché di pianificazione delle proprie attività d'impresa.

Fino al 2006, Maps focalizza la propria attività verso una **clientela locale**.

Nel 2007, l'assetto proprietario di Maps subisce un mutamento, con l'**ingresso nella compagine azionaria di tre nuovi soci** con significativa esperienza nel mondo dell'informatica e della gestione d'impresa: Maurizio Pontremoli, Domenico Miglietta e Gian Luca Cattani. Con un management rinnovato il **focus si sposta sui servizi strategici per i contesti più complessi**, rappresentati dai grandi fornitori di servizi e dalle Pubbliche Amministrazioni.

Nel 2008, Maps Engineering s.r.l. viene trasformata in società per azioni e ne viene modificata la denominazione in **Maps s.p.a.**

Nel 2010, **Maps acquisisce IG Consulting s.r.l.**, società specializzata nella produzione e nello sviluppo di soluzioni *software* per l'analisi e la gestione di dati, con particolare focus sul settore sanitario. Tale operazione ha consentito alla Società di sviluppare un proprio know-how nella realizzazione di soluzioni software ad alto contenuto tecnologico, dedicate a clienti di grandi dimensioni attivi nel settore sanitario.

Nel 2012, Maps Group prosegue il processo di sviluppo con la **costituzione di Memelabs s.r.l.**, società specializzata nella progettazione, produzione e distribuzione di soluzioni *software* per l'analisi di dati complessi e non strutturati.

Nel 2014, nell'ambito di una joint venture con Bewe s.p.a., **Maps costituisce Royalty s.r.l.**, società attiva nel settore dello sviluppo di soluzioni software dedicate a realtà aziendali di medio-grandi dimensioni ed atte all'analisi di dati informatici ed alla definizione di profili di preferenza dei clienti. Inoltre, dal 2014, **grazie a Rose**, piattaforma di gestione intelligente dell'energia, **Maps Group supporta i principali temi della transizione energetica** che portano alla nascita di nuovi modelli di business basati sulla flessibilità, come le comunità energetiche.

Dal 2016 si stabiliscono **nuovi obiettivi: promuovere il settore Ricerca e Sviluppo** con soluzioni sempre incentrate sull'ascolto dei bisogni degli utenti, **e migliorare, grazie alla tecnologia, la patient experience**.

Nel 2018, Maps Group rilancia il processo di diversificazione commerciale e decide di rafforzare la propria presenza nel settore delle tecnologie informatiche ad uso sanitario attraverso la **creazione di una sub-holding, Maps Healthcare s.r.l., in cui confluiscono le partecipazioni totalitarie in IG Consulting s.r.l. e Artex s.p.a.**, quest'ultima controllata da soggetti terzi (cui viene attribuita una partecipazione del 30% in Maps Healthcare s.r.l.) e attiva nella progettazione, nello sviluppo e nella vendita di soluzioni tecnologiche innovative di *patient experience* e leader di mercato nell'offerta di soluzioni *phygital* per l'attesa e l'accoglienza nelle strutture sanitarie. Nell'ambito di tale riorganizzazione, inoltre, **Maps acquisisce da IG Consulting s.r.l. il ramo di azienda Perman**, comprensivo delle consistenze funzionali necessarie per lo svolgimento delle attività di progettazione, produzione e distribuzione di soluzioni *software* per la valutazione delle *performances* della Pubblica Amministrazione.

Nel 2019, Maps avvia il procedimento per il riconoscimento della qualifica di PMI Innovativa e vara un nuovo progetto di sviluppo, che prende avvio con la **quotazione della Società sul mercato di Borsa Italiana nel segmento AIM (ora Euronext Growth Milan)**. Maps Group è ormai diventata una solida realtà imprenditoriale, con un volume d'affari di circa €17 milioni e oltre 180 collaboratori distribuiti su 5 sedi in Italia, nelle città di Parma, Milano, Modena, Prato e Genova.

Nel 2020, **Maps Group semplifica la propria struttura societaria** attraverso la fusione per incorporazione di Royalty s.r.l. e Memelabs s.r.l. in Maps s.p.a., e di IG Consulting s.r.l. in Artex s.p.a. La Società sottoscrive inoltre il contratto definitivo per l'**acquisizione del 100% di SCS Computers s.r.l.**, società operante nella informatizzazione dei laboratori analisi, e continua il processo di ricerca e inclusione di soluzioni d'avanguardia mediante l'**acquisizione del 70%, che diventerà successivamente del 100%, di Micuro s.r.l.**, startup innovativa attiva nel settore *insurtech*, con l'obiettivo di innovare i servizi alla persona nel settore assicurativo. Maps Group raggiunge un giro d'affari di €18 milioni con circa 200 collaboratori.

Nel 2021, Maps Group, tramite la controllata Artex, sigla un accordo per l'**acquisizione del 100% del capitale di Iasi s.r.l.**, azienda che propone soluzioni e servizi di consulenza per le organizzazioni sanitarie e ospedaliere, e per la gestione delle loro risorse umane.

Nel 2022, Maps Group continua a crescere, dapprima con l'**acquisizione del 70% di I-Tel s.r.l.**, PMI Innovativa e Società Benefit che sviluppa piattaforme tecnologiche per semplificare la vita ed il lavoro con l'interazione multicanale, poi con l'**acquisizione del 51% di Energenius s.r.l.**, una startup innovativa che opera nel mercato dell'efficienza energetica e che ha sviluppato GEM (Genius Energy Manager), piattaforma proprietaria di analisi avanzata e ottimizzazione (anche tramite modelli previsionali) dei consumi energetici, orientata ad aziende in ambito industriale e retail.

Nel 2023 si concludono le **acquisizioni al 100% di Energenius e di I-Tel**. Maps Group raggiunge un giro d'affari di €27.5 milioni con oltre 300 collaboratori.

Mercato di Riferimento

Il mercato di riferimento di Maps Group è quello delle **tecnologie per la digital transformation** e, in particolare, dello **sviluppo di software per l'analisi di big data**, necessari alle aziende ed agli enti pubblici ai fini di una loro efficiente capacità di *decision-making*, dell'implementazione di nuovi modelli di *business* e del miglioramento della propria efficienza operativa.

Il mercato delle tecnologie per la *digital transformation* è di **dimensioni molto ampie** ed è caratterizzato da **tassi di crescita elevati**. Sulla base di importanti studi di settore, infatti:

- il mercato mondiale delle tecnologie per la *digital transformation* si stima sia **creciuto nel 2023** di oltre il **16%**, raggiungendo la dimensione di **\$1,800 miliardi**, di cui circa il 27% nell'area EMEA (fonte IDC, *Worldwide Digital Transformation Spending Guide*);
- le dimensioni del mercato globale dovrebbero raggiungere **\$5,200 miliardi nel 2028** (fonte IDC, *Worldwide Digital Transformation Spending Guide*), per cui il tasso di crescita medio annuo (**CAGR**) nel prossimo quinquennio dovrebbe essere pari a circa il **24%**;
- **in Italia le grandi aziende sono allineate alla tendenza internazionale** di adeguamento alle novità portate dai fenomeni di *digital transformation*, mentre le PMI sono in ritardo su questo fronte;
- secondo il Politecnico di Milano, il **mercato italiano** delle tecnologie per la *digital transformation* nel **2023** dovrebbe avere raggiunto un valore di **€34 miliardi** ed è atteso crescere fino a **€50 miliardi nel 2028**, con un **CAGR dell'8%** nel prossimo quinquennio.

I **principali driver** di crescita del mercato delle tecnologie per la *digital transformation* sono rappresentati da:

- la **crecente adozione delle tecnologie digitali** da parte delle aziende di tutte le dimensioni;
- la necessità di **migliorare l'efficienza e la produttività** aziendale;
- la **crecente domanda di dati e analisi** per prendere decisioni più efficaci e tempestive (*evidence based culture*);
- **l'emergere di nuove tecnologie abilitanti** che consentono di analizzare grandi moli di dati, nonché di **nuove tecnologie disruptive**, come l'intelligenza artificiale ed il *blockchain*;
- per quanto riguarda il mercato italiano, le **risorse del PNRR** destinate alle tecnologie per la *digital transformation*, che ammontano a circa €40 miliardi.

I comparti produttivi maggiormente interessati dagli investimenti in tecnologie per la *digital transformation* saranno quelli dell'**industria**, dei **servizi** e della **pubblica amministrazione**.

Maps Group ha focalizzato la propria offerta su due settori in particolare nei quali intende continuare a crescere nei prossimi anni: **Healthcare** ed **Energy**. L'area geografica di riferimento continuerà ad essere il **mercato nazionale**, mentre eventuali espansioni su mercati esteri potrebbero essere prese in considerazione nei prossimi anni nel settore *Energy*, ma solo tramite acquisizioni.

Mercato italiano della digital transformation nel settore Healthcare

Il **settore Healthcare** è quello a cui Maps Group ha rivolto maggiormente il proprio interesse strategico nel corso degli anni e nel 2023 ha rappresentato il **58% del volume d'affari** consolidato.

Il mercato italiano della sanità digitale è in una **fase di forte crescita**. Secondo le stime di Net Consulting Cube (Anitec-Assinform, White Paper - Una visione di futuro per la Sanità digitale), **nel 2023** dovrebbe avere raggiunto il valore di **€1.87 miliardi**, registrando un incremento di **circa l'11% rispetto al 2022**, e **nel 2026** è atteso crescere fino a **€2.69 miliardi**, con un **CAGR vicino 13%** nel triennio 2024-2026.

La componente **software** della spesa IT nella Sanità è stimata in **€0.45 miliardi nel 2023**, con un tasso di crescita del **7% rispetto al 2022**, e **nel 2026** dovrebbe raggiungere **€0.57 miliardi**, con un **CAGR superiore all'8%** nel triennio 2024-2026.

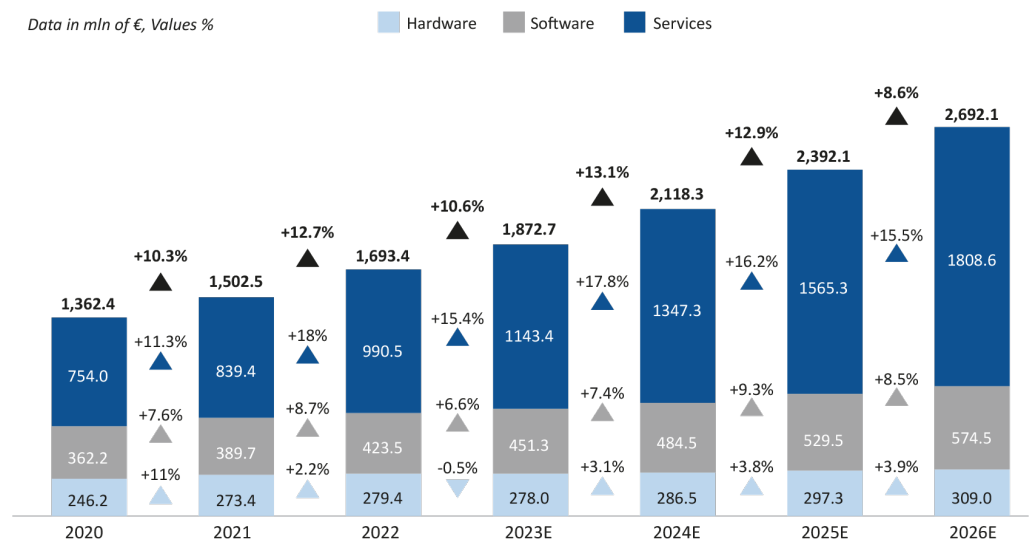
La componente **servizi** della spesa IT nella Sanità è quella più rilevante ed è stimata in **€1.14 miliardi nel 2023**, con un tasso di crescita di oltre il **15% rispetto al 2022**, e **nel 2026** dovrebbe raggiungere **€1.81 miliardi**, con un **CAGR del 16.5%** nel triennio 2024-2026.

La componente **hardware** della spesa IT nella Sanità è quella meno rilevante ed è stimata in **€0.28 miliardi nel 2023**, in **marginale calo rispetto al 2022** (-0.5%), e **nel 2026** dovrebbe raggiungere **€0.31 miliardi**, con un **CAGR del 3.6%** nel triennio 2024-2026.

La **crescita** del mercato della sanità digitale è **trainata da diversi fattori**.

- **Invecchiamento della popolazione:** l'aumento dell'aspettativa di vita porta ad un aumento della domanda di servizi sanitari.
- **Diffusione delle tecnologie digitali:** la crescente diffusione di smartphone, tablet e internet facilita l'accesso a servizi di sanità digitale.
- **Efficientamento della spesa pubblica:** i governi cercano di ridurre i costi sanitari attraverso l'utilizzo di tecnologie digitali.
- **Sviluppo di nuove tecnologie:** lo sviluppo di nuove tecnologie, come l'intelligenza artificiale e la robotica, offre nuove opportunità per la sanità digitale.
- **Missione Salute del PNRR:** le risorse del PNRR destinate alla digitalizzazione ed al miglioramento del Sistema Sanitario Nazionale ammontano a €15.6 miliardi.

2020-2026E IT Spending in Healthcare in Italy



Source: Net Consulting Cube, June 2023

Il mercato della sanità digitale è suddiviso in diversi **segmenti**.

- **Patient Journey:** per comunicare in modalità multicanale in ogni fase del percorso di cura del paziente.
- **Data Driven Governance:** per prendere decisioni strategiche e operative basandosi sui dati.
- **Hospital Information System:** per gestire processi amministrativi di visite, day hospital e ricoveri.
- **Diagnostic Information System:** per digitalizzare i flussi di lavoro di diagnostica e radiologia.
- **Telemedicina:** per assistere e monitorare da remoto i pazienti.

Il **mercato dei prodotti ad alto valore aggiunto**, quali quelli dei segmenti *Patient Journey* e *Data Driven Governance*, è ancora **molto frammentato**. Tale frammentazione sembrerebbe derivare dalla natura disorganica con cui si sono sviluppati i fenomeni di *digital transformation* nel settore sanitario. Il mercato delle tecnologie informatiche per il settore sanitario è inoltre caratterizzato dalla presenza di **forti barriere all'ingresso**. Tali barriere sembrerebbero riconducibili al fatto che i grandi players del settore informatico non sarebbero particolarmente attratti dal settore sanitario in quanto giudicato un settore di nicchia, con un elevato grado di complessità e articolazione delle organizzazioni aziendali dei clienti nonché dei loro processi interni, che risultano di non facile comprensione per i non addetti ai lavori.

Tra i principali operatori IT nel mercato della sanità digitale figurano, oltre a **Maps Group, Dedalus e GPI**.

Mercato italiano della *digital transformation* nel settore *Energy*

Il **settore Energy** nel 2023 ha rappresentato solo **l'8% del volume d'affari** consolidato di Maps Group, ma nei prossimi anni il suo peso è destinato a crescere in misura significativa grazie ai **forti investimenti attesi per incrementare l'efficienza energetica e per lo sviluppo delle Comunità Energetiche Rinnovabili**.

