

MAPS GROUP

Sector: Technology Services

BUY

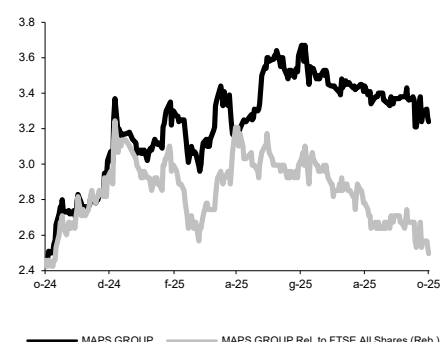
Price: Eu3.24 - Target: Eu5.30

Semestre contrastato, ma trend strutturale intatto

Guglielmo Marco Opipari +39-02-77115.247
marco.opipari@intermonte.it

Stock Rating			
Rating:	Unchanged		
Target Price (Eu):	Unchanged		
	2025E	2026E	2027E
Chg in Adj EPS	-38.5%	-12.0%	4.5%

MAPS GROUP - 12M Performance



Stock Data			
Reuters code:	MAPS.MI		
Bloomberg code:	MAPS IM		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-3.9%	-5.8%	31.7%
Relative	-8.1%	-13.9%	3.0%
12M (H/L)	3.67/2.45		
3M Average Volume (th):	8.20		

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	13
Total no. of shares (mn):	13
Mkt Cap Ord (Eu mn):	43
Total Mkt Cap (Eu mn):	43
Mkt Float - Ord (Eu mn):	14
Mkt Float (in %):	33.3%
Main Shareholder:	
Marco Ciscato	8.5%

Balance Sheet Data	
Book Value (Eu mn):	27
BVPS (Eu):	2.09
P/BV:	1.5
Net Financial Position (Eu mn):	-11
Enterprise Value (Eu mn):	54

I risultati 1H25 hanno mostrato una solida crescita della BU Healthcare (+14% YoY), ma la BU Energy ritarda a decollare (+19% YoY) ed i progetti custom (non core) hanno subito un forte calo (-48% YoY) a seguito del blocco degli investimenti di Vodafone Italia. Il fatturato cresce del 7% YoY ma l'EBITDA margin adj. cala di 280bps YoY. Il consolidamento di Ellysse, acquisita a giugno, rafforzerà la BU Healthcare e la BU Layers, migliorando scalabilità e sinergie. Stime di EBITDA leggermente ridotte per il 2025 (-7%) ed il 2026 (-3%), ma lievemente aumentate per il 2027 (+3%). L'outlook di medio termine resta positivo grazie alla crescente domanda di soluzioni digitali per sanità e transizione energetica. Target price confermato a Eu5.30 (BUY).

■ **Ricavi 1H25 trainati dalla BU Healthcare:** crescita organica dei ricavi del 7% YoY a Eu15.8mn, trainata dalla BU Healthcare (+14% YoY a Eu10.1mn) e dal contributo positivo della BU Energy (+19% YoY a Eu1.3mn), nonostante il calo della BU Lab (-13% YoY a Eu3.0mn), su cui ha pesato la flessione dei progetti custom (-48% YoY a Eu1.1mn) dovuto allo stop degli investimenti di Vodafone Italia dopo l'acquisizione da parte di Fastweb (gennaio 2025). La top line ha inoltre beneficiato dell'avvio delle commesse triennali da Eu2.6mn totali acquisite nel 4Q24 nel settore edilizio con incarico da General Contractor, caratterizzate però da bassa marginalità in quanto una componente rilevante dell'importo è dedicata alla subfornitura di hardware.

■ **Marginalità in lieve flessione:** l'EBITDA adj. è sceso del 6% YoY a Eu3.0mn, con EBITDA margin in calo di 280bps YoY al 18.8%, nonostante i progressi di marginalità della BU Healthcare (28.4%, +310bps YoY), dalla BU Energy (0.6%, +940bps YoY) e dalla BU ESG (17.7%, +650bps YoY). L'impatto negativo è arrivato unicamente dalla BU Lab (non core), che ha registrato un margine negativo del 5.6% rispetto al +25.5% dell'1H24, risentendo sia del negativo andamento dei progetti custom (margine del -27.7%), sia della bassa marginalità delle commesse come General Contractor.

■ **Riorganizzazione completata:** è stato definito un nuovo assetto delle BU (Healthcare, Energy, Layers, Mindlab) per rafforzare il modello basato su prodotti scalabili e mercati verticali. La BU Healthcare comprende tutte le attività rivolte al mercato sanitario, la BU Energy resta invariata, la BU Layers comprende i ricavi da prodotti realizzati in altri settori e la BU Mindlab i ricavi da progetti.

■ **Revisione stime:** EBITDA -7%/-3% nel 2025/2026 e +3% nel 2027. Ellysse, acquisita a giugno, rafforza l'offerta AI e omnicanalità, con impatti positivi sulle BU Healthcare (EBITDA 2025/2026/2027 +9%/+9%/+14%) e Layers (+38%/+96%/+102%). Sull'Energy tagliamo le stime (-69%/-62%/-37%) facendo slittare di un anno la crescita. Mindlab sempre più marginale. L'outlook di medio termine resta positivo grazie ai trend strutturali in sanità digitale e transizione energetica.

