

MAPS GROUP

Sector: Technology Services

BUY

Price: Eu3.35 – Target: Eu5.30

Margini record e sopra le attese guidati dal settore Healthcare

 Websim Team +39-02-76418200
 research@websim.it

Stock Rating

Rating: Unchanged

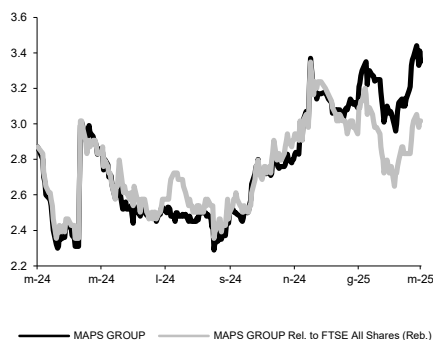
Target Price (Eu): from 4.90 to 5.30

	2025E	2026E	2027E
Chg in Adj EPS	1.3%	3.0%	12.5%

Next Event

 AGM on 24th April 2025

MAPS GROUP - 12M Performance



Stock Data

Reuters code: MAPS.MI

Bloomberg code: MAPS IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	9.5%	5.3%	16.7%
Relative	9.3%	-7.4%	5.8%
12M (H/L)			3.44/2.29
3M Average Volume (th):			19.24

Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	13
Total no. of shares (mn):	13
Mkt Cap Ord (Eu mn):	44
Total Mkt Cap (Eu mn):	44
Mkt Float - Ord (Eu mn):	17
Mkt Float (in %):	38.7%
Main Shareholder:	
Marco Ciscato	14.7%

Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	29
BVPS (Eu):	2.21
P/BV:	1.5
Net Financial Position (Eu mn):	-5
Enterprise Value (Eu mn):	49

I risultati FY24 confermano pienamente la scalabilità del modello di business di Maps Group, con ricavi in crescita totalmente organica dell'8% a Eu29.8mn (stima Websim Eu30.2mn), ed adj. EBITDA che raggiunge il livello record del 24.7%, 290bps sopra la nostra stima, grazie all'ottima performance di Maps Healthcare. Molto buona la generazione di cassa, con l'indebitamento netto che si riduce di Eu5.5mn a Eu7.0mn (stima Websim Eu7.3mn), ponendo il Gruppo in una posizione agevole per valutare nuove acquisizioni. Rivediamo le stime di adj. EBITDA al rialzo dell'1% su FY25 e FY26 e del 6% sul FY27. Confermiamo il rating BUY e alziamo il TP a Eu5.3 da Eu4.9.

■ **Risultati FY24 in forte crescita e sopra le attese, ottimo cash flow:** ricavi in crescita totalmente organica dell'8% YoY a Eu29.8mn (-1% vs. stima Websim); adj. EBITDA +47% YoY a Eu7.4mn (+12% vs. stima Websim), con margine in progresso di 660bps YoY al livello record del 24.7% (+290bps vs. stima Websim); utile netto +105% YoY a Eu1.9mn (+14% vs. stima Websim); debito netto in calo di Eu5.5mn YoY a Eu7.0mn (stima Websim Eu7.3mn). Migliora la qualità della top line, con ricavi da prodotti +13% YoY a Eu25.3mn (87% dei ricavi caratteristici da 83% del FY23) e ricavi da progetti -13% YoY a Eu4.5mn. A guidare la crescita della profittabilità è stato il progresso del gross margin di 620bps YoY al 51.1%, grazie ai recuperi di efficienza che hanno determinato un calo del 5% YoY a Eu13.7mn dei costi di produzione. I costi commerciali crescono in linea con i ricavi da prodotti (+13% YoY a Eu4.1mn), mentre i costi amministrativi aumentano solo del 2% YoY a Eu4.7mn. OCF +37% YoY a Eu7.1mn (stima Websim Eu6.5mn), con NWC in calo di Eu0.9mn YoY a Eu12.3mn (stima Websim Eu12.1mn) e capex -22% YoY a Eu3.5mn (stima Websim Eu3.0mn).

■ **La BU Maps Healthcare (62% dei ricavi) guida la crescita del Gruppo:** ricavi +15% YoY a Eu18.5mn (+2% vs. stima Websim); adj. EBITDA +53% YoY a Eu5.3mn (+18% vs. stima Websim), con margine in progresso di 710bps YoY al 28.8% (+390bps vs. stima Websim). La BU Maps Energy cresce poco come ricavi, +1% YoY a Eu2.4mn (-16% vs. stima Websim), ma porta la marginalità al 9.6% (+250bps vs. stima Websim) dal -8.6% del FY23. La BU Maps ESG, benché non strategica, aumenta i ricavi del 15% YoY a Eu3.0mn (+9% vs. stima Websim) e migliora la marginalità di 190bps YoY al 14.9% (+330bps vs. stima Websim). La BU Maps Lab, anch'essa non strategica, registra ricavi in calo del 9% YoY a Eu6.0mn (-9% vs. stima Websim), ma incrementa la marginalità di 210bps YoY al 22.9% (-100bps vs. stima Websim) grazie al miglioramento del mix (ricavi da prodotti +11% YoY a Eu2.4mn).