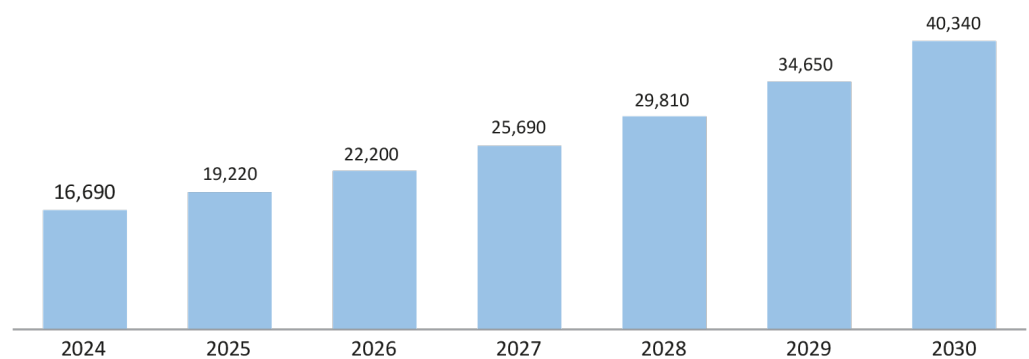
Sulla base delle stime dell'Osservatorio *Energy & Strategy* del Politecnico di Milano, il mercato dei sistemi digitali per il settore dell'energia in Italia **nel 2024** dovrebbe valere circa **€320 milioni**, ed entro il **2027** dovrebbe crescere fino a **€540 milioni**, con un **CAGR di circa il 19%**.

La crescita del mercato della *digital transformation* nel settore *Energy* è trainata da due driver principali: **l'innovazione tecnologica e la transizione energetica.**

È evidente che lo sviluppo di nuove tecnologie digitali, come l'intelligenza artificiale, l'*IoT* ed il *cloud computing* offre nuove opportunità per il settore energetico. L'Italia sta puntando molto sull'implementazione delle **nuove tecnologie digitali per la gestione delle reti elettriche, l'integrazione delle fonti rinnovabili e l'efficiamento energetico**, avendo come obiettivi la neutralità climatica entro il 2050, la quota di energia rinnovabile al 72% del consumo energetico lordo entro il 2030 e l'aumento dell'efficienza energetica del 40% entro il 2030.

In particolare, il **Piano Transizione 5.0**, approvato dal Consiglio dei ministri il 31 gennaio 2024, è un piano strategico del Governo italiano inserito nel quadro del PNRR che mira a modernizzare e digitalizzare il sistema produttivo, favorendo la transizione verso un'economia più sostenibile e resiliente. Con un **plafond di €12.7 miliardi per la transizione digitale ed energetica delle imprese**, il Piano Transizione 5.0 si propone di premiare le aziende di qualsiasi dimensione che abbracciano la digitalizzazione e si impegnano nel contenimento dei consumi energetici. Gli investimenti qualificati garantiranno ai beneficiari un credito d'imposta compreso tra il 5% ed il 45% in funzione della tipologia di investimento e del livello di efficienza energetica raggiunto. Grazie anche a questi fondi, nei prossimi anni è atteso un forte balzo in avanti degli **investimenti per l'efficiamento energetico**, che secondo le stime del Politecnico di Milano dovrebbero superare **€40 miliardi nel 2030**, con un **CAGR del 15%** nel periodo 2024-2030.

2024E-2030E Energy Efficiency Investments in Italy



Source: Energy Efficiency Report – Politecnico di Milano

Un altro fenomeno, ancora in fase embrionale, ma che dovrebbe vedere uno sviluppo esplosivo nei prossimi anni, è quello delle **Comunità Energetiche Rinnovabili (CER)**. Le CER sono associazioni di cittadini, enti locali e PMI di un medesimo perimetro geografico, che si uniscono per **produrre, consumare e condividere energia rinnovabile** a livello locale. Le CER possono installare impianti di produzione di energia rinnovabile, come pannelli fotovoltaici o turbine eoliche, e condividere l'energia prodotta tra i membri della comunità. L'energia può essere consumata direttamente dai membri oppure immessa nella rete elettrica e venduta.

Maps Group detiene già una **posizione di leadership** nel segmento CER grazie allo sviluppo della piattaforma tecnologica integrata **Rose Energy Community**, che permette digitalizzare i processi di analisi di fattibilità, promozione, costituzione, monitoraggio, gestione dei dati energetici e ripartizione degli incentivi, consentendo anche di pianificare e ottimizzare le risorse energetiche al fine di incrementare l'energia condivisa e di coinvolgere i partecipanti con una *mobile App* per suggerire i comportamenti virtuosi in tempo reale.

Lo sviluppo delle CER avrà implicazioni positive sia per i singoli membri sia a livello sociale in quanto:

- permetterà di **aumentare l'autoconsumo di energia rinnovabile**, consentendo di conseguenza ai partecipanti di **ridurre le bollette energetiche**;
- contribuirà a **ridurre le emissioni di gas serra** e a promuovere la sostenibilità ambientale;
- potrà favorire la collaborazione e la **coesione sociale** tra i membri della comunità.

Le CER sono state approvate dall'Unione Europea nel dicembre 2018, con la **Direttiva UE 2018/2001** sulla promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili. L'Italia ha recepito la Direttiva UE 2018/2001 nella propria legislazione nazionale dopo quasi 4 anni, con il **Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 16 novembre 2022**, che ha definito le regole per la costituzione ed il funzionamento delle CER nel nostro paese. Finora, tuttavia, le CER hanno rappresentato un fenomeno marginale in quanto tutti gli operatori erano in attesa che fossero approvati gli incentivi governativi per il loro sviluppo. Finalmente, il **24 gennaio 2024** il Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica ha **pubblicato il decreto che norma l'erogazione di €5.7 miliardi di incentivi per lo sviluppo significativo delle CER, dei Gruppi di Autoconsumo Collettivo (AUC) e dei Sistemi di autoconsumo di energia rinnovabile a distanza.**

Le regole operative che disciplinano le modalità e le tempistiche di riconoscimento degli incentivi sono state pubblicate a fine febbraio e la piattaforma online attraverso la quale possono essere inoltrate le domande è stata resa disponibile a partire dall'8 aprile.

Il piano di incentivi, parte dei quali finanziati con i fondi del PNRR, si compone di **due componenti**.

- Una **tariffa premio**, riconosciuta sulla base del totale di energia prodotta e utilizzata all'interno della comunità. Tale tariffa è riconosciuta dal GSE (che si occupa anche del calcolo dell'energia autoconsumata) **per un periodo di 20 anni** dalla data di entrata in esercizio di ciascun impianto, la cui potenza non deve essere superiore a 1MW. La tariffa è compresa tra €60/MWh e €120/MWh, in funzione della taglia dell'impianto e del valore di mercato dell'energia. Per gli impianti fotovoltaici è prevista una ulteriore maggiorazione fino a €10/MWh in funzione della localizzazione geografica (€4/MWh per le regioni del centro Italia e €10/MWh per le regioni del nord Italia). Inoltre, il GSE, sulla base della quantità di energia elettrica autoconsumata, determina per ciascuna CER un ulteriore corrispettivo che varia ogni anno in funzione dei corrispettivi determinati dall'ARERA (Autorità di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente) per l'energia elettrica condivisa (nel 2023 era pari a €8.48/MWh). I fondi messi a disposizione per finanziare gli incentivi sull'autoconsumo distribuiti per 20 anni ammontano ad **€3.5 miliardi**.
- Un **contributo a fondo perduto**, utilizzato **per finanziare fino al 40% dei costi sostenuti** per la creazione della comunità, riservato ai soli territori dei **Comuni sotto i 5.000 abitanti**, per le CER che realizzano un nuovo impianto o ne potenziano uno esistente. I fondi necessari per finanziare il contributo a fondo perduto provengono dal PNRR ed ammontano complessivamente a **€2.2 miliardi**.

Secondo l'*Electricity Market Report* del Politecnico di Milano, grazie all'introduzione degli incentivi, il numero di CER in Italia, che attualmente ammonta a meno di un centinaio, dovrebbe superare le **15,000 unità entro la fine del prossimo anno**, coinvolgendo oltre **2 milioni di utenti**, per un totale di **3.5GW di potenza di impianti rinnovabili** e **1.3GWh di capacità di accumulo**, per un **giro di affari di €4 miliardi**, di cui circa **€20m per la sola componente software**.

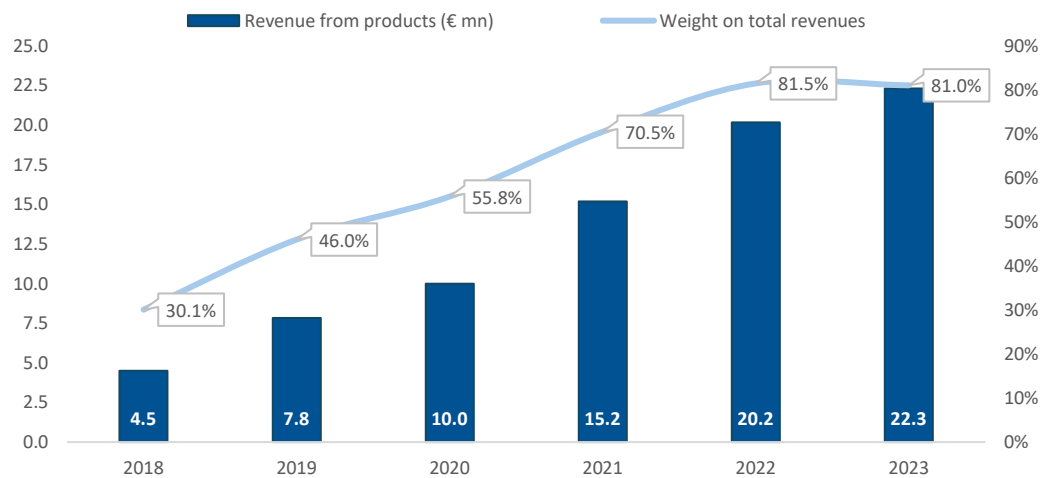
Business Model e Business Units

La **value proposition** di Maps Group è quella di fornire al mercato **software** sviluppati internamente in grado di analizzare i dati forniti dai clienti o raccolti da Maps Group, nonché **servizi di assistenza**, forniti solitamente in modalità **cloud**.

Le **soluzioni offerte** da Maps Group hanno il vantaggio di essere **immediatamente utilizzabili dai clienti** e di sollevarli dalla necessità di sostenere investimenti per acquisire il **know-how** e le tecnologie necessarie per l'analisi dei dati.

Nel corso degli ultimi anni l'incidenza dei **ricavi da prodotti** sul fatturato consolidato è diventata nettamente predominante, **superando l'80% nel 2022 e nel 2023, rispetto al 30% del 2018**. Ciò conferisce al **Business Model** di Maps Group un elevato livello di **scalabilità**, in quanto i software sviluppati internamente sono molto standardizzati e quindi possono essere venduti ad una vasta platea di clienti sostenendo costi marginali contenuti.

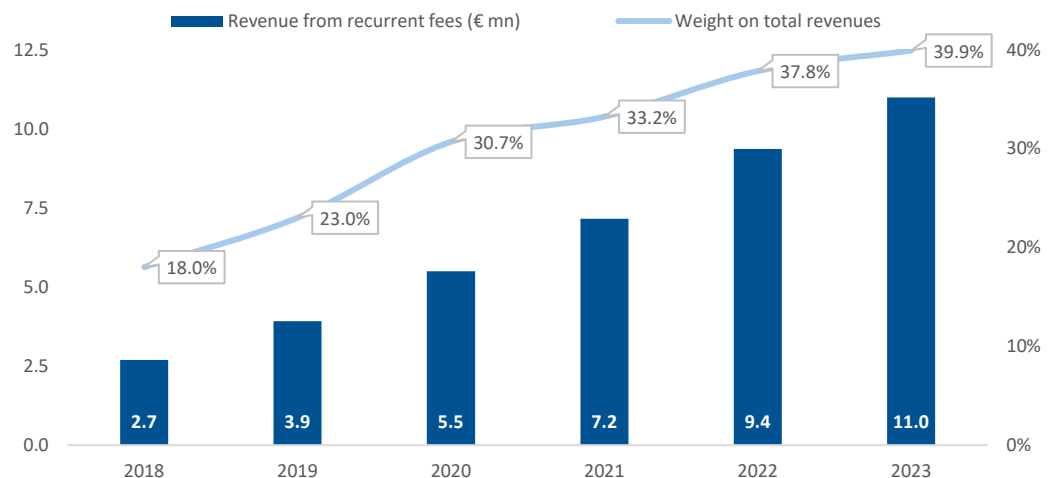
Maps Group – The Business Model is becoming increasingly scalable



Source: Company data

Un altro aspetto fondamentale del **Business Model** di Maps Group, che ha permesso di incrementare in misura significativa nel corso degli ultimi anni la visibilità a medio termine dei ricavi, riducendone la volatilità e di conseguenza il profilo di rischio, è che i ricavi si sono concretizzati per una parte sempre più significativa in canoni di utilizzo e manutenzione **software** su contratti a lungo termine, per cui la **quota ricorrente del fatturato ha raggiunto il 40% nel 2023 dal 18% del 2018**.

Maps Group – Increasing weight of recurring fees on revenues



Source: Company data

Maps Group è organizzato in **quattro Business Units: Maps Healthcare, Maps Energy, Maps ESG e MapsLab**. Le **prime due sono considerate strategiche** e su di esse è stata concentrata negli ultimi anni e continuerà ad essere concentrata in futuro la crescita del Gruppo sia organicamente sia attraverso l'attività di **M&A**.

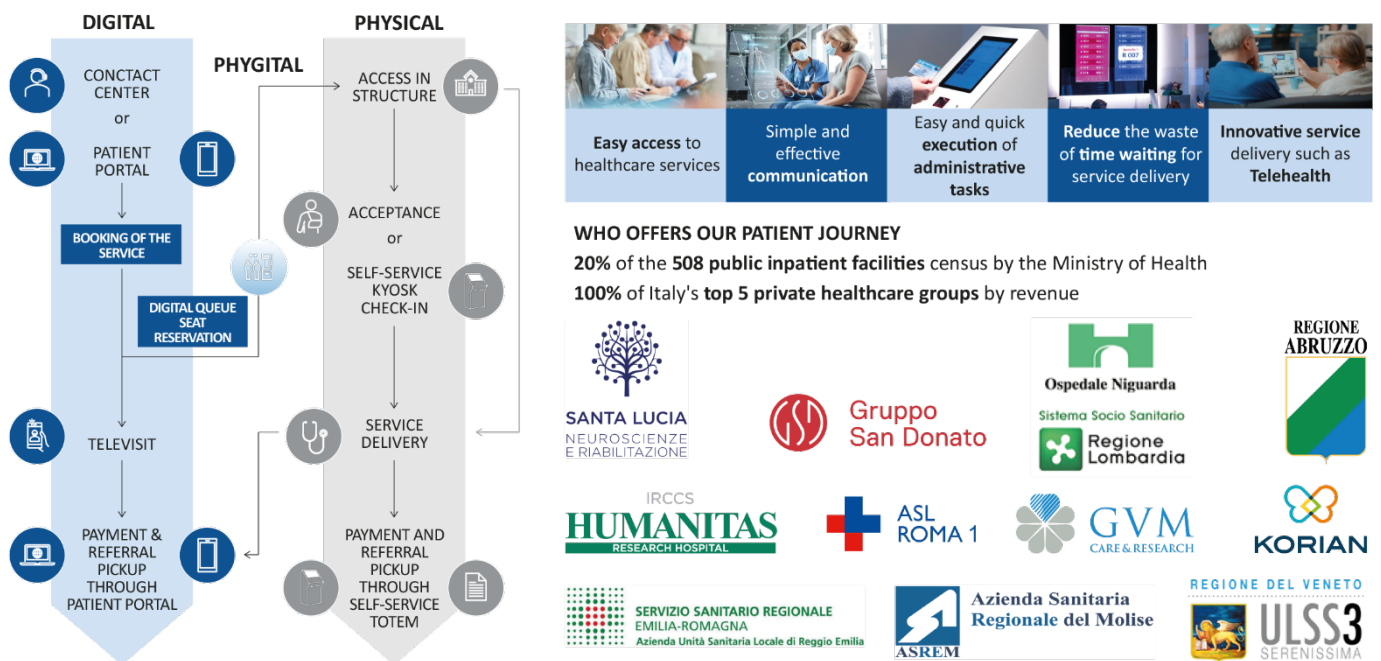
Maps Healthcare

La **Business Unit Maps Healthcare** (58% dei ricavi consolidati 2023) ha come mission quella di accompagnare le **organizzazioni sanitarie**, pubbliche e private, nel loro percorso di **digital transformation**.