■ **Rivediamo le stime al rialzo.** Sulla top line alziamo le stime FY25-FY27 del 4%, 3% e 2%, soprattutto per effetto dei maggiori ricavi attesi dalla BU Maps Lab a fronte delle recenti commesse acquisite come general contractor, che diluiranno però la marginalità. A livello di adj. EBITDA alziamo le stime dell'1% nel FY25 e FY26 e del 6% nel FY27, grazie all'ottimo andamento dei margini delle BU strategiche, che più che compensano il calo di redditività di Maps Lab.

■ **Confermiamo il BUY e alziamo il TP a Eu5.3 da Eu4.9,** a fronte di una valutazione che tiene conto di uno sconto liquidità del 20% ed è basata per il 50% sul DCF (Eu6.6 da Eu5.3) e per il 50% sui multipli di settore (Eu4.1 da Eu4.4).

Key Figures & Ratios	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	28	30	35	38	42
EBITDA Adj (Eu mn)	5	7	8	10	12
Net Profit Adj (Eu mn)	1	2	3	5	6
EPS New Adj (Eu)	0.075	0.162	0.243	0.362	0.485
EPS Old Adj (Eu)	0.075	0.138	0.240	0.351	0.431
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	10.4	5.9	6.2	4.5	3.4
EV/EBIT Adj	35.6	11.8	11.3	7.1	4.8
P/E Adj	44.6	20.6	13.8	9.3	6.9
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	2.5	0.9	0.6	0.1	-0.3

MAPS GROUP – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales	25	28	30	35	38	42
EBITDA	6	5	7	8	10	12
EBIT	3	1	3	4	7	9
Financial Income (charges)	-0	-0	-1	-0	-0	-0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	3	1	3	4	6	8
Taxes	0	-0	-1	-1	-1	-2
Tax rate	-6.6%	5.3%	32.4%	20.8%	23.3%	25.0%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	3	1	2	3	5	6
EBITDA Adj	6	5	7	8	10	12
EBIT Adj	3	1	4	4	7	9
Net Profit Adj	3	1	2	3	5	6
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024A	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	0.144	0.243	0.362	0.485
EPS Adj f.d	0.217	0.075	0.162	0.243	0.362	0.485
BVPS f.d	1.597	1.690	1.957	2.206	2.568	3.053
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	2024A	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	5	6	7	7	8	10
Change in NWC	-3	-0	-0	-2	-2	-2
Capital Expenditure	-3	-4	-3	-3	-3	-4
Other Cash Items	-0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-1	1	4	2	3	5
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	6	2	3	5
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	27	28	28	27	27	27
Net Working Capital	13	13	12	14	16	17
Long term Liabilities	-6	-6	-7	-7	-7	-7
Net Capital Employed	35	35	33	34	35	37
Net Cash (Debt)	-14	-13	-7	-5	-1	3
Group Equity	21	22	26	29	34	40
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	21	22	26	29	34	40
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap	41	39	36	44	44	44
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-14	-13	-7	-5	-1	3
Enterprise Value	55	52	43	49	46	41
Ratios (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	23.8%	18.1%	24.7%	23.2%	26.6%	29.1%
EBIT Adj Margin	12.5%	5.3%	12.3%	12.7%	17.1%	20.5%
Gearing - Debt/Equity	65.5%	56.0%	27.0%	17.1%	4.3%	-8.1%
Interest Cover on EBIT	8.2	3.5	6.4	12.3	19.7	50.3
Net Debt/EBITDA Adj	2.3	2.5	0.9	0.6	0.1	-0.3
ROACE*	10.4%	4.0%	10.0%	13.0%	18.7%	24.0%
ROE*	16.2%	4.6%	9.0%	12.0%	15.7%	18.1%
EV/CE	2.0	1.5	1.3	1.5	1.3	1.1
EV/Sales	2.2	1.9	1.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA Adj	9.3	10.4	5.9	6.2	4.5	3.4
EV/EBIT Adj	17.7	35.6	11.8	11.3	7.1	4.8
Free Cash Flow Yield	-2.0%	1.8%	8.5%	4.6%	7.9%	10.6%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales	15.0%	11.3%	8.3%	15.9%	10.2%	10.9%
EBITDA Adj	17.1%	-15.4%	47.9%	8.8%	26.5%	21.2%
EBIT Adj	27.2%	-52.8%	150.1%	19.9%	48.4%	33.1%
Net Profit Adj	6.5%	-65.2%	115.0%	49.6%	48.5%	34.2%
EPS Adj	4.3%	-65.3%	116.0%	50.0%	48.5%	34.2%
DPS						

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Risultati FY24

Martedì 25 marzo, in serata, Maps Group ha comunicato i risultati FY24.

- **Ricavi +8% YoY a Eu29.8mn** (crescita totalmente organica), inferiori dell'1% rispetto alla stima Websim di Eu30.2mn, con ricavi da prodotti in crescita del 13% YoY a Eu25.3mn (87% dei ricavi caratteristici dall'83% del FY23) e ricavi da canoni ricorrenti in crescita del 7% YoY a Eu11.8mn (41% dei ricavi caratteristici, in linea con il FY23).
- **Adj. EBITDA +48% YoY a Eu7.4mn**, superiore del 12% rispetto alla stima Websim di Eu6.6mn, con una marginalità in crescita di 660bps YoY al 24.7%, superiore di 290bps rispetto alla stima Websim del 21.8%.
- **Utile netto +105% YoY a Eu1.9mn**, superiore del 14% rispetto alla stima Websim di Eu1.7mn, dopo avere scontato Eu3.7mn di ammortamenti e svalutazioni (vs. stima Websim di Eu3.4mn), Eu0.3mn di oneri non ricorrenti (vs. stima Websim di Eu0.2mn), Eu0.5mn di oneri finanziari (in linea con la stima Websim) ed un tax rate del 32.4% (vs. stima Websim del 32.7%).
- **PFN negativa per Eu7.0mn da Eu12.5mn del FY23**, lievemente meglio della stima Websim di Eu7.3mn, ed OCF +37% YoY a Eu7.1mn (vs. stima Websim di Eu6.5mn), con NWC in calo di Eu0.9mn YoY a Eu12.3mn (vs. stima Websim di Eu12.1mn) e capex -22% YoY a Eu3.5mn (vs. stima Websim di Eu3.0mn). Ricordiamo che la PFN ha pure beneficiato di un aumento di capitale da Eu1.8mn per l'esercizio dei warrant a Eu2.00 per azione.

I risultati FY24 confermano **ancora una volta la crescita a doppia cifra dei ricavi da prodotti** ed evidenziano un **netto miglioramento della marginalità operativa**, che raggiunge livelli record dopo il calo di 570bps subito nel FY23 a causa delle difficoltà registrate nell'integrazione di I-Tel (sia sotto il profilo organizzativo sia sotto il profilo dell'offerta commerciale) e delle perdite di Maps Energy dovute ai ritardi nell'avvio degli incentivi governativi per le Comunità Energetiche e per la Transizione 5.0.

A guidare la crescita della profittabilità è stato il **progresso del gross margin di 620bps YoY al 51.1%**, grazie ai recuperi di efficienza che hanno determinato un calo del 5% YoY a Eu13.7mn dei costi di produzione. I **costi commerciali** crescono in linea con i ricavi da prodotti (+13% YoY a Eu4.1mn), rappresentandone il motore dello sviluppo, e portando la propria incidenza sui ricavi al 13.6% dal 13.0% del FY23, mentre i **costi amministrativi** crescono solo del 2% YoY a Eu4.7mn, riducendo la propria incidenza sui ricavi al 15.8% dal 16.8% del FY23.

Positivo il fatto che **tutte le BU mostrano una crescita della marginalità**.

- **Maps Healthcare** (62% dei ricavi consolidati) ha incrementato i ricavi del 15% YoY a Eu18.5mn (+2% vs. stima Websim di Eu18.1mn) e riportato il **gross margin** al massimo del 2022, pari al 56.0%, con un recupero di 710bps YoY, e l'**adj. EBITDA margin** al 28.8% (+390bps vs. stima Websim del 24.9%), con un recupero di 490bps YoY, confermando la scalabilità del modello di business basato sui prodotti software proprietari (100% dei ricavi caratteristici) e la validità delle azioni intraprese per completare le integrazioni delle società acquisite negli anni precedenti.
- **Maps Energy** (8% dei ricavi consolidati) ha incrementato i ricavi dell'1% YoY a Eu2.4mn (-16% vs. stima Websim di Eu2.8mn) e portato il **gross margin** al 43.8%, con un miglioramento di 16.6 punti percentuali YoY, conducendo l'**adj. EBITDA** in territorio positivo per Eu0.2mn, pari ad un margine del 9.6% (+250bps vs. stima Websim del 7.1%), con un progresso di 18.2 punti percentuali YoY. Seppure in ritardo rispetto alle attese, restiamo convinti che questa BU diventerà in prospettiva il principale motore di crescita del Gruppo.
- **Maps ESG** (10% dei ricavi consolidati), pur non essendo una BU strategica, ha incrementato i ricavi del 15% YoY a Eu3.0mn (+9% vs. stima Websim di Eu2.8mn) e portato il **gross margin** al 49.8%, con un miglioramento di 450bps YoY; l'**adj. EBITDA** è cresciuto del 31% YoY a Eu0.5mn (+40% vs. stima Websim di Eu0.3mn), con una marginalità in progresso di 190bps YoY al 14.9% (+330bps vs. stima Websim dell'11.6%).
- **Maps Lab** (20% dei ricavi consolidati), anch'essa BU non strategica, ha ridotto i ricavi del 9% YoY a Eu6.0mn (-9% vs. stima Websim di Eu6.5mn), con la componente prodotti cresciuta del 11% YoY a Eu2.4mn, il **gross margin** migliorato di 60bps YoY al 46.8% e l'**adj. EBITDA** in crescita dell'1% YoY a Eu1.4mn (-12% vs. stima Websim di Eu1.6mn), con marginalità in progresso di 210bps YoY al 22.9% (-100bps vs. stima Websim del 23.9%). Come già ribadito in passato, i risultati di questa BU sono attesi in graduale riduzione.