Grazie anche all'intensa attività di M&A portata avanti nel corso degli anni, Maps Healthcare è ora in grado di offrire ai propri clienti un portafoglio di soluzioni che copre a 360 gradi tutti gli aspetti della digitalizzazione delle strutture sanitarie: **Patient Journey, Data Driven Governance, Hospital Information System, Diagnostic Information System** e Telemedicina.

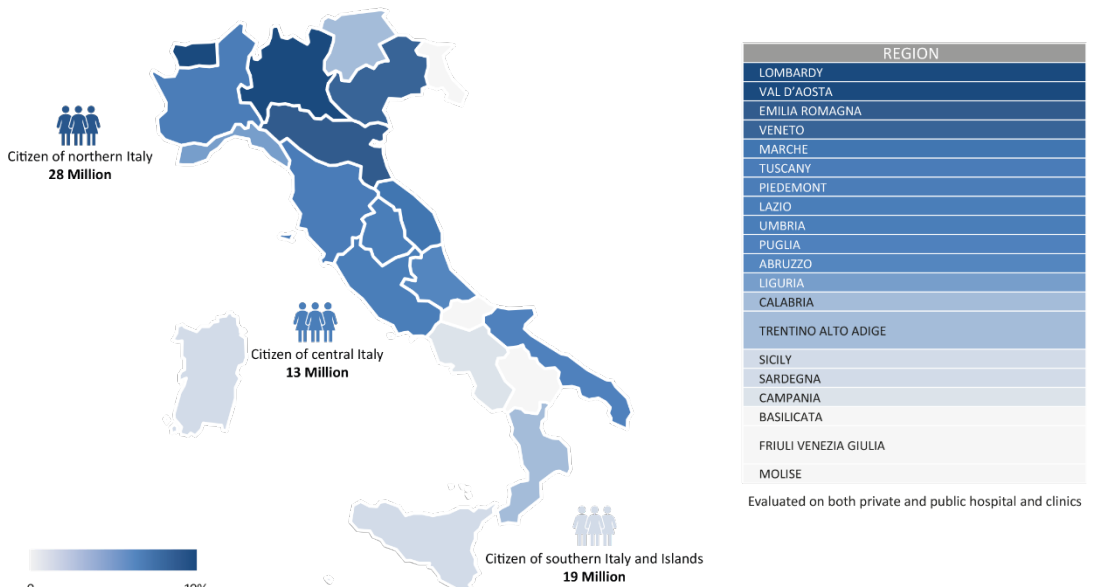
- Maps Healthcare è **leader** in Italia nella **Patient Journey** grazie alla sua piattaforma **phygital Mr-You®**, che permette di gestire, anche attraverso i suoi totem digitali multifunzione (Kiosk24/7) e l'App ZeroCoda, tutte le fasi di accoglienza, attesa e informazione dei pazienti dall'ingresso all'uscita delle strutture sanitarie. La piattaforma Mr-You® è stata finora adottata da oltre 100 strutture sanitarie pubbliche (pari al 20% delle strutture sanitarie pubbliche maggiori censite dal Ministero della Sanità) e dai 5 maggiori gruppi sanitari privati italiani. La penetrazione maggiore è nel Nord Italia, in particolare in Lombardia, Val D'Aosta, Emilia-Romagna e Veneto, ma Maps Healthcare ha una presenza significativa anche nel Centro Italia, mentre la penetrazione nel Sud Italia risulta ancora molto limitata, con l'unica eccezione della Puglia. La piattaforma Mr-You® è un prodotto della controllata Artexe s.p.a.

Maps Group – Maps Healthcare: Mr-You® the phygital platform for the Patient Journey



Source: Company Presentation, March 2024

Maps Group – Maps Healthcare: regional penetration



Source: Company Presentation, March 2024

- Nell'ambito della linea di business **Data Driven Governance**, Maps Healthcare è presente con diversi prodotti, tra cui **Clinika**, anch'esso di proprietà della controllata Artex s.p.a., una **piattaforma Healthcare Analytics** che è in grado di fornire elementi fondamentali per misurare l'efficienza di ogni struttura sanitaria a partire dalla valutazione del grado di appropriatezza prescrittiva in ambito clinico, aiutando le scelte sul contenimento della spesa. Il sistema è in grado di riconoscere ed estrarre elementi di conoscenza da grandi moli di dati non strutturati e li converte in informazioni utili per prendere decisioni strategiche e operative informate.
- La linea di business **Hospital Information System** è presidiata da Iasi s.r.l., controllata da Artex, che offre ai propri clienti il software per la gestione dei processi sanitari **SISWeb**. Tale soluzione permette la **digitalizzazione dei processi di accoglienza ed erogazione delle cure** tipiche delle organizzazioni sanitarie ed ospedaliere. SISWeb è un software integrato e flessibile, che si compone di 12 moduli applicativi base: *Sisweb Healthcare Integration Platform IHE*, Anagrafica Centralizzata Pazienti, CUP, Gestione Casse, Gestione Ambulatoriale e Refertazione, Fatturazione attività ambulatoriali in convenzione, Gestione Pronto Soccorso, Gestione Accettazione/Dimissione/Trasferimento, Order Entry di Reparto, Gestione Terapie Farmacologiche, Cartella Clinica e Cartella Infermieristica, *Radiology Information System*.
- La linea di business **Diagnostic Information System** è presidiata da SCS Computers s.r.l., controllata da Artex, che offre ai propri clienti il Laboratory Information System denominato **Alchymia**, un sistema flessibile, modulare e integrato adatto alle specifiche esigenze e condizioni organizzative di piccoli laboratori, medie e grandi strutture e reti di laboratorio, in grado di digitalizzare il flusso di lavoro dei servizi diagnostici relativi a radiologia, test di laboratorio e anatomia patologica.
- Con l'acquisizione di I-Tel s.r.l., nel 2022, Maps Healthcare ha arricchito il proprio portafoglio prodotti includendo anche la **Telemedicina**. I-Tel ha infatti sviluppato la piattaforma denominata **Salute a Casa**, la soluzione di telemedicina completa e multipatologia per l'arruolamento, il telemonitoraggio, la televisita e l'interazione multicanale col paziente

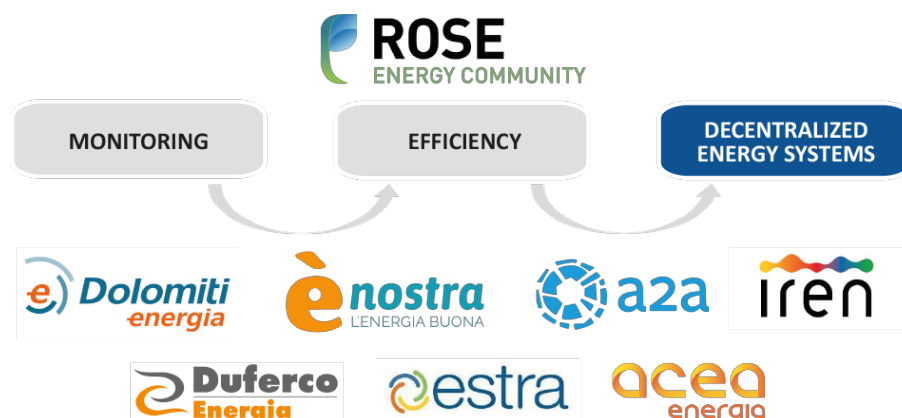
Maps Energy

La **Business Unit Maps Energy** (8% dei ricavi consolidati 2023) sviluppa **soluzioni digitali per ottimizzare la produzione, lo stoccaggio ed il consumo dell'energia**, interpretando dati complessi e integrando modelli predittivi e di analisi che si basano su *machine learning* e intelligenza artificiale.

Maps Energy attualmente è in grado di offrire tre tipi di soluzioni in grado di soddisfare esigenze specifiche del mercato energetico: **ROSE Energy Community**, **ROSE Energenius Efficiency** e **ROSE Predictive Management**.

- Maps Energy è il **leader italiano nella gestione ottimale delle Comunità Energetiche** grazie a **ROSE Energy Community**, il **software in cloud** sviluppato direttamente da Maps s.p.a. per coprire tutte le esigenze di servizi digitali delle Comunità Energetiche (CER), dei Gruppi di Autoconsumo Collettivo (AUC) e dei Sistemi di Autoconsumo Individuale di Energia Rinnovabile a Distanza. ROSE Energy Community permette di digitalizzare le seguenti attività: simulazione preliminare delle *performance* energetico-economiche, promozione delle configurazioni e identificazione dei membri, gestione e *onboarding* dei membri, monitoraggio con dispositivi *plug&play* e profilazione statistica, stima e ripartizione degli incentivi con algoritmi personalizzabili, *engagement mobile app* per i membri, *energy management* con l'AI per l'ottimizzazione dell'energia condivisa. Maps Energy ha avviato da tempo dei programmi di collaborazione dedicati ad aggregatori, utility ed Energy Service Company (ESCO) che intendono attivare un servizio scalabile multi-comunità ampio e personalizzato, che comprendono analisi di fattibilità, creazione, gestione ottimizzazione e aggregazione di diverse configurazioni, anche integrando ROSE con altri servizi applicativi. I partner di Maps Energy includono alcune primarie multiutility quali A2A, Iren, Acea Energia, Dolomiti Energia, Duferco Energia, Estra.

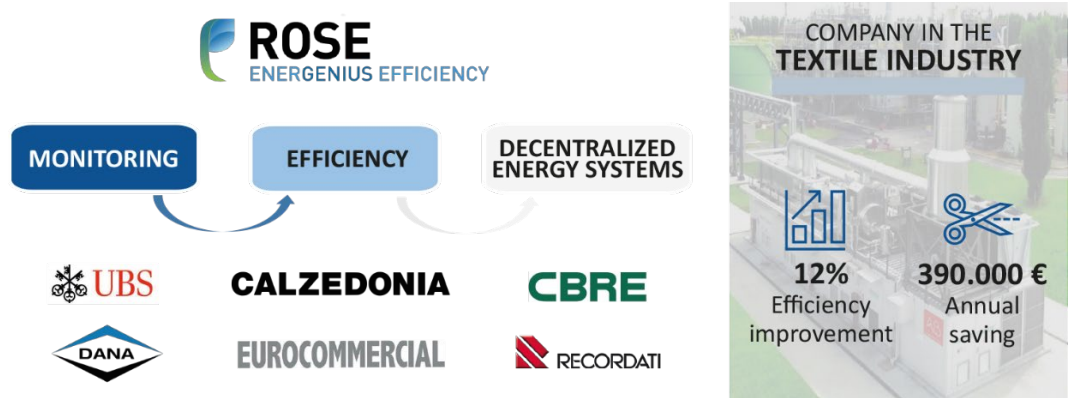
Maps Group – Maps Energy: Rose Energy Community, the main partners



Source: Company Presentation, March 2024

- Con l'acquisizione di Energenius s.r.l., nel 2022, Maps Energy si è dotata di **un software per l'efficienza energetica e la flessibilità** che è attualmente offerto al mercato con la denominazione **ROSE Energenius Efficiency**, un sistema per il controllo e la gestione intelligente dell'energia che offre funzionalità innovative e servizi specialistici per la riduzione dei consumi energetici. In particolare i servizi specialistici comprendono: **ROSE Energenius Monitoring**, che monitora in tempo reale i consumi energetici ed i parametri che caratterizzano le attività svolte in edifici e industrie riutilizzando tutti i misuratori già presenti; **ROSE Energenius Bems**, che utilizza la potenza dell'intelligenza artificiale per la gestione energetica degli edifici in ambito commerciale, residenziale e industriale; **ROSE Energenius Coge**, che regola al meglio il funzionamento dei motori a cogenerazione in base ai reali fabbisogni energetici dell'azienda, massimizzandone la resa economica; **ROSE Energenius ESG Data Flow**, il sistema per la raccolta dei dati di consumo e comfort degli Asset Real Estate.

Maps Group – Maps Energy: Rose Energenius Efficiency, the main customers



Source: Company Presentation, March 2022

- Maps Energy offre anche una **piattaforma cloud per migliorare la manutenzione e la performance degli impianti rinnovabili e delle reti**, denominata **ROSE Predictive Maintenance**, che utilizza modelli predittivi di Intelligenza Artificiale e *Machine Learning* per prevedere anomalie, supportare le decisioni aziendali e ridurre il *down-time*. Più in dettaglio, ROSE Predictive Maintenance svolge le seguenti attività: monitora lo stato di salute di *asset* e infrastrutture critiche aumentando l'efficienza operativa del 25%; ottimizza le spese di manutenzione e le *performance* degli *asset* riducendo i costi di gestione del 30%; pianifica le attività di manutenzione e gli investimenti riducendo i disservizi del 30%; utilizza *Machine Learning* e Intelligenza Artificiale per effettuare previsioni in meno di 5 secondi. Dati gli indubbi vantaggi della manutenzione predittiva in termini di previsione dei rischi, pianificazione delle azioni e riduzione sensibile dei costi di manutenzione e d'acquisto di nuovi *asset*, **un numero crescente di aziende sta adottando piattaforme digitali per la manutenzione predittiva**, e ROSE Predictive Maintenance dovrebbe consentire al Gruppo di cogliere le opportunità di sviluppo di questo mercato.

Maps ESG

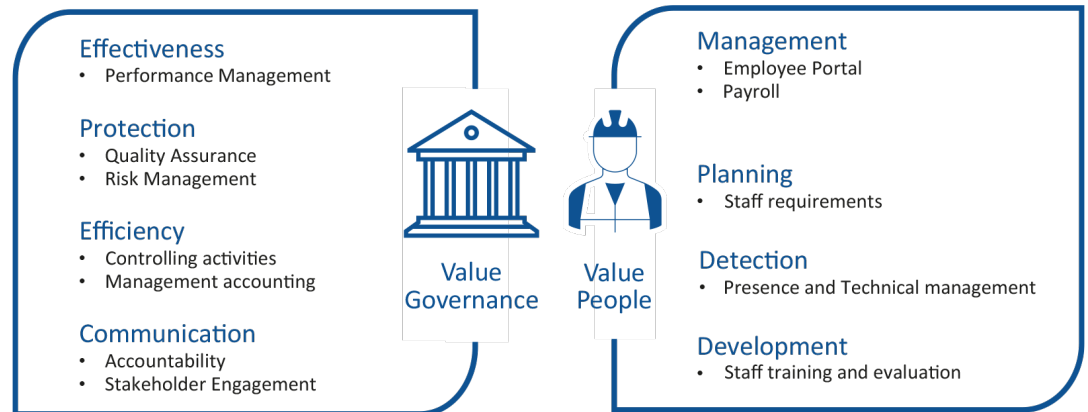
La **Business Unit Maps ESG** (10% dei ricavi consolidati 2023) realizza **soluzioni software che permettono di accompagnare la trasformazione digitale di amministrazioni, enti e aziende** per gestire il valore pubblico e la sostenibilità aziendale ed il valore delle persone all'interno dell'organizzazione.