Maps Group – FY24 Results

(Eu mn)	2023A	2024A	YoY	2H23A	2H24A	YoY	2024E	2024A	A. vs. E.
Sales	27.5	29.8	8.3%	14.5	15.1	4.5%	30.2	29.8	-1.2%
o/w Healthcare	16.0	18.5	15.3%	8.4	9.6	14.0%	18.1	18.5	2.1%
o/w Energy	2.3	2.4	0.7%	1.4	1.3	-8.9%	2.8	2.4	-15.6%
o/w ESG	2.6	3.0	15.1%	1.3	1.6	21.8%	2.8	3.0	9.4%
o/w LAB	6.6	6.0	-8.7%	3.3	2.6	-21.3%	6.5	6.0	-8.6%
Adj. EBITDA	5.0	7.4	47.9%	3.0	4.2	41.5%	6.6	7.4	11.8%
% of sales	18.1%	24.7%		20.4%	27.7%		21.8%	24.7%	
o/w Healthcare	3.5	5.3	53.0%	1.9	3.1	59.3%	4.5	5.3	18.1%
% of sales	21.7%	28.8%		22.9%	32.0%		24.9%	28.8%	
o/w Energy	-0.2	0.2	n.m.	0.1	0.3	123.6%	0.2	0.2	14.0%
% of sales	-8.6%	9.6%		10.1%	24.8%		7.1%	9.6%	
o/w ESG	0.3	0.5	31.5%	0.2	0.3	56.7%	0.3	0.5	39.9%
% of sales	13.0%	14.9%		14.0%	18.1%		11.6%	14.9%	
o/w LAB	1.4	1.4	0.6%	0.7	0.5	-28.2%	1.6	1.4	-12.3%
% of sales	20.8%	22.9%		21.3%	19.4%		23.9%	22.9%	
Non-recurring costs	-0.1	-0.3		0.0	-0.1		-0.2	-0.3	
D&A and Provisions	-3.5	-3.7		-2.0	-2.0		-3.4	-3.7	
EBIT	1.4	3.3	142.9%	0.9	2.0	131.5%	3.0	3.3	12.5%
% of sales	5.0%	11.1%		6.1%	13.5%		9.8%	11.1%	
Net Financial Charges	-0.4	-0.5		0.0	-0.2		-0.5	-0.5	
Associates	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Pretax Profit	1.0	2.8	186.6%	0.9	1.8	98.6%	2.5	2.8	13.4%
Taxes	-0.1	-0.9		-0.3	-0.5		-0.8	-0.9	
tax rate	5%	32%		38%	27%		33%	32%	
Consolidated Net Profit	0.9	1.9	104.7%	0.6	1.3	132.2%	1.7	1.9	14.0%
% of sales	3.4%	6.3%		3.9%	8.7%		5.5%	6.3%	
Minorities	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Net Profit	0.9	1.9	104.7%	0.6	1.3	132.2%	1.7	1.9	14.0%
% of sales	3.4%	6.3%		3.9%	8.7%		5.5%	6.3%	
Net Financial Position	-12.5	-7.0		-12.5	-7.0		-7.3	-7.0	
Net Working Capital	13.2	12.3		13.2	12.3		12.1	12.3	
Capex	4.4	3.5		2.2	2.0		3.0	3.5	

Source: Company actual data, Websim Corporate estimates

Revisione stime FY25-FY27

Sulla **top line** alziamo le stime FY25-FY27 del 4%, 3% e 2%, soprattutto per effetto dei maggiori ricavi attesi dalla BU Maps Lab a fronte delle recenti commesse acquisite come general contractor, che diluiranno però la marginalità.

A livello di **adj. EBITDA** alziamo le stime dell'1% nel FY25 e FY26 e del 6% nel FY27, grazie all'ottimo andamento dei margini delle BU strategiche, che più che compensano il calo di redditività di Maps Lab.

Le stime di **utile netto** sono riviste al rialzo dell'1% sul FY25 a Eu3.2mn, del 3% sul FY26 a Eu4.7mn e del 13% sul FY27 a Eu6.4mn.

Nel dettaglio:

- **Maps Healthcare.** Confermiamo le stime di ricavi a Eu20.3mn nel FY25 (+10% YoY), Eu22.0mn nel FY26 (+8% YoY) ed Eu23.8mn nel FY27 (+8% YoY), ma alla luce dell'ottimo andamento della marginalità nel FY24, rivediamo al rialzo le stime di **adj. EBITDA** dell'1% a Eu5.5mn nel FY25, del 5% a Eu6.5mn nel FY26 e del 5% a Eu7.2mn nel FY27. La revisione più contenuta della redditività nell'anno in corso è giustificata dal fatto che nel FY25 ci attendiamo un significativo incremento delle spese commerciali per l'acquisizione di nuovi clienti, cercando di espandere la presenza del Gruppo anche nel Sud Italia.
- **Maps Energy.** Manteniamo invariate le stime di ricavi nonostante la mancata crescita nel FY24 in quanto i segnali recenti del mercato sono molto positivi e Maps Energy dispone di un'offerta di prodotti in grado di coglierne pienamente le opportunità nei segmenti del monitoraggio, dell'efficienza e dei sistemi energetici decentralizzati. Riteniamo realizzabile una **crescita della top line** vicina al 90% nel FY25 (Eu4.4mn), di oltre il 50% nel FY26 (Eu6.7mn) e di quasi il 40% nel FY27 (Eu9.3mn). Rivediamo lievemente al rialzo le stime di **adj. EBITDA** nel FY25 (+1% a Eu1.1mn) e nel FY26 (+2% a Eu2.3mn) ed in misura più rilevante nel FY27 (+14% a Eu3.8mn), quando, grazie alla forte leva operativa di questa BU, la marginalità dovrebbe superare il 40%.
- **Maps ESG.** Alla luce dell'ottimo andamento registrato nel FY24 alziamo del 9% la **stima di ricavi** FY25 a Eu3.3mn (+9% YoY), del 2% la stima FY26 a Eu3.4mn (+2% YoY) e del 2% la stima FY27 a Eu3.6mn (+8% YoY). La marginalità è rivista al rialzo di 170bps sul FY25 al 16.6%, è confermata al 16.5% sul FY26 e alzata di 90bps al 17.3% sul FY27.
- **Maps Lab.** Su questa BU alziamo le stime di ricavi (+18% nel FY25, +20% nel FY26, +19% nel FY27) alla luce delle recenti commesse acquisite come general contractor nel settore cantieristico, tuttavia abbassiamo le stime di **adj. EBITDA** (-10% nel FY25, -27% nel FY26, -25% nel FY27) in quanto l'attività progettuale storica è prevista in calo e le nuove commesse sono caratterizzate da bassa marginalità.