Maps ESG attualmente offre due tipi di soluzioni alla clientela: **GZOOM Value Governance** e **HR Value People**.

- **GZOOM Value Governance** è un **software open source** che rappresenta uno strumento programmatico strategico con cui **orientare l'azione delle Amministrazioni Pubbliche alla creazione di valore sostenibile**, generando un circolo virtuoso di benefici sociali, ambientali ed economici da condividere con la collettività. Più nello specifico GZOOM Value Governance permette di: **migliorare la comunicazione dei risultati** raggiunti dall'Amministrazione; **aumentare la collaborazione** tra le diverse strutture; **gestire il cambiamento** strategico, normativo, organizzativo dell'Amministrazione; **semplificare la gestione** dei processi e dei dati. Grazie alla sua **alta configurabilità**, GZOOM Value Governance è in grado di adattarsi a qualsiasi tipologia di ente.
- **HR Value People** è una **suite che serve ad ottimizzare l'amministrazione, la valutazione e lo sviluppo delle risorse umane**, permettendo di semplificare l'interazione tra l'azienda ed i dipendenti grazie all'approccio multicanale (*app*, *voicebot* e *chatbot*) e di supportare le PA nello sviluppo del capitale umano in linea con l'indirizzo dettato dalla normativa PIAO (d.l. 80/2021). Inoltre, poiché mantenere la compliance rispetto ad una normativa in costante divenire risulta oneroso per qualsiasi

organizzazione, sollevando gli uffici *HR* dalla gestione operativa e dal controllo di tali aggiornamenti per affidarli ad una soluzione di governance digitalizzata si **riduce il rischio di errore** e si **accesce il benessere lavorativo, aumentando il valore generato**.

Maps Group – Maps ESG: GZOOM Value Governance and HR Value People



Source: Company Presentation, March 2024

Maps Lab

La **Business Unit Maps Lab** (24% dei ricavi consolidati 2023) è focalizzata nella creazione di soluzioni *software* innovative per soddisfare esigenze particolari di imprese normalmente di grandi dimensioni e appartenenti a diversi settori, come ad esempio aziende manifatturiere, aziende di servizi ed aziende attive nei settori *telco* e *utilities*. A tali realtà aziendali, Maps Lab si rivolge con una gamma di soluzioni software finalizzate, ad esempio, a migliorare l'efficienza nella gestione dei rapporti con i fornitori lungo tutta la filiera produttiva, o a rendere più analitica la comprensione delle esigenze dei clienti.

Oltre ai progetti specifici per alcuni clienti rilevanti come Vodafone, Abraxas Capital Management e Philip Morris International, Maps Lab attualmente offre tre tipi di soluzioni alla clientela: **Sm@rtwelcome**, **SmartNebula** e **Legality & Transparency**.

- **Sm@rtwelcome** è una *suite per l'interazione multicanale* che si compone di **tre moduli**: **Contact Center**, che permette di accogliere ogni richiesta, azzerare i contatti persi e velocizzare le attività di connessione tra più operatori 7 giorni su 7 h24; **Chatbot e Voicebot**, che permettono di risolvere con rapidità, in automatico, grazie all'integrazione con i sistemi aziendali, e h24 le richieste di routine, dialogando in linguaggio naturale, lasciando così seguire agli operatori solo i casi più complessi; **Ticketing e Asset Management**, che permette di gestire in automatico e h24 le richieste di informazioni e assistenza da parte degli utenti, assegnando un *ticket* ad ogni richiesta, che viene così tracciata, informatizzata e storicizzata.
- **SmartNebula** è un *software as a service, di condivisione di dati, informazioni e documenti al livello B2B*, su piattaforma *cloud*, funzionale alla gestione e al controllo di attività complesse. SmartNebula permette alle grandi aziende, ad esempio, di controllare e gestire in modo efficiente i propri fornitori, verificando la loro compliance a tutti gli adempimenti prescritti dalle diverse normative settoriali in materia ambientale giuslavoristica. SmartNebula consente alle aziende di invitare la propria rete di fornitori a caricare sul sistema la rilevante documentazione e, in generale, i dati che vengono raccolti e archiviati in rete in modo da rimanere accessibili e immediatamente consultabili dagli utenti iscritti.
- **Legality & Transparency** è una *soluzione software*, ospitata anch'essa in *cloud system*, che consente **l'archiviazione di documenti e lo scambio veloce di informazioni** senza necessità di supporti cartacei. Il prodotto è funzionale alla protezione delle imprese aggiudicatarie di appalti pubblici dalla mancata osservanza degli applicabili protocolli di legalità, evitando il rischio di incorrere in sanzioni amministrative o nella risoluzione del contratto da parte della Pubblica Amministrazione.

Maps Group – Maps Lab: the main customers



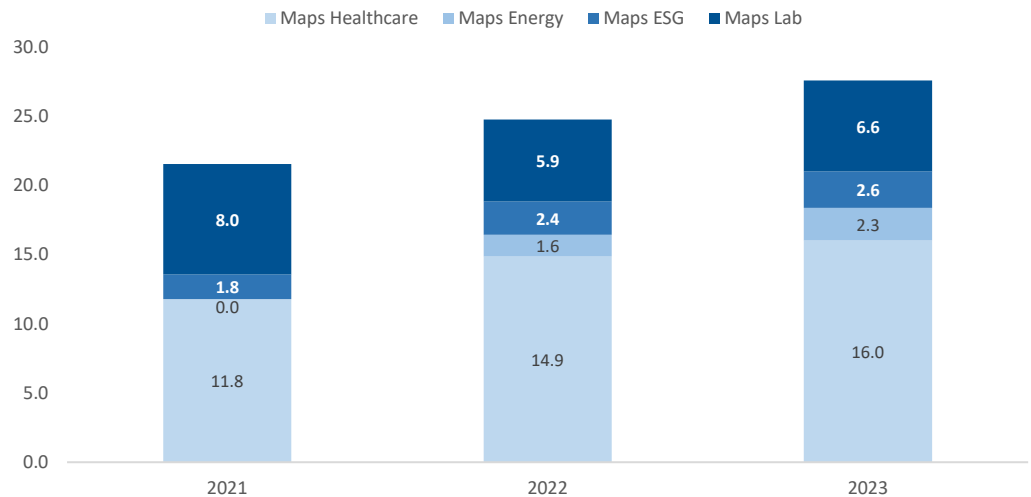
Source: Company Presentation, March 2024

2021-2023 Financials

Analisi dei ricavi

Negli ultimi due anni il giro d'affari di Maps Group è cresciuto del 28% (+15% nel 2022 e +11% nel 2023), raggiungendo €27.5 milioni nel 2023 da €21.5 milioni del 2021, grazie all'impatto positivo delle acquisizioni, mentre la crescita organica dei ricavi da prodotti ha permesso di compensare il calo di fatturato dell'area progetti di Maps Lab (sceso a €4.4m da €6.2m del 2021). In particolare, nel 2021 era stato acquisito il 100% di **Iasi s.r.l.** da parte della controllata Artexe, e nel 2022 era stato acquisito il 70% di **I-Tel s.r.l.** ed il 51% di **Energenius s.r.l.** da parte della capogruppo (quote salite al 100% nel 2023).

Maps Group – 2021-2023 Consolidated Net Turnover Development by Business Unit (€ mn)



Source: Company data

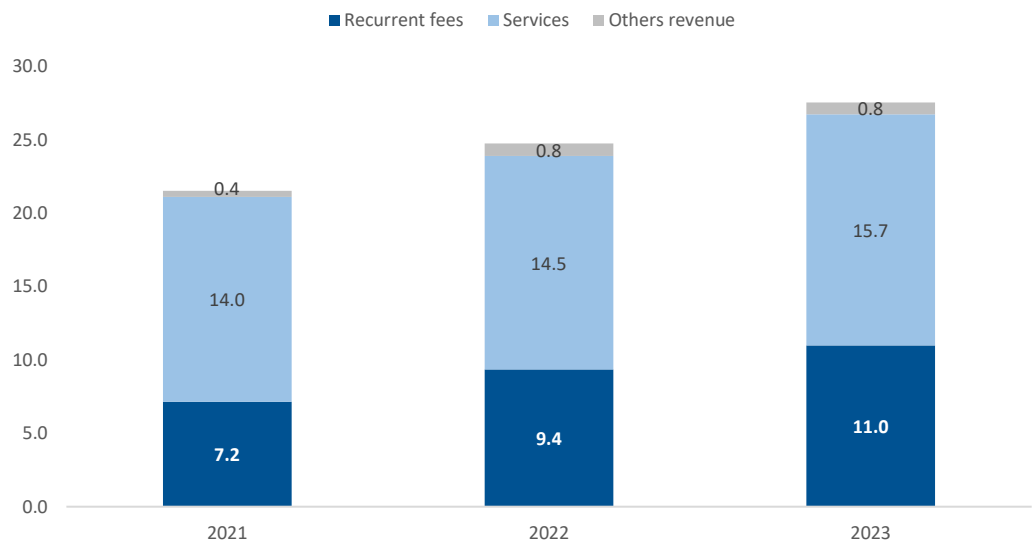
Analizzando la composizione dei ricavi risulta subito evidente il crescente peso assunto dalle due **Business Unit** considerate **strategiche, Maps Healthcare e Maps Energy**, che nel 2023 hanno rappresentato **oltre 2/3 del volume d'affari** di Gruppo dal 55% del 2021.

- **Maps Healthcare** nell'ultimo biennio ha incrementato il fatturato del 36%, con un impatto delle acquisizioni superiore al 30%, raggiungendo quota €16.0 milioni e portando la propria incidenza sul totale consolidato al 58% nel 2023 dal 55% del 2021.
- **Maps Energy** nel 2021 ancora non dava alcun contributo ai ricavi consolidati, mentre nel 2023 ha fatturato €2.3 milioni, di cui il oltre il 70% apportato da Energenius, con un'incidenza sul totale superiore all'8%.
- **Maps ESG** è cresciuta del 48% nel biennio, raggiungendo quota €2.6 milioni, avendo beneficiato anch'essa di un apporto di una parte dei ricavi da parte di I-Tel, portando il proprio peso sul totale al 10% nel 2023 dall'8% del 2021.
- **MapsLab**, invece, nel 2023 ha fatturato €6.6 milioni, il 18% in meno rispetto al 2021, vedendo scendere il proprio peso sui ricavi consolidati al 24% nel 2023 dal 37% del 2021. Tale calo è riconducibile alla scelta strategica del Gruppo di abbandonare gradualmente il business dei progetti IT personalizzati e dunque non scalabili, che in passato rappresentavano la parte preponderante dei ricavi di MapsLab.

L'analisi del fatturato per tipologia di ricavi evidenzia il **crescente peso dei canoni ricorrenti**, un *trend* già evidente negli anni precedenti (vedi pag. 12) e che conferisce alla top line una maggiore visibilità prospettica, una minore volatilità e, di conseguenza, un più contenuto profilo di rischio.

- I **canoni ricorrenti** nell'ultimo biennio sono cresciuti del 54%, raggiungendo quota €11.0 milioni e portando la propria incidenza sul totale al 40% nel 2023 dal 33% del 2021.
- I **ricavi da servizi** nell'ultimo biennio sono cresciuti del 13% a €15.7 milioni, vedendo scendere il proprio peso al 57% nel 2023 dal 65% del 2021.

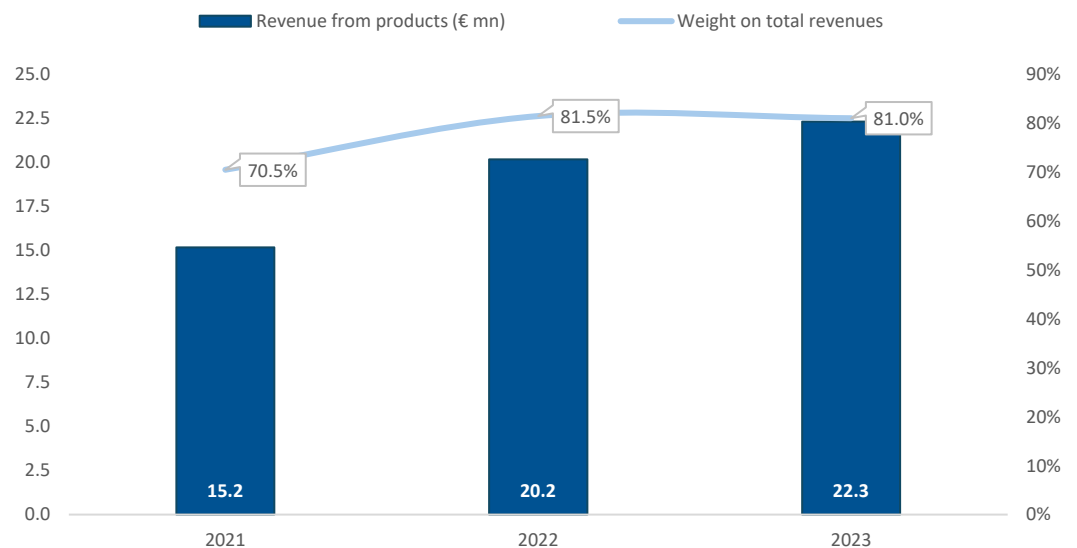
Maps Group – 2021-2023 Consolidated Net Turnover Development by Category (€ mn)



Source: Company data

Infine, per completare l'analisi del fatturato, va sottolineato il **crescente peso dei ricavi derivanti dai prodotti proprietari**, che nel 2023 hanno generato un volume d'affari di €22.3 milioni, in crescita del 47% rispetto al 2021, con un'incidenza sul totale salita all'81% nel 2023 dal 70% di due anni prima. Anche questa è una tendenza iniziata negli anni precedenti (vedi pag. 12), quando, con la quotazione in Borsa della Società, si è deciso di puntare sulla scalabilità del business, sviluppando prodotti con un elevato grado di standardizzazione in grado di essere venduti ad una vasta platea di clienti sostenendo costi marginali molto contenuti.

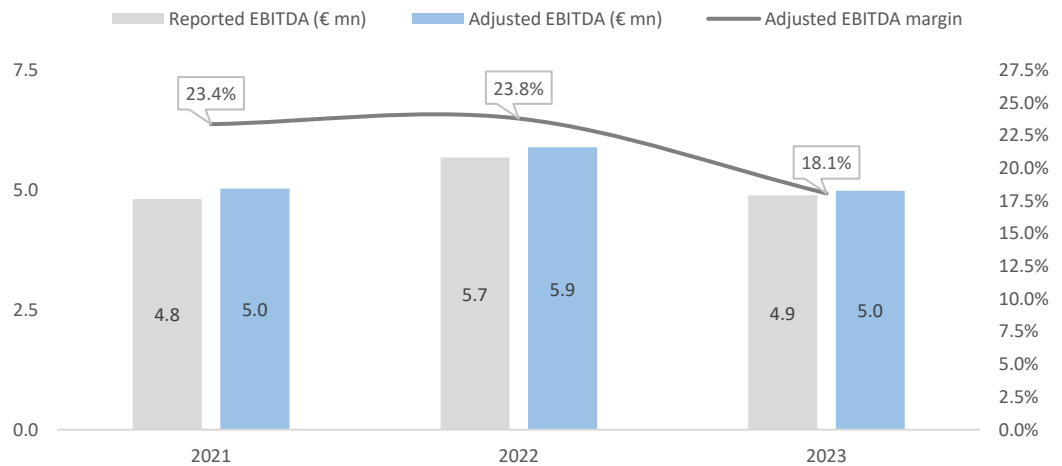
Maps Group – 2021-2023 Revenues from Proprietary Products



Source: Company data

Analisi dei margini

La **marginalità**, che aveva visto un lieve miglioramento nel 2022, ha registrato invece un **deciso calo nel 2023**. L'*adj. EBITDA margin* è sceso infatti al 18.1% lo scorso anno dal 23.8% del 2022, quando era migliorato di 40 *bps* rispetto al 2021. L'*adj. EBITDA* nel 2023 è ammontato a €5.0 milioni, in linea con il 2021 ma in calo del 15% *YoY*, mentre l'*EBITDA* è risultato pari a €4.9 milioni a causa della presenza di €0.1 milioni di oneri non ricorrenti (€0.2 milioni nel 2021 e 2022).