Maps Group – Estimates revision

(Eu mn)	2025 New	2026 New	2027 New	2025 Old	2026 Old	2027 Old	2025 ch.	2026 ch.	2027 ch.
Sales	34.6	38.1	42.2	33.3	37.0	41.3	3.9%	2.8%	2.3%
<i>% YoY growth</i>	15.9%	10.2%	10.9%	10.2%	11.3%	11.4%			
o/w Healthcare	20.3	22.0	23.8	20.3	22.0	23.8	0.0%	0.0%	0.0%
o/w Energy	4.4	6.7	9.3	4.4	6.7	9.3	0.0%	0.0%	0.0%
o/w ESG	3.3	3.4	3.6	3.0	3.3	3.6	8.9%	2.1%	1.9%
o/w LAB	6.5	6.0	5.5	5.5	5.0	4.6	18.4%	19.7%	18.9%
Adj. EBITDA	8.0	10.1	12.3	7.9	10.0	11.6	0.9%	1.4%	5.6%
<i>% of sales</i>	23.2%	26.6%	29.1%	23.9%	27.0%	28.2%			
<i>% YoY growth</i>	8.8%	26.5%	21.2%	20.6%	25.8%	16.5%			
o/w Healthcare	5.5	6.5	7.2	5.4	6.2	6.8	1.2%	5.5%	5.5%
<i>% of sales</i>	27.0%	29.7%	30.2%	26.7%	28.1%	28.7%			
o/w Energy	1.1	2.3	3.8	1.1	2.3	3.3	0.9%	2.5%	13.8%
<i>% of sales</i>	24.2%	34.5%	40.6%	24.0%	33.7%	35.7%			
o/w ESG	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	20.8%	2.3%	7.4%
<i>% of sales</i>	16.6%	16.5%	17.3%	14.9%	16.5%	16.4%			
o/w LAB	0.9	0.7	0.7	1.0	1.0	0.9	-10.0%	-26.6%	-25.0%
<i>% of sales</i>	13.7%	12.1%	12.5%	18.0%	19.8%	19.8%			
Non-recurring costs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
D&A and Provisions	-3.6	-3.6	-3.6	-3.7	-3.7	-3.9	-1.4%	-2.8%	-7.1%
EBIT	4.4	6.5	8.7	4.3	6.3	7.7	2.8%	3.9%	12.0%
<i>% of sales</i>	12.7%	17.1%	20.5%	12.8%	16.9%	18.7%			
<i>% YoY growth</i>	31.9%	48.4%	33.1%	44.4%	46.7%	23.5%			
Net Financial Charges	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2			
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Pretax Profit	4.0	6.2	8.5	4.0	6.0	7.6	1.5%	3.3%	12.1%
Taxes	-0.8	-1.4	-2.1	-0.8	-1.4	-1.9			
<i>tax rate</i>	21%	23%	25%	21%	23%	25%			
Consolidated Net Profit	3.2	4.7	6.4	3.1	4.6	5.7	1.3%	3.0%	12.6%
<i>% of sales</i>	9.2%	12.4%	15.1%	9.5%	12.4%	13.7%			
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Net Profit	3.2	4.7	6.4	3.1	4.6	5.7	1.3%	3.0%	12.6%
<i>% of sales</i>	9.2%	12.4%	15.1%	9.5%	12.4%	13.7%			
Net Financial Position	-5.0	-1.4	3.7	-4.5	-1.1	2.8			
Net Working Capital	13.9	15.5	17.2	13.1	14.7	16.2			
Capex	3.2	3.2	3.6	3.1	3.4	4.0	3.1%	-3.9%	-11.2%

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

A seguito della revisione delle stime, del rollover del DCF e dell'aggiornamento dei multipli di settore **alziamo il nostro target price su Maps Group a Eu5.3 da Eu4.9**. La nostra valutazione tiene conto di uno sconto liquidità del 20% ed è basata per il 50% sul DCF (Eu6.6 dal precedente Eu5.3) e per il 50% sui multipli di settore (Eu4.1 dal precedente Eu4.4).

Maps Group – Valuation Summary

Valuation Method	Equity Value	20% Liq. Disc.	Fair Equity Value	Number of shares (mn)	Fair Value per share (Eu)	% Weight
A) Discounted Cash Flow Model	107.8	(21.6)	86.2	13.1	6.6	50%
B) Peer Multiple Comparison	68.6	(13.7)	54.9	13.1	4.1	50%
Weighted average value	88.2	(17.6)	70.6		5.3	100%

Source: Websim Corporate estimates

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del Discounted Cash Flow Model abbiamo utilizzato le nostre stime esplicite 2025-2027 e stime 2028-2029 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "g").

Maps Group – Discounted Cash Flow Model (Eu mn)

	AS OF	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	TV
Net Revenues		34.6	38.1	42.2	45.2	47.4	49.3
<i>YoY growth</i>		15.9%	10.2%	10.9%	7.0%	5.0%	4.0%
EBITDA		8.0	10.1	12.3	13.4	14.2	14.8
<i>EBITDA margin</i>		23.2%	26.6%	29.1%	29.7%	30.0%	30.0%
D&A		(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.5)	(3.4)	(3.4)
EBIT		4.4	6.5	8.7	9.9	10.8	11.4
<i>EBIT margin</i>		12.7%	17.1%	20.5%	21.9%	22.8%	23.1%
Taxes		(0.9)	(1.5)	(2.2)	(2.5)	(2.7)	(2.9)
<i>tax rate</i>		20.8%	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPAT		3.5	5.0	6.5	7.4	8.1	8.5
D&A		3.6	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4
Δ NWC		(1.6)	(1.6)	(1.7)	(1.2)	(0.9)	(0.8)
Capex		(3.2)	(3.2)	(3.6)	(3.2)	(3.8)	(4.5)
<i>% Capex on net turnover</i>		9.2%	8.5%	8.4%	7.0%	8.0%	9.1%
Free Cash Flow		2.3	3.8	4.8	6.6	6.8	6.7
<i>Discounting factor</i>		1.00	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66
Discounted Free Cash Flow		2.3	3.5	4.1	5.1	4.9	4.4

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% (invariato)
- **Equity Risk Premium** pari al 5.5% (invariato)
- **Beta unlevered** pari a 0.85 (invariato)
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al 4.0% (invariato)

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

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value pari a Eu115mn, di cui l'83% riconducibile al valore terminale della Società, e in un **fair Equity Value** al netto di uno sconto liquidità del 20% pari a Eu86mn, equivalente a **Eu6.6 per azione** (che si confronta con il precedente valore di Eu5.3 per azione).

Maps Group – Discounted Cash Flow Valuation Summary (Eu mn)

A) 2025-29 Discounted Free Cash Flows	19.8	17%
Terminal Value	143.6	
Discounting factor	0.66	
B) Discounted Terminal Value	94.9	83%
C) = (A+B) Enterprise Value	114.7	100%
NFP @ 31.12.2024	(7.0)	
Associates	0.0	
Equity Value	107.8	
20% liquidity discount	(21.6)	
Fai Equity Value	86.2	
Number of shares (mn)	13.1	
Fair Value per share (Eu)	6.6	

Source: Websim Corporate estimates

Analisi dei multipli di settore

Coerentemente con l'impostazione precedente abbiamo preso come riferimento i multipli EV/EBITDA dell'anno corrente (8.2x) e del successivo (7.7x), pesandoli entrambi al 50%, ma, a differenza di quanto fatto in passato, abbiamo preferito fare riferimento alla mediana di settore anziché alla media allo scopo di neutralizzare l'impatto dei valori estremi. La valutazione basata sui multipli di settore conduce ad un **fair Equity Value**, al netto di uno sconto liquidità del 20%, pari a **Eu4.1 per azione** (che si confronta con il precedente valore di Eu4.4 per azione).

Maps Group – Comparable Companies Market Capitalization and Share Price Performance

	Price (local FX)	Mkt Cap. (Eu mn)	Share Price Performance			
			1M	3M	6M	12M
Tinexta	9.43	445	21.3%	18.4%	-22.2%	-50.4%
TXT e-solutions	33.15	431	-14.6%	-5.4%	20.3%	47.7%
Brockhaus Technologies	17.05	187	-28.1%	-26.5%	-34.4%	-21.8%
Admicom	53.70	269	-0.9%	13.9%	7.2%	32.6%
F-Secure	1.78	311	7.7%	-1.3%	-14.4%	-5.1%
Qt Group	76.85	1,957	-7.9%	13.4%	-16.4%	0.5%
74Software	31.30	931	7.2%	15.9%	32.6%	34.2%
Equasens	36.10	548	-2.7%	-18.4%	-30.7%	-29.6%
Average		635	-2.2%	1.2%	-7.3%	1.0%
Median		438	-1.8%	6.1%	-15.4%	-2.3%
Maps Group	3.35	44	9.5%	5.3%	34.0%	16.7%

Source: FactSet

Maps Group – Comparable Companies Trading Multiples (x)