Maps Group – 2021-2023 EBITDA, Adj. EBITDA and Adj. EBITDA Margin


Source: Company data

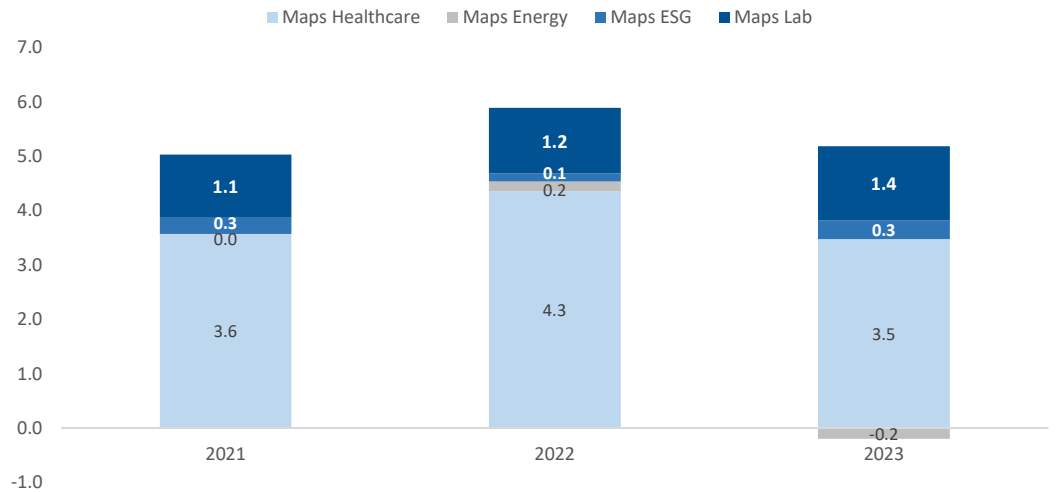
La diminuzione di marginalità registrata nel 2023 è stata determinata prevalentemente da **fattori transitori che hanno impattato sulle due divisioni strategiche: Maps Healthcare e Maps Energy.**

- **Maps Healthcare** lo scorso anno ha visto l'*adj. EBITDA margin* scendere al **21.7%**, dal **29.3% del 2022** e dal **30.3% del 2021** a causa soprattutto di alcune difficoltà registrate nell'integrazione di I-Tel, sia sotto il profilo organizzativo sia sotto il profilo dell'offerta commerciale. Tali difficoltà, unite ad un rafforzamento della struttura organizzativa conseguente alla crescita dimensionale del volume d'affari degli ultimi anni, hanno determinato per la BU un aumento del costo del personale operativo (+40% YoY a €5.3 milioni) e dei costi commerciali (+17% YoY a €2.3 milioni), significativamente superiore alla crescita dei ricavi (+8% YoY a €16.0 milioni), con conseguente diluizione della marginalità. I problemi di integrazione di I-Tel sono stati parzialmente superati nella seconda parte dell'anno, che ha visto una marginalità della BU in recupero al 22.9% rispetto al 20.4% del primo semestre.
- **Maps Energy** nel 2023, nonostante una crescita dei ricavi del 50% YoY a €2.3 milioni, ha chiuso l'esercizio con un **adj. EBITDA negativo di €0.2 milioni** a fronte del risultato positivo dello stesso importo assoluto registrato nel 2022. Il motivo del declino reddituale della BU è che essa **ha continuato ad investire sul prodotto ROSE Energy Community, nonché sulle attività commerciali, di marketing e di delivery rivolte alle CER**, ma non ha potuto ancora vedere un impatto significativo sui ricavi a causa dei **ritardi nell'emanazione del decreto legislativo che regola la loro incentivazione economica**, avvenuta solo a fine gennaio 2024, con un'ulteriore attesa fino ad aprile 2024 per l'attivazione del portale su cui richiedere gli incentivi. Ciononostante, nella seconda parte dell'anno Maps Energy è riuscita a riportare in positivo l'adj. EBITDA, salito a €0.1 milioni da €-0.3 milioni del primo semestre, grazie alla forte crescita dei ricavi derivanti dai prodotti per il monitoraggio e l'efficientamento energetico, cui ha contribuito anche la neoacquisita Energenius. Nel secondo semestre 2023 il fatturato della BU è infatti cresciuto organicamente del 55% rispetto al primo semestre raggiungendo quota €1.4 milioni.

Le divisioni non strategiche, Maps ESG e Maps Lab, hanno invece conseguito un miglioramento dei margini nel corso del 2023.

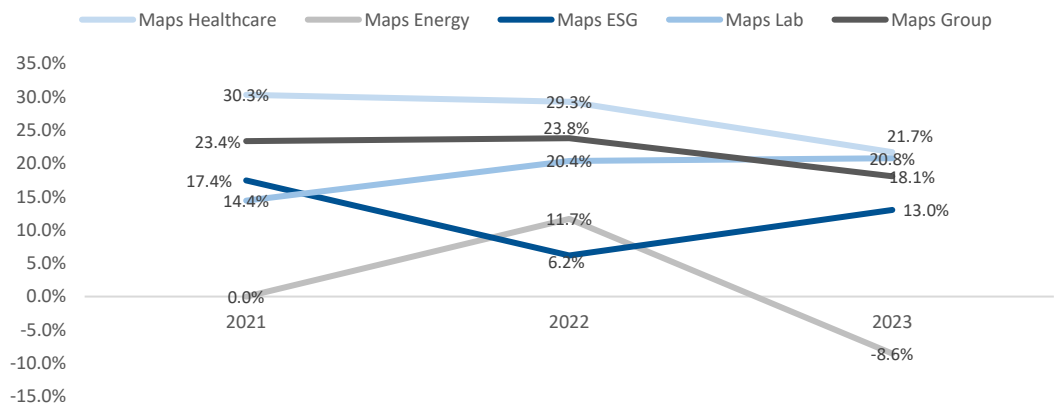
- **Maps ESG nel 2023 ha più che raddoppiato l'adj. EBITDA** (+132% YoY) portandolo a €0.3 milioni, dopo il netto calo che aveva registrato l'anno prima (-52% YoY a €0.1 milioni), con la **marginalità tornata a doppia cifra al 13.0% dal 6.2% del 2022, seppure ancora inferiore rispetto al 17.4% del 2021.** Di fatto lo scorso anno la BU ha cominciato a cogliere i frutti degli investimenti sui prodotti ed in *marketing* realizzati soprattutto nel 2022.
- **Maps Lab nel 2023 ha incrementato l'adj. EBITDA del 13% YoY** a €1.4 milioni, dopo il +5% YoY registrato l'anno precedente, con il **margin sui ricavi salito al 20.8% dal 20.4% del 2022 e dal 14.4% del 2021.** Va sottolineato come il **crescente peso dei canoni ricorrenti** sui ricavi della BU (31.0% nel 2023, da 28.0% del 2022 e 22.2% del 2021) abbia avuto un **impatto molto positivo sul margine di contribuzione** di Maps Lab, che nel 2023 ha raggiunto il 45.0%, in miglioramento di 570 bps rispetto all'anno precedente e di 930 bps rispetto al 2021. Una parte di tale incremento è stata tuttavia assorbita dalla maggiore incidenza dei costi amministrativi, che nel 2023 ha raggiunto il 21.1%, risultando superiore di 340 bps rispetto all'anno precedente e di 490 bps in confronto a due anni prima, anche a causa del minore volume d'affari rispetto al 2021.

Maps Group – 2021-2023 Adj. EBITDA by Business Unit (€ mn)



Source: Company data

Maps Group – 2021-2023 adj. EBITDA Margin by Business Unit



Source: Company data

Maps Group – 2023 Results split by Business Unit

/,000 €	Maps Healthcare	Maps Energy	Maps ESG	Maps Lab	Total
	2023	2023	2023	2023	2023
Total Revenues	16,012	2,346	2,636	6,553	27,546
- o/w Recurrent Fees	7,136	285	1,540	2,032	10,993
- o/w Services	8,706	1,567	1,043	4,427	15,743
- o/w Others Revenue	170	494	52	95	811
Operating Costs	(8.093)	(1.348)	(1.412)	(3.511)	14,364
- o/w Personnel Costs	(5.263)	(888)	(1.118)	(2.854)	(10.122)
- o/w Direct Services Costs	(2.829)	(461)	(294)	(658)	(4.242)
Commercial Costs	(2.339)	(550)	(385)	(299)	(3.574)
R&D Costs	(1.391)	(670)	(346)	(256)	(2.663)
Internally Generated Fixed Assets	1.391	670	346	256	2.663
Administrative Costs	(2.107)	(648)	(495)	(1.381)	(4.631)
EBITDA	3.473	(201)	343	1.362	4.977
EBITDA Margin (%)	21,7%	-8,6%	13,0%	20,8%	18,1%
Contribution Margin	7.749	503	1.172	2.947	12.371
Contribution Margin (%)	48,9%	27,2%	45,4%	45,6%	46,3%
Recurrent Fees (%)	45%	15%	60%	31%	41%
Revenue from Proprietary Products (%)	100%	93%	100%	34%	83%

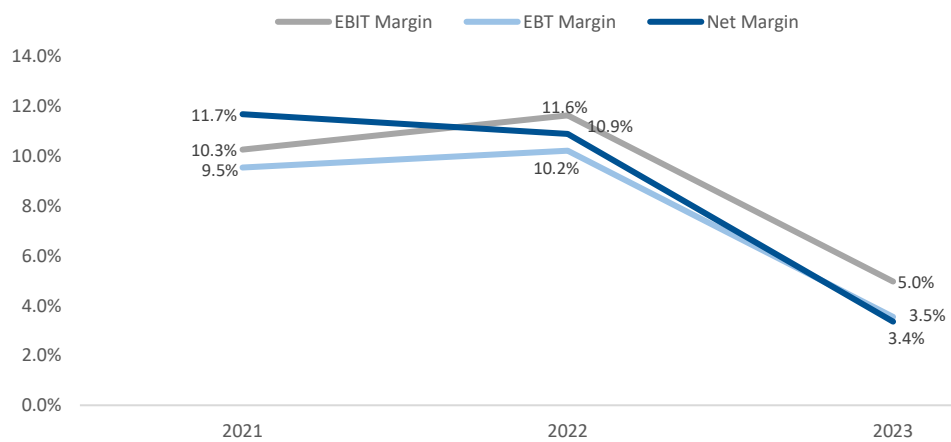
Source: Company Presentation – March 2024

L'EBIT Margin nel 2023 è sceso al 5.0% (EBIT €1.4 milioni), **dall'11.6% del 2022** (EBIT €2.9 milioni) e **dal 10,3% del 2021** (EBIT €2.2 milioni), avendo risentito anche del significativo aumento degli ammortamenti immateriali, pari a €2.5 milioni, saliti di oltre il 40% rispetto 2022 ed al 2021, come conseguenza dell'intensa attività di investimento nei prodotti portata avanti negli ultimi anni. Gli investimenti in attività immateriali ammortizzabili sono infatti ammontati a €2.9 milioni nel 2023, €2.8 milioni nel 2022 e €2.1 milioni del 2021.

L'EBT Margin nel 2023 è sceso al 3.5% (EBT €1.0 milioni), **dal 10.2% del 2022** (EBT €2.5 milioni) e **dal 9.5% del 2021** (EBT €2.1 milioni), con un impatto negativo della gestione finanziaria di 150 bps (€0.4 milioni), in aumento di 10 bps rispetto al 2022 (€0.4 milioni) e di 70 bps rispetto al 2021 (€0.2 milioni), soprattutto a causa del maggiore indebitamento lordo medio.

Il Net Margin nel 2023 è sceso al 3.4% (utile netto €0.9 milioni), **dal 10.9% del 2022** (utile netto €2.7 milioni) e **dall'11.7% del 2021** (utile netto €2.4 milioni), avendo anche risentito del venire meno delle imposte differite attive, pari a €0.4 milioni nel 2022 e €0.8 milioni nel 2021. Il *tax rate* corrente è invece risultato in ulteriore calo al 5.3%, dal 7.5% del 2022 e dal 17.8% del 2021, grazie a €0.3 milioni di proventi da consolidato fiscale (€0.3 milioni nel 2022, €0.1 milioni nel 2021).

Maps Group – 2021-2023 EBIT Margin, EBT Margin and Net Margin



Source: Company data

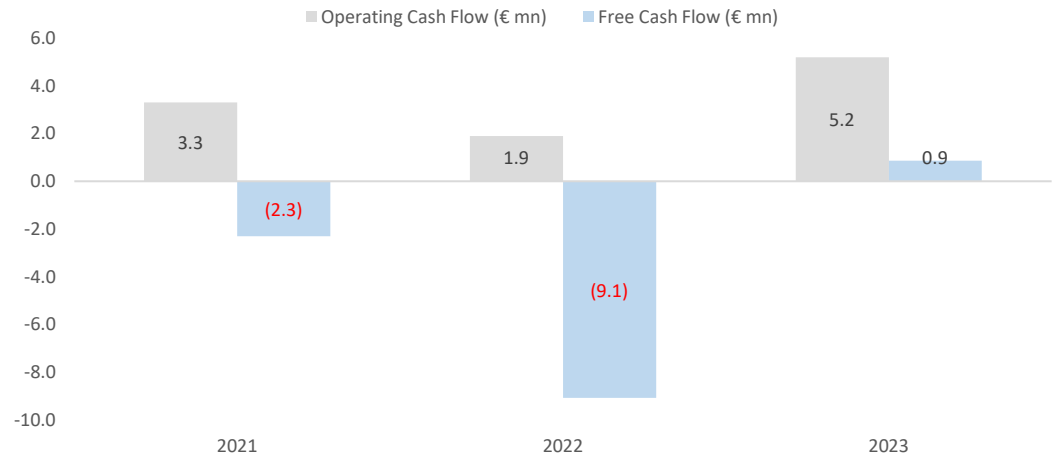
Analisi del cash flow e dell'indebitamento

Nonostante il significativo calo dei risultati economici, **nel 2023 Maps Group ha visto un netto miglioramento dell'Operating Cash Flow**, che ha raggiunto il **valore record di €5.2 milioni**, rispetto agli €1.9 milioni del 2022 ed agli €3.3 milioni del 2021. Tale positiva dinamica è attribuibile principalmente alla **gestione del capitale circolante netto**, che nel 2023 ha registrato un incremento di soli €0.3 milioni, a fronte degli €2.8 milioni del 2022 ed agli €3.3 milioni del 2021. In particolare, la componente commerciale del capitale circolante nel 2023 ha stabilizzato la propria incidenza sui ricavi al 57%, dopo essere cresciuta nel 2022 dal 51% del 2021, mentre la componente non commerciale ha ridotto la propria incidenza sui ricavi al 48% dal 54% del 2022, mantenendosi comunque al di sopra del 45% registrato nel 2021. Sul capitale circolante, continua comunque a pesare il crescente peso della clientela appartenente al settore pubblico, che ha determinato nel 2023 un aumento dei giorni medi di incasso delle fatture, pari a 144, dai 134 del 2022 e 136 del 2021.