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Tinexta	9.0	7.4	6.8	5.9	4.5	4.7	9.0	6.8	7.1
TXT e-solutions	14.2	12.1	10.5	9.9	8.5	7.7	13.0	11.0	10.0
Brockhaus Technologies	10.4	7.8		5.1	3.9		6.1	4.5	
Admicom	27.1	21.3	17.8	19.5	14.7	12.2	22.9	17.1	14.7
F-Secure	11.1	10.0	8.3	8.9	7.9	7.5	11.4	9.8	9.1
Qt Group	29.2	23.9	19.4	20.6	16.1	12.9	23.5	18.0	14.1
74Software	18.7	15.4	12.5	10.2	8.6	7.7	12.9	10.6	9.3
Equasens	14.2	12.1	10.3	9.1	7.5	6.3	12.4	10.0	8.1
Average	16.7	13.8	12.2	11.1	9.0	8.4	13.9	11.0	10.3
Median	14.2	12.1	10.5	9.5	8.2	7.7	12.6	10.3	9.3
Maps Group	20.6	13.8	9.3	6.9	6.1	4.5	13.9	11.1	7.0

Source: FactSet

Maps Group – Trading Multiples Valuation Summary

Trading Multiples Valuation Map	Multiple (x)	EV	Mkt Cap. (Eu mn)	Number of shares (mn)	Value per share (Eu)	Weight	
2025 median EV/EBITDA	8.2	65.4	60.5	13.1	4.6	50%	
2026 median EV/EBITDA	7.7	48.2	76.8	13.1	5.9	50%	
							Value per share (Eu) 5.2
							20% liquidity discount (1.0)
							Fair value per share (Eu) 4.1

Source: Websim Corporate estimates

Company in Brief

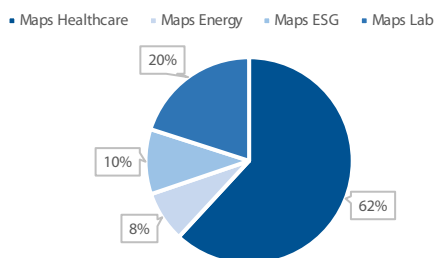
Descrizione della società

Maps, azienda nata nel 2001, è una PMI Innovativa quotata dal 2019 sul segmento EGM, a capo di un gruppo, Maps Group, con un giro d'affari 2024 di Eu30mn, 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

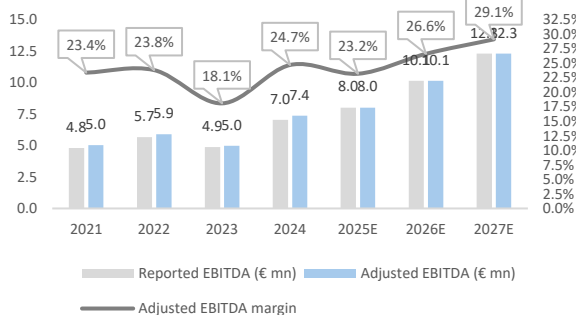
- Posizione di leadership nei mercati di riferimento, caratterizzati da elevati tassi di crescita della domanda
- Forte potenziale di crescita nel settore Energy grazie anche al recente avvio degli incentivi per le Comunità Energetiche Rinnovabili
- Opportunità di M&A in mercati frammentati, con possibilità di espansione anche all'estero per la BU Energy
- Business Model scalabile, grazie all'elevata incidenza sul fatturato dei prodotti proprietari (87% nel 2024)
- Rapporti di lunga durata con la clientela ed elevata incidenza sul fatturato dei canoni ricorrenti (41% nel 2024)

Maps Group – 2024 Turnover Breakdown by Division



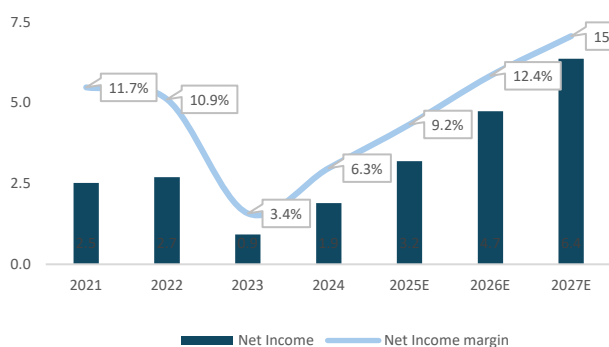
Source: Company Data

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

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

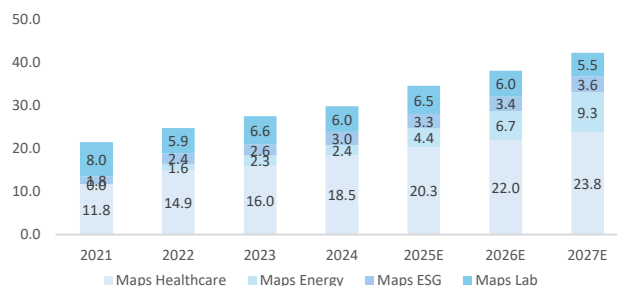
Azionisti

Marco Ciscato	14.7%
Maurizio Pontremoli	12.4%
Eiffel Investment Gr.	9.2%
Domenico Miglietta	8.9%
Paolo Ciscato	6.0%
Gian Luca Cattani	5.6%
Others	3.3%
Maps S.p.A.	1.3%
Market float	38.7%