Anche il **Free Cash Flow ha registrato un netto miglioramento nel 2023, tornando in territorio positivo per €0.9 milioni** da €-9.1 milioni del 2022 e €-2.3 milioni del 2021. Il Free Cash Flow ha beneficiato anche del significativo calo degli investimenti, scesi a €4.4 milioni nel 2023, dagli €10.8 milioni del 2022 (di cui €8,0 milioni per l'avviamento di I-Tel e Energenius) e €5.6 milioni del 2021 (di cui €3,4 milioni per l'avviamento di Iasi).

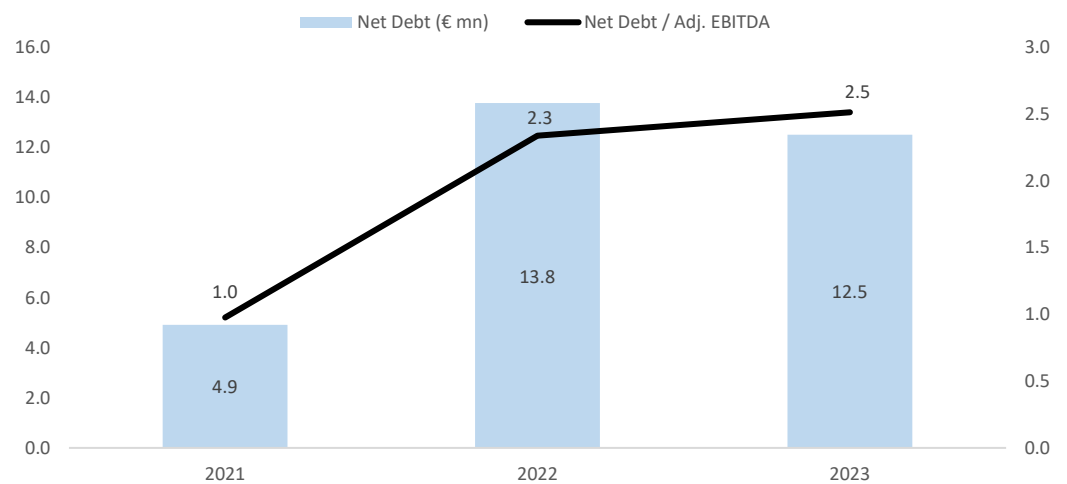
L'indebitamento finanziario netto nel 2023 è diminuito di €1.3 milioni a €12.5 milioni, avendo anche beneficiato dell'incasso di €1.2 milioni per l'esercizio di 595 mila *Warrant* 2019-2024 a €2.00 per azione, parzialmente assorbito dal *buy-back* di 49 mila azioni (€0.2 milioni). La riduzione dell'indebitamento finanziario netto ha consentito di limitare l'impatto negativo sul *leverage* derivante dalla contrazione del 15% dell'*adj. EBITDA*: il rapporto *Net Debt / adj. EBITDA* nel 2023 è infatti salito a 2.5x da 2.3x del 2022, con un incremento di solo il 7%. Nel 2022, invece, l'intensa attività di *M&A* aveva portato ad un forte aumento del rapporto *Net Debt / adj. EBITDA*, che nel 2021 era pari ad 1.0x. La posizione finanziaria netta a breve termine si mantiene positiva per €0.5 milioni, seppure in calo rispetto a €2.2 milioni del 2022 e €7.3 milioni del 2021.

Maps Group – 2021-2023 Operating Cash Flow and Free Cash Flow



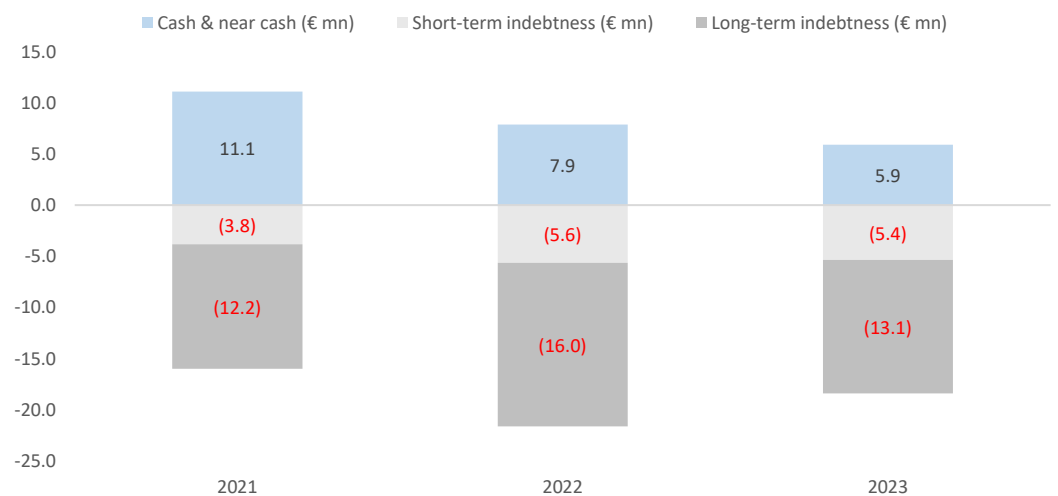
Source: Company data

Maps Group – 2021-2023 Net Debt and Leverage



Source: Company data

Maps Group – 2021-2023 Net Financial Position Breakdown



Source: Company data

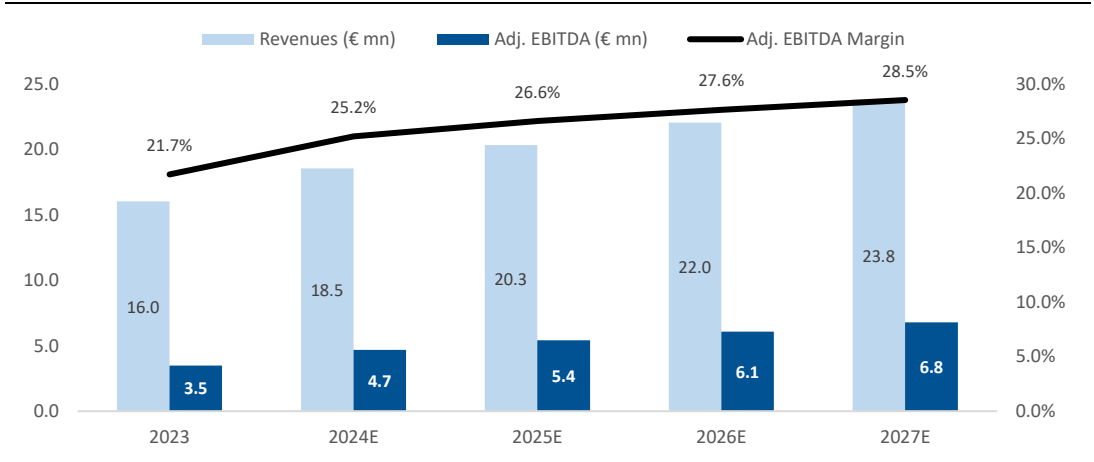
2024-2027 Estimates

Le nostre **stime 2024-2027** assumono uno scenario che vede nei prossimi anni una **domanda in crescita nei due mercati strategici di Healthcare ed Energy**, così come descritto nel capitolo relativo al mercato di riferimento. La strategia di crescita di Maps Group include anche l'attività di *M&A*, le nostre stime fanno tuttavia riferimento all'attuale struttura del Gruppo e non tengono conto di eventuali acquisizioni, il cui impatto sarà considerato solo a seguito degli annunci di operazioni straordinarie.

Maps Healthcare estimates

Per **Maps Healthcare** riteniamo che le maggiori opportunità di sviluppo continueranno ad interessare la *business line Patient Journey*, nella quale la società detiene una solida leadership. In particolare, le regioni del Sud Italia rappresentano un mercato relativamente vergine nel quale il Gruppo potrà incrementare significativamente la propria penetrazione nei prossimi anni. Anche nelle regioni del Nord e del Centro Italia il Gruppo dovrebbe continuare a crescere, grazie alla positiva dinamica del mercato ed alla diffusione di nuovi servizi, come la telemedicina. Riteniamo che la divisione Maps Healthcare nel **periodo 2024-2027** possa crescere organicamente ad un **CAGR del 10%**, raggiungendo un volume d'affari di circa €24 milioni nel 2027. Assumiamo che **l'adj. EBITDA margin registri un deciso recupero nel 2024** (+350 bps YoY al 25.2%) in quanto i problemi di integrazione di I-Tel sono stati ormai superati, per poi continuare a crescere gradualmente negli anni successivi fino al **28-29% nel 2027** grazie all'effetto di scalabilità del business.

Maps Group – Maps Healthcare: 2023-2027E Revenues, Adj. EBITDA and Adj. EBITDA Margin

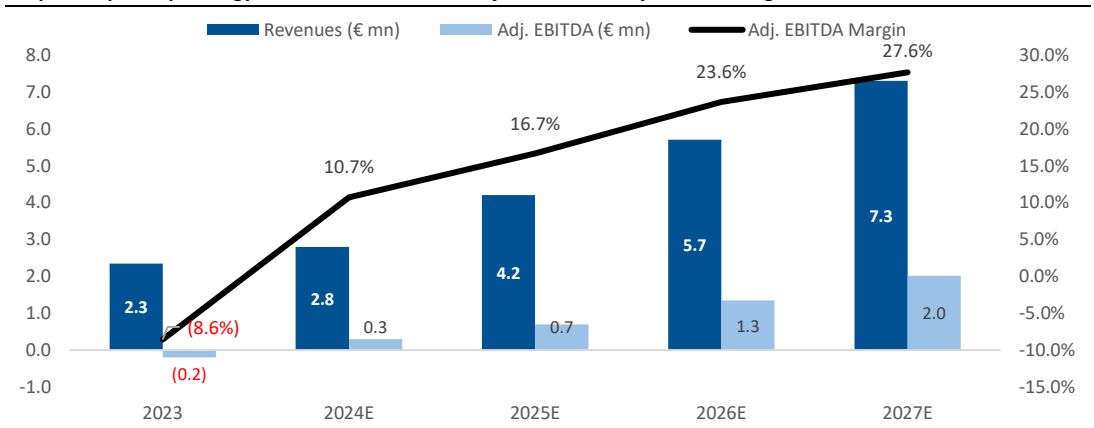


Source: Websim Corporate estimates & Company data

Maps Energy estimates

Maps Energy rappresenta la BU con **potenzialità di crescita maggiori**, grazie agli enormi investimenti attesi nei prossimi anni nel monitoraggio dei sistemi energetici, nel loro efficientamento e nello sviluppo delle Comunità Energetiche Rinnovabili. La BU Maps Energy rappresenta quasi una *start-up*, in quanto ha cominciato a generare ricavi solo dal 2022, per cui le stime in questo caso presentano un margine di errore molto più elevato rispetto alle altre BU. Tenuto conto di ciò, per Maps Energy abbiamo mantenuto un profilo di prudenza maggiore nelle nostre proiezioni, ipotizzando per il **periodo 2024-2027 un CAGR dei ricavi del 33%**, con un **adj. EBITDA margin che torna positivo nel 2024** (10.7% la nostra stima) per poi continuare a salire negli anni successivi fino a **quasi il 28% nel 2027**.

Maps Group – Maps Energy: 2023-2027E Revenues, Adj. EBITDA and Adj. EBITDA Margin

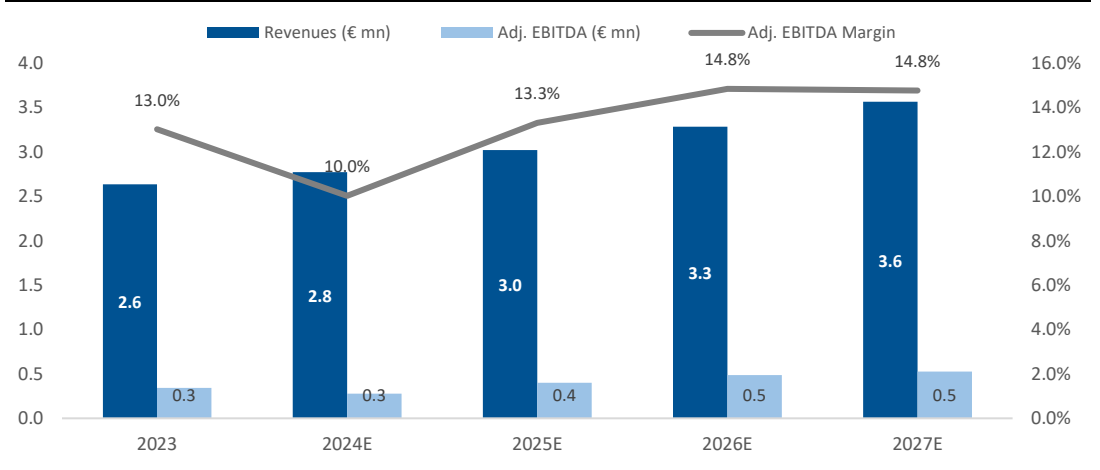


Source: Websim Corporate estimates & Company data

Maps ESG estimates

Maps ESG, pur rappresentando una *BU* non strategica, dovrebbe continuare a crescere nei prossimi anni grazie anche alle sinergie commerciali con le altre divisioni, ma il suo peso sul volume d'affari consolidato dovrebbe mantenersi al di sotto del 10%. Stimiamo per il **periodo 2024-2027 un CAGR dei ricavi dell'8%**, con una crescita più contenuta nel 2024, ed un **adj. EBITDA margin** che, dopo un **calo atteso nell'anno in corso** a causa di alcuni interventi organizzativi che stanno interessando la BU, **dovrebbe crescere fino a circa il 15% nel 2026-2027**.

Maps Group – Maps ESG: 2023-2027E Revenues, Adj. EBITDA and Adj. EBITDA Margin

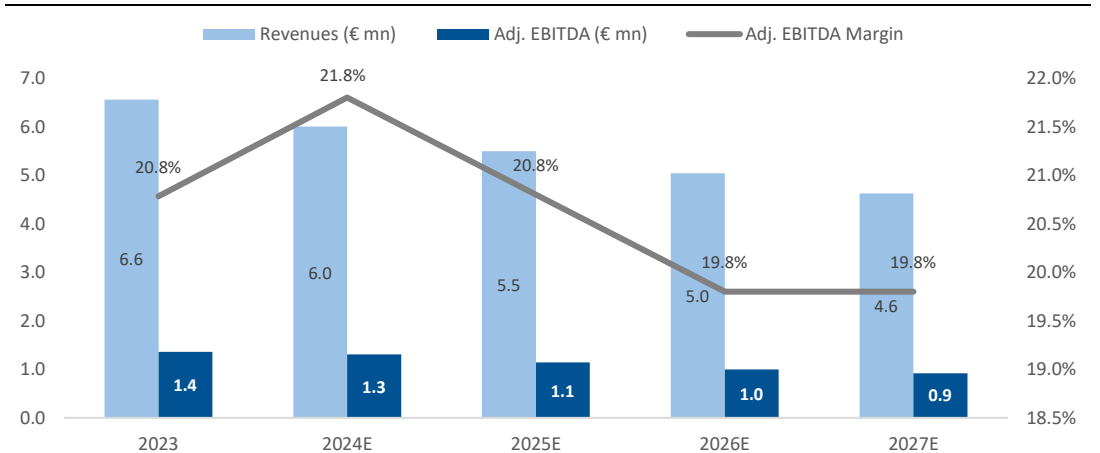


Source: Websim Corporate estimates & Company data

Maps Lab estimates

Maps Lab rappresenta in prospettiva la BU più debole, in quanto i ricavi hanno ancora un'elevata concentrazione su alcuni importanti clienti (Vodafone, Abraxas Capital Management, Philip Morris International) per i quali vengono sviluppati progetti personalizzati il cui valore va riducendosi nel tempo, mentre i ricavi da prodotti, seppure in crescita, rappresentano solo un terzo del fatturato della divisione. Per la *BU* Maps Lab assumiamo una **contrazione dei ricavi nel periodo 2024-2027 ad un CAGR del -8%** ed un **adj. EBITDA margin** in lieve aumento nell'esercizio in corso, **in area 22%**, per poi **scendere fino al 20% circa nel 2026-2027**.

Maps Group – Maps Lab: 2023-2027E Revenues, Adj. EBITDA and Adj. EBITDA Margin



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Maps Group estimates

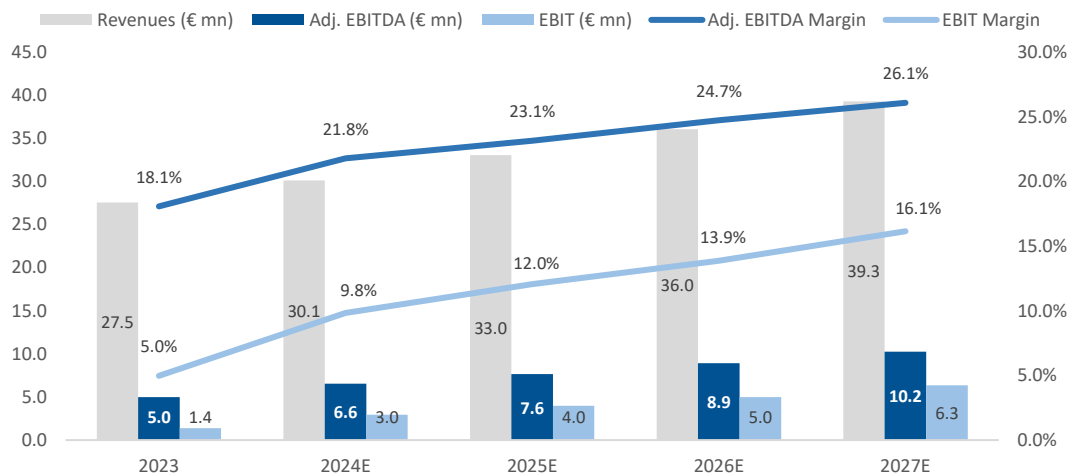
Le stime sulle singole BU danno come risultato per **Maps Group un CAGR dei ricavi del 9% nel periodo 2024-2027**, con un fatturato atteso di oltre €39 milioni al termine del quadriennio, ed un **adj. EBITDA margin** atteso salire **in area 22% nel 2024**, dal 18,1% del 2023, per poi continuare a crescere fino a **circa il 26% nel 2027**, con un **adj. EBITDA atteso a fine periodo oltre €10 milioni**, vale a dire più del doppio rispetto al 2023.

L'**EBIT** dovrebbe più che quadruplicarsi nei quattro anni, raggiungendo **€6.3 milioni nel 2027** da €1.4 milioni del 2023, assumendo ammortamenti complessivi in crescita fino a €3.9 milioni nel 2026-2027 da €3.5 milioni del 2023. L'**EBIT margin** dovrebbe superare il **16% nel 2027** dal 5.0% del 2023.

Gli oneri finanziari netti, pari a €0.4 milioni nel 2023, dovrebbero crescere a €0.5 milioni nel 2024 per poi diminuire negli anni successivi fino a €0.2 milioni nel 2027, grazie al progressivo miglioramento della posizione finanziaria netta, che dovrebbe diventare positiva nel 2027 in assenza di acquisizioni, buyback e distribuzione di dividendi. Il **pre-tax profit** dovrebbe di conseguenza **più che raddoppiare nel 2024 a €2.5 milioni** per poi continuare a crescere fino a **oltre €6 milioni nel 2027**.

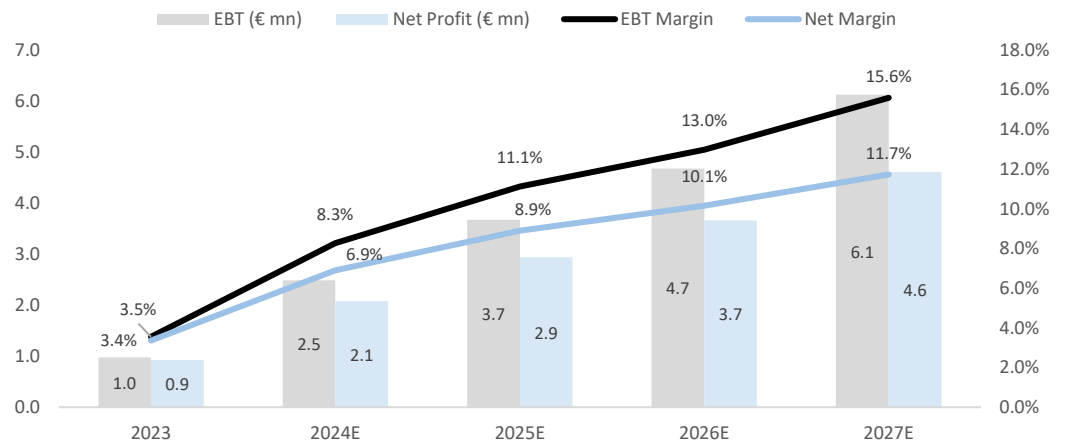
Il tax-rate, pari al 5% nel 2023, è atteso in crescita fino al 25% nel 2027 a causa del progressivo venire meno dei vantaggi fiscali. Di conseguenza, l'**utile netto** è stimato a **€2.1 milioni nel 2024, €2.9 milioni nel 2025, €3.7 milioni nel 2026 e €4.6 milioni nel 2027**.

Maps Group – 2023-2027E Revenues, Adj. EBITDA, EBIT, and Margins



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Maps Group – 2023-2027E EBT, EBT Margin, Net Profit, and Net Margin



Source: Websim Corporate estimates & Company data

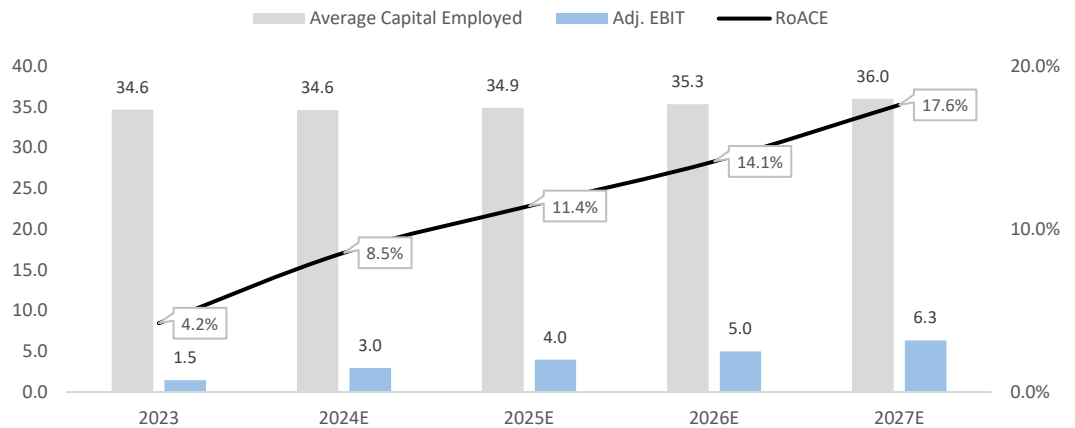
Sul ciclo del capitale circolante ci aspettiamo miglioramenti dovuti ad un maggior focus manageriale sui tempi di fatturazione e sui tempi di pagamento da parte della clientela, per cui l'incidenza del capitale circolante netto sui ricavi, pari al 48% nel 2023 è stimata in calo fino al 39% nel 2027. Ciò dovrebbe portare ad un capitale circolante netto sostanzialmente stabile nel 2024 ed in leggero aumento negli anni successivi (meno di €2 milioni complessivamente nel triennio 2025-2027). L'**Operating Cash Flow**, pari a €5.2 milioni nel 2023, dovrebbe di conseguenza salire **intorno a €6 milioni nel 2024 e nel 2025** per poi raggiungere **quasi €8 milioni nel 2027**.

I **capex**, rappresentati prevalentemente da R&D, **dovrebbero mantenersi intorno al 10-11% dei ricavi** nel corso del quadriennio, dopo il picco del 16% toccato nel 2023 a causa dell'impatto IFRS 16 a seguito della sostituzione del parco auto aziendale. I capex sono dunque stimati pari a €3.3 milioni nel 2024, per poi crescere gradualmente fino a €4.3 milioni nel 2027. Il **Free Cash Flow complessivo del periodo 2024-2027 dovrebbe di**

conseguenza aggirarsi intorno a €12 milioni, coprendo quasi interamente l'indebitamento netto di fine 2023 (€12.5 milioni).

La combinazione di un capitale investito medio sostanzialmente stabile e del miglioramento atteso della redditività operativa, stimiamo possa consentire al Gruppo di registrare nei prossimi anni un **RoACE crescente, che dovrebbe avvicinarsi al 18% nel 2027, dal 4.2% del 2023.**

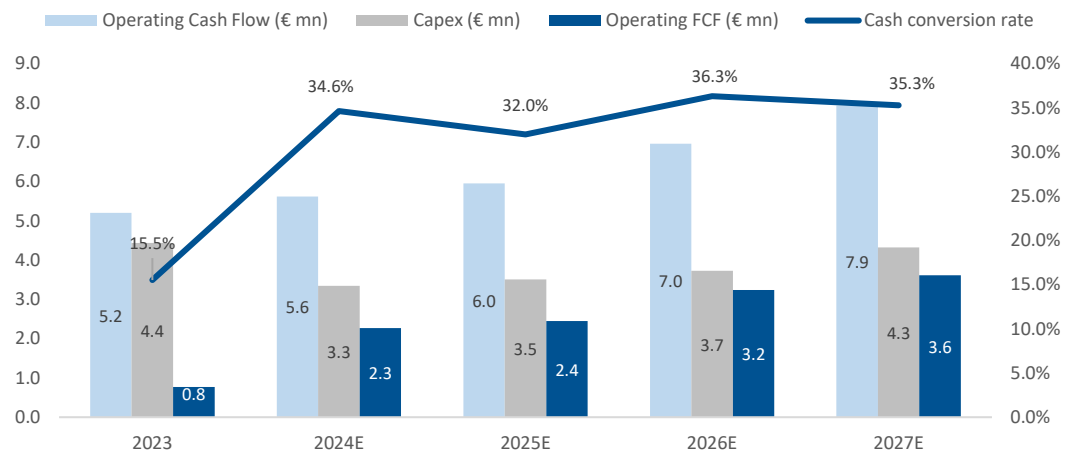
Maps Group – 2023-2027E Average Capital Employed, Adj. EBIT, and RoACE



Source: Websim Corporate estimates & Company data

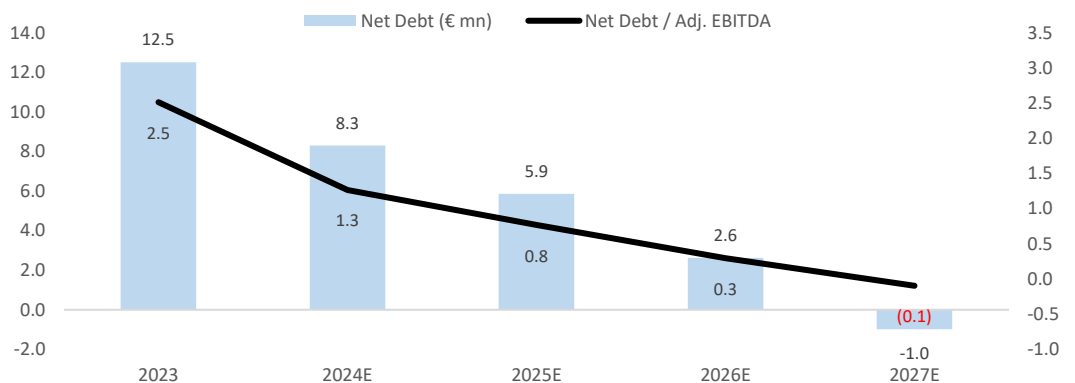
L'indebitamento finanziario netto dovrebbe anche beneficiare dei residui 967 mila warrant ancora in circolazione, il cui ultimo periodo di esercizio sarà dal 1° al 30 giugno 2024. Tenuto conto che il prezzo di sottoscrizione è pari a €2.00 per azione, i warrant dovrebbero essere interamente esercitati, determinando un **cash-in di €1.9 milioni** per la Società. Nel 2024 ci aspettiamo pertanto che, con €2.3 milioni di Free Cash Flow, l'indebitamento finanziario netto scenda di €4.2 milioni a €8.3 milioni, pari ad un rapporto Net Debt / Adj. EBITDA di 1.3x, da 2.5x del 2023. Negli anni successivi la Posizione Finanziaria Netta dovrebbe continuare a migliorare, fino a raggiungere un valore positivo di €1.0 milioni nel 2027E.

Maps Group – 2023-2027E OCF, Capex, OCF, and Cash Conversion Rate



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Maps Group – 2023-2027E Net Debt and Leverage



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Valuation & Conclusions

Stimiamo un **fair value** per azione Maps Group pari a **€4.1**. A questa valutazione siamo giunti utilizzando due differenti approcci valutativi, ossia un *Discounted Cash Flow Model* ed una *Peer Multiple Comparison*.

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* abbiamo utilizzato le nostre stime esplicithe 2024-2027 e stime 2028-2029 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "g").

Maps Group – Discounted Cash Flow Model (€ mn)

	AS OF	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	TV
Net Revenues		30.1	33.0	36.0	39.3	42.0	44.1	45.9
<i>YoY growth</i>		9.3%	9.7%	9.1%	9.0%	7.0%	5.0%	4.0%
EBITDA		6.6	7.6	8.9	10.2	11.0	11.5	12.0
<i>EBITDA margin</i>		21.8%	23.1%	24.7%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
D&A		(3.6)	(3.7)	(3.9)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
EBIT		3.0	4.0	5.0	6.3	7.0	7.5	8.0
<i>EBIT margin</i>		9.8%	12.0%	13.9%	16.1%	16.6%	17.0%	17.4%
Taxes		(0.5)	(0.8)	(1.1)	(1.6)	(1.7)	(1.9)	(2.0)
<i>tax rate</i>		16.6%	20.1%	21.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
NOPAT		2.5	3.2	3.9	4.8	5.2	5.6	6.0
D&A		3.6	3.7	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0
Δ NWC		(0.1)	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(1.1)	(0.8)	(0.7)
Capex		(3.3)	(3.5)	(3.7)	(4.3)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
<i>% Capex on net turnover</i>		11.1%	10.6%	10.3%	11.0%	10.0%	9.5%	9.2%
Free Cash Flow		2.7	2.7	3.5	3.8	4.0	4.6	5.1
<i>Discounting factor</i>		1.00	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66	0.61
Discounted Free Cash Flow		2.7	2.5	3.0	2.9	2.9	3.1	3.1

Source: Websim Corporate estimates

Le principali assunzioni utilizzate nel *Discounted Cash Flow Model* della Società sono riassunte qui di seguito:

- **Tasso Risk Free** pari al **4.0%**;
- **Equity Risk Premium** pari al **5.5%**;
- **Beta unlevered** pari a **0.85**, superiore rispetto all'Adj. Beta rilevato per la Società nell'ultimo biennio, pari a 0.48, ed ottenuto come media tra il beta mediano riscontrato per le società comparabili selezionate (0.61) ed il beta del settore *Software (System & Application)* europeo fornito da Damodaran (1.08);
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al **4.0%** che corrisponde ad un tasso reale del 2.0%, e che a nostro avviso riflette il potenziale di lungo termine dei mercati di riferimento nonché la vocazione alla crescita di Maps Group, come testimoniato anche dal tasso di reinvestimento degli utili del 100% da quando la Società è quotata;
- **Azioni fully diluted** pari a **13,180,779 azioni** (al netto delle azioni proprie, pari a 171,700), che includono il numero di azioni potenzialmente rivenienti dall'esercizio dei *warrant* ancora in circolazione, pari a 966,930 azioni, che dovrebbero essere emesse nel giugno 2024 (ultimo periodo di esercizio) a €2.00 per azione.