Rischi/Debolezze

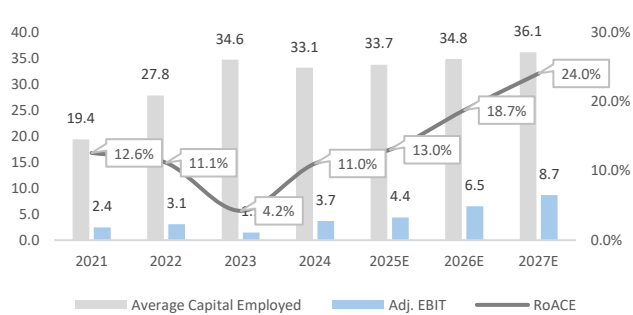
- Potenziali difficoltà nei processi di integrazione delle acquisizioni
- Presenza geografica esclusivamente nazionale
- Possibile ingresso nel mercato italiano di operatori internazionali
- Elevata concentrazione della clientela e fatturato in calo nella BU Maps Lab
- Ridotta capitalizzazione di mercato

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



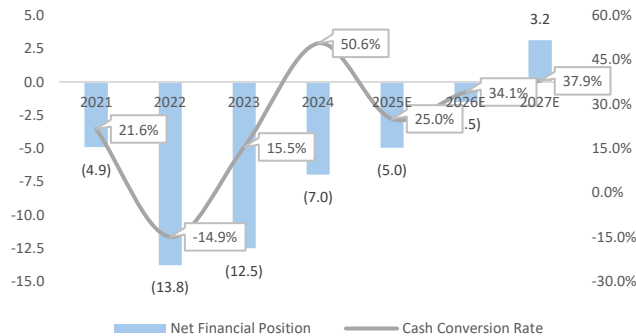
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	MAPS GROUP		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (Eu):	5.30	Previous Target (Eu):	4.90
Current Price (Eu):	3.35	Previous Price (Eu):	2.44
Date of report:	31/03/2025	Date of last report:	27/09/2024

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 NOTICES. 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 web page CUSTOMER AREA.

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 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"). 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 certifies 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 Plural Securities LLC, 950 3rd Ave, Suite 1702, NY 10022, USA.

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 MIBINDEX and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newswell.

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 December 2024 Intermonte's Research Department covered 132 companies.

As of today Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	30.60 %
OUTPERFORM:	43.28 %
NEUTRAL:	26.12 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

As at 31 December 2024 the distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (71 in total) is as follows:

BUY:	50.70 %
OUTPERFORM:	29.58 %
NEUTRAL:	19.72 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

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

Intermonte acts as financial advisor to Banco BPM in the context of the offer promoted by UniCredit

Intermonte acts as ECM advisor to Banca Ifis in the offer promoted by Illimity Bank

Intermonte acted as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkemy S.p.A.

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 S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as the person in charge of carrying out the share buyback plan approved by the shareholders' meeting of ABITARE IN, ANIMA HOLDING, CIVITANAVI SYSTEMS, CYBEROOL, ELEN., ELICA, INTRED, PHARMANUTRA, SERVIZI ITALIA, SESA, TMP GROUP, UNIDATA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. provides or has provided corporate brokerage services to ALLCORE, ALMAWAVE, ANTARES VISION, AQUAFIL, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, CYBEROOL, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ENERGY, ESPRINET, EVISO, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FRANCHI UMBERTO MARMÌ, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, GREENTHESIS, HIGH QUALITY FOOD, IGD "EX RAGGRUPPAMENTO", IKONISYS SA, ISCC FINTECH, ITALIAN EXHIBITION GROUP, LEMON SISTEMI, LUVE, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SG COMPANY, SPINDOX, STAR7, TALEA GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA in the last 12 months

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of specialist on financial instruments issued by ALKEMY, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, CIVITANAVI SYSTEMS, COFLE, CYBEROOL, DIGITOUCH, ELEN., EMAK, ENERGY, GREENTHESIS, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, QF ALPHA IMM, REPLY, SAES GETTERS, SERVIZI ITALIA, SESA, SG COMPANY, SOMEK, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, WIIT with the obligation to disseminate studies

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as Financial Content Provider on the company ALKEMY, ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, CLEANBNB, COFLE, CROWDFUNDME, CUBE LABS, CYBEROOL, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, EDILIZIACROBATICA, ELES, ENERGY, EVISO, FAE TECHNOLOGY, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD "EX RAGGRUPPAMENTO", IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, OSAI AUTOMATION SYSTEM, RACING FORCE, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SGIUKER FRAMES, SG COMPANY, SIMONE, SOLID WORLD GROUP, SPINDOX, TALEA GROUP, TAMBURI, TINEXTA, TMP GROUP, TPS, ULISSE BIOMED, WIIT, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, ZEST GROUP SPA

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of intermediary appointed in the public purchase and/or exchange offer transaction of GROWENS, PIERREL, SAES GETTERS, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as liquidity provider of BANCA SISTEMA, ZEST GROUP SPA

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCO BPM, MAIRE, RETEX SPA, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as market maker on financial instruments with underlying shares issued by A2A, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BOA POP SONDRIO, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINECOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIOBANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte Sim S.p.A. has or had in the last 12 months a marketing contract on instruments issued by BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N, WISDOMTREE IRELAND LIMITED

Intermonte SIM S.p.A. plays or has played in the last 12 months the role of sponsor for UNIDATA S.p.A.

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 2025 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