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** a regime pari all'**8.6%**.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value pari a €83 milioni, di cui l'80% riconducibile al valore terminale della Società, e in un **fair Equity Value pari a €73 milioni, equivalente a €5.5 per azione fully diluted**.

Maps Group – Discounted Cash Flow Valuation Summary

A) 2024-29 Discounted Free Cash Flows	17.0	20%
Terminal Value	109.5	
<i>Discounting factor</i>	<i>0.61</i>	
B) Discounted Terminal Value	66.6	80%
C) = (A+B) Enterprise Value	83.5	100%
NFP @ 31.12.2023	(12.5)	
Associates	0.1	
Cash-in for warrant exercise	1.9	
Equity Value	73.1	
Number of fully diluted shares (mn)	13.2	
Fair Value per share (€)	5.5	

Source: Websim Corporate estimates

Stante la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performedo un'analisi di sensitività analizzando come evolverebbe la valutazione per singola azione *fully diluted* della Società al variare del costo medio ponderato del capitale (“WACC”) e al tasso terminale di crescita ipotizzato (“g”).

Maps Group – DCF Sensitivity Analysis to WACC and “g”

Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth					
	6.6%	7.6%	8.6%	9.6%	10.6%
2.0%	5.8	4.9	4.2	3.7	3.3
2.5%	6.4	5.2	4.5	3.9	3.5
3.0%	7.1	5.7	4.8	4.1	3.6
3.5%	8.0	6.2	5.1	4.4	3.8
4.0%	9.4	6.9	5.5	4.6	4.0
4.5%	11.3	7.9	6.1	5.0	4.3
5.0%	14.4	9.1	6.8	5.4	4.5
5.5%	20.2	11.0	7.7	5.9	4.9
6.0%	35.0	14.0	8.9	6.6	5.3

Source: Websim Corporate estimates

Dall’analisi svolta emerge come, pur ipotizzando un azzeramento del tasso di crescita reale terminale ed un contestuale aumento del WACC di due punti percentuali, al 10.6%, vale a dire **in uno scenario** che definiamo **Worst Case**, le nostre stime supporterebbero una valutazione per azione *fully diluted* pari a **€3.3**.

La congruità della nostra valutazione trova ulteriore conferma nel fatto che il valore terminale risultante dal *Discounted Cash Flow Model* corrisponde ad un **EV/EBITDA terminale pari a 9.2x, inferiore del 4% rispetto all’EV/EBITDA mediano espresso sul mercato dall’azione Maps nel periodo 2019-2023 (9.5x)**. In sostanza la nostra valutazione non assume un’espansione dei multipli nel lungo termine, bensì una loro lieve diminuzione.

Peer Multiple Comparison

Il campione di società selezionate per calcolare i multipli di settore, le medesime utilizzate per il calcolo del beta, comprende gruppi unicamente europei, di cui tre italiani (Digital Value, GPI e TXT E-Solutions), che offrono software e servizi IT per la trasformazione digitale delle imprese e delle pubbliche amministrazioni. Il campione include società di media e grande dimensione con capitalizzazioni di mercato comprese tra €0.3 miliardi (TXT E-Solutions, FSecure e Infotel) e €2.6 miliardi (Software AG).

Maps Group – Comparable Companies Market Capitalization and Share Price Performance

	Price (local FX)	Mkt Cap. (€ mn)	Share Price Performance			
			1M	3M	6M	12M
Digital Value	58.50	583	5.2%	-10.0%	26.8%	-11.6%
GPI	12.52	362	3.3%	33.9%	68.3%	3.3%
TXT E-Solutions	21.20	276	-5.6%	-1.4%	41.7%	12.8%
Aubay	41.00	536	0.7%	-1.4%	31.8%	-8.0%
Axway Software	25.00	541	-4.9%	-16.7%	10.6%	17.4%
Equasens	58.90	894	14.8%	12.6%	-10.2%	-17.9%
Esker	174.80	1,057	-6.2%	12.9%	46.8%	26.7%
Exclusive Networks	20.00	1,833	-9.1%	5.4%	33.0%	2.0%
Infotel	49.00	340	4.3%	-5.4%	16.9%	-13.4%
F-Secure	2.07	362	10.3%	7.3%	24.7%	-29.1%
NCC Group	1.33	487	6.8%	10.9%	20.5%	23.6%
Software AG	35.50	2,627	-7.6%	-8.0%	11.2%	14.9%
Average		825	1.0%	3.3%	26.8%	1.7%
Median		538	2.0%	2.0%	25.7%	2.7%
Maps Group	2.37	29	-17.4%	-23.1%	-7.4%	-26.6%

Source: FactSet

Maps Group – Comparable Companies Trading Multiples (x)

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Digital Value	15.1	12.3	10.2	6.5	5.6	4.6	9.6	8.1	6.4
GPI	50.2	21.4	15.6	11.7	6.3	5.8	37.4	13.1	11.1
TXT E-Solutions	n.m.	12.9	11.7	9.5	7.7	6.7	14.9	13.0	10.7
Aubay	16.0	14.8	13.4	8.4	8.9	8.0	9.8	10.4	9.3
Axway Software	14.6	13.1	11.8	9.5	8.2	7.1	11.8	9.9	7.6
Equasens	18.8	18.2	16.6	13.2	11.6	10.3	16.1	14.6	12.9
Esker	69.1	51.3	39.8	36.1	26.4	20.7	61.5	39.9	29.9
Exclusive Networks	42.2	14.3	12.3	11.0	8.8	7.5	18.1	9.8	8.3
Infotel	18.7	16.5	14.5	7.9	6.6	5.7	11.1	9.0	7.6
F-Secure	16.2	14.2	11.9	12.2	9.9	8.8	14.9	12.4	10.8
NCC Group	n.m.	25.9	17.5	12.3	12.0	9.7	28.2	16.7	12.4
Software AG	n.m.	20.7	17.0	12.5	12.6	10.6	17.7	17.2	13.8
Average	29.0	19.6	16.0	12.6	10.4	8.8	20.9	14.5	11.7
Median	18.7	15.7	13.9	11.4	8.9	7.7	15.5	12.7	10.8
Maps Group	31.5	15.0	10.6	10.5	6.0	4.8	35.7	13.3	9.3

Source: FactSet

Abbiamo scelto di utilizzare come benchmark i **multipli medi del campione riferiti agli anni 2024 e 2025**.

Inoltre, abbiamo deciso di utilizzare l'**EV/EBITDA come multiplo di comparazione**, in quanto l'**EV/EBIT** ed il **P/E** del campione forniscono valutazioni che si discostano eccessivamente rispetto a quella ottenuta con il **Discounted Cash Flow Model**, per cui sono considerate fuorvianti.

Seguendo questa impostazione, abbiamo stimato un **fair equity value per azione fully diluted Maps Group pari a €4.6**.

Maps Group – Trading Multiples Valuation Summary

Trading Multiples Valuation Map	Multiple (x)	EV	Mkt Cap.	F.d. shares (mn)	FV/share (€)		% WEIGHT
2024 average EV/EBITDA	10.4	68.0	59.8	13.2	4.5		
2025 average EV/EBITDA	8.8	67.1	61.4	13.2	4.7	4.6	100.0%
2024 average EV/EBIT	14.5	42.9	34.7	13.2	2.6		
2025 average EV/EBIT	11.7	46.7	41.0	13.2	3.1	2.9	0.0%
2024 average P/E	19.6	49.0	40.8	13.2	3.1		
2025 average P/E	16.0	52.8	47.0	13.2	3.6	3.3	0.0%
Weighted equity value						4.6	100.0%

Source: Websim Corporate estimates

Conclusions

Ai valori ottenuti dall'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* (€5.5 per azione *fully diluted*) e della *Peer Multiple Comparison* (€4.6 per azione *fully diluted*), in funzione della ridotta capitalizzazione di mercato (rispetto alle società comparabili quotate) e dell'analogo ridotto flottante (pari a circa €10 milioni a prezzi correnti di mercato), abbiamo applicato uno **sconto liquidità pari al 20%**.

La tabella che segue sintetizza i risultati ottenuti dall'applicazione dei due differenti approcci valutativi che, peraltro, hanno fornito valori non molto distanti tra loro, avvalorando ulteriormente l'esito del percorso valutativo svolto. Proprio in funzione della contenuta differenza tra le valutazioni risultanti dai due metodi valutativi utilizzati abbiamo attribuito ad entrambi lo stesso peso per l'individuazione del **target price, pari a €4.1 per azione *fully diluted*** che, ai prezzi attuali di mercato del titolo, implica un **potenziale di rialzo di oltre il 70%**.

Maps Group – Valuation Summary

Valuation Method	Equity Value	20% Liq. Disc.	Fair Equity Value	Fully Diluted shares (mn)	Fair Value per share (€)	% Weight
A) Discounted Cash Flow Model	73.1	(14.6)	58.5	13.2	4.4	50%
B) Peer Multiple Comparison	60.6	(12.1)	48.5	13.2	3.7	50%
Weighted average value	66.8	(13.4)	53.5		4.1	100%

Source: Websim Corporate estimates

A meri fini espositivi, riportiamo qui di seguito una tabella che evidenzia i multipli ai quali Maps Group tratterebbe a *target price*.

Maps Group – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2023	2024	2025	2026	2027
F.d. shares (mn)	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2
Market Cap.	54	53	53	53	53
Enterprise Value	67	62	59	56	52
EV/Sales	2.4	2.0	1.8	1.6	1.3
EV/Adjusted EBITDA	13.5	9.4	7.7	6.3	5.1
EV/Adjusted EBIT	45.9	20.9	14.9	11.2	8.3
EV/Capital Employed	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4
Adjusted P/E	54.0	25.8	18.2	14.6	11.6
Adjusted P/CEPS	11.9	9.4	8.1	7.1	6.3

Source: Websim Corporate estimates

Riteniamo che l'equity story di Maps Group contenga tutta una serie di ingredienti che la rendono molto interessante in un'ottica di investimento:

- un mercato di riferimento, quello delle tecnologie per la *digital transformation*, caratterizzato da elevati tassi di crescita della domanda nel medio/lungo periodo;

- una posizione di *leadership* in alcuni segmenti del mercato, vale a dire i prodotti *software* per la *Patient Experience* nel settore *Healthcare*, e per i sistemi energetici decentralizzati nel settore *Energy*;
- una vocazione alla crescita per linee esterne in un mercato frammentato, con un modello di *business* scalabile ed un'elevata quota di ricavi ricorrenti;
- un *news flow* positivo grazie anche alla recente approvazione da parte del Governo degli incentivi per le Comunità Energetiche Rinnovabili;
- un *earnings momentum* molto forte nel 2024, dopo un anno caratterizzato da diversi fattori negativi legati all'integrazione delle ultime acquisizioni ed ai ritardi legislativi nel settore energetico;
- una valutazione attraente sia su base assoluta sia su base relativa.

Pur consapevoli di alcuni fattori di potenziale debolezza legati alle ancora ridotte dimensioni aziendali, al tendenziale calo di fatturato atteso della *BU Maps Lab* ed a possibili difficoltà che potrebbero ripetersi in futuro nei processi di integrazione delle acquisizioni, riteniamo che gli aspetti positivi dell'*equity story* siano nettamente superiori, per cui **iniziamo la copertura di Maps Group con una raccomandazione BUY e target price a €4.1 per azione fully diluted.**

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	MAPS GROUP		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	4.10	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	2.31	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	07/05/2024	Date of last report:	--

DISCLAIMER (for more details go to [DISCLAIMER](#))

IMPORTANT DISCLOSURES

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under LEGAL INFORMATION. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the [PERFORMANCE](#) web page.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Brasil Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Brasil Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certify that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Brasil Plural Securities LLC, 545 Madison Avenue, New York 10022.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (DCF) model or similar methods such as a dividend discount model (DDM)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales.
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&P500 Index, most of those on the MIBEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 31 March 2024 Intermonte's Research Department covered 116 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	25.21 %
OUTPERFORM:	46.22 %
NEUTRAL:	27.73 %
UNDERPERFORM	00.84 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (50 in total) is as follows:

BUY:	38.78 %
OUTPERFORM:	51.02 %
NEUTRAL:	10.20 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

Intermonte is acting as financial advisor to SGG Holding S.p.A. in relation to the voluntary public tender offer launched on SAES Getters S.p.A.

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aedes, Civitanavi Systems, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), Growens, Illimity Bank, Maire Tecnimont, SAES Getters, Tinexta, Unidata and WIIT.

Intermonte SIM is acting as counterparty to WIIT Fin S.r.l. in connection with call and put options having WIIT S.p.A. shares and dividends as reference underlying.

Intermonte SIM is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, El.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, Go Internet, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), IEG, Iervolino & Lady Bacardi Entertainment, IndelB, Intred, Luve, Matica Fintec, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharmanutra, Reevo, Relatech, Reply, Revo Insurance, Sababa Security, Saes Getters, Sciucker Frames, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Star7, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIIT.

Intermonte SIM has a contractual commitment to act as liquidity provider on behalf of third parties for the following company: Banca Sistema.

Intermonte SIM performs as a market maker for the following companies: A2A, Anima, Atlantia, Autogrill, Azimut Holding, BAMI, Banca Generali, Banca Mediolanum, Brembo, Buzzi, CNHI, Enel, ENI, Exor, Fineco, FCA, FTMB, Generali, Italgas, Iren, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediobanca, Moncler, Mediaset, Pirelli&C, Prysmian, Poste, Ferrari, Saipem, Snam, STM, Tenaris, Telecom Italia, Telecom Italia sav, Terna, UBI, Unicredit, Unipol, UnipolSai.

Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider on the following companies: Abitare In, Alkemy, Banca Sistema, Bifre S.P.A., B&C Speakers, Cleanbnb, Crowdfundme, Cy4gate, Cyberoo, Digital Bros, Digital Magics, Doxee, Ediliziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GPI, Intercos, Intred, Lventure Group, Maps, Masi Agricola, Matica Fintec, Neodecortech, Notorious Pictures, Osai Automation System, Racing Force Group, Relatech, Reti, Sciucker Frames, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Tamburi, Tesmec, Tinexta, Tps Group, Trendevice, Ulisse Biomed, Wiit.

Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short

© Copyright 2024 by Intermonte SIM - All rights reserved

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website [MIFID](#)

Further information is available