■ **Rating e TP confermati:** la valutazione DCF migliora leggermente (Eu7.0 vs Eu6.6) mentre quella sui multipli si riduce (Eu3.7 vs Eu4.1), lasciando invariati il TP a Eu5.3 ed il rating BUY.

Key Figures & Ratios	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	28	30	33	38	43
EBITDA Adj (Eu mn)	5	7	7	10	13
Net Profit Adj (Eu mn)	1	2	2	4	7
EPS New Adj (Eu)	0.075	0.162	0.150	0.318	0.507
EPS Old Adj (Eu)	0.075	0.162	0.243	0.362	0.485
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	10.4	5.9	7.2	5.1	3.5
EV/EBIT Adj	35.6	11.8	15.6	8.6	5.0
P/E Adj	43.1	20.0	21.6	10.2	6.4
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	2.5	0.9	1.5	0.7	0.1

MAPS GROUP – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales	25	28	30	33	38	43
EBITDA	6	5	7	7	10	13
EBIT	3	1	3	3	6	9
Financial Income (charges)	-0	-0	-1	-0	-0	-0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	3	1	3	3	5	9
Taxes	0	-0	-1	-1	-1	-2
Tax rate	-6.6%	5.3%	32.4%	35.4%	22.7%	22.2%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	3	1	2	2	4	7
EBITDA Adj	6	5	7	7	10	13
EBIT Adj	3	1	4	3	6	9
Net Profit Adj	3	1	2	2	4	7
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	0.146	0.318	0.507
EPS Adj f.d	0.217	0.075	0.162	0.150	0.318	0.507
BVPS f.d	1.597	1.690	1.957	2.093	2.414	2.921
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	6	8	10
Change in NWC	-3	-0	-0	-1	-1	-1
Capital Expenditure	-3	-4	-3	-5	-4	-3
Other Cash Items	-0	0	0	-0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-1	1	4	-0	4	6
Acquisitions, Divestments & Other Items	-8	0	0	-3	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	-4	4	6
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	27	28	28	32	32	31
Net Working Capital	13	13	12	14	15	16
Long term Liabilities	-6	-6	-7	-7	-7	-7
Net Capital Employed	35	35	33	38	39	39
Net Cash (Debt)	-14	-13	-7	-11	-7	-1
Group Equity	21	22	26	27	32	38
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	21	22	26	27	32	38
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap	41	39	36	43	43	43
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-14	-13	-7	-11	-7	-1
Enterprise Value	55	52	43	54	50	44
Ratios (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	23.8%	18.1%	24.7%	22.6%	26.2%	29.6%
EBIT Adj Margin	12.5%	5.3%	12.3%	10.5%	15.6%	20.7%
Gearing - Debt/Equity	65.5%	56.0%	27.0%	39.8%	22.6%	2.7%
Interest Cover on EBIT	8.2	3.5	6.4	7.7	12.1	25.2
Net Debt/EBITDA Adj	2.3	2.5	0.9	1.5	0.7	0.1
ROACE*	10.4%	4.0%	10.0%	9.3%	14.8%	21.6%
ROE*	16.2%	4.6%	9.0%	7.5%	14.4%	19.8%
EV/CE	2.0	1.5	1.3	1.5	1.3	1.1
EV/Sales	2.2	1.9	1.4	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA Adj	9.3	10.4	5.9	7.2	5.1	3.5
EV/EBIT Adj	17.7	35.6	11.8	15.6	8.6	5.0
Free Cash Flow Yield	-2.0%	1.8%	8.6%	-0.1%	8.7%	14.2%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales	15.0%	11.3%	8.3%	10.8%	13.8%	14.0%
EBITDA Adj	17.1%	-15.4%	47.9%	1.4%	32.1%	28.4%
EBIT Adj	27.2%	-52.8%	150.1%	-5.3%	69.2%	51.3%
Net Profit Adj	6.5%	-65.2%	115.0%	-8.1%	112.1%	59.4%
EPS Adj	4.3%	-65.3%	116.0%	-7.7%	112.4%	59.4%
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Intermonte SIM estimates

Risultati 1H25

Mercoledì 24 settembre, in serata, Maps Group ha comunicato i **risultati 1H25**, che hanno mostrato un **ottimo andamento del settore Healthcare**, dove si confermano solidità e marginalità, controbilanciato però da una **forte riduzione della componente progettuale**. La BU Energy mostra segnali incoraggianti (aggiudicazione recente, pipeline crescente), seppur con partenza più lenta delle attese.

È stata inoltre effettuata una riorganizzazione interna per massimizzare la coerenza col modello basato su prodotti scalabili, dando priorità al mercato di sbocco. Le nuove BU sono:

- **Maps Healthcare**, che racchiude tutte le attività relative al mercato sanitario, parte delle quali erano precedentemente incluse nella BU Maps ESG;
- **Maps Energy**, che rimane invariata, includendo le soluzioni core per il settore energetico;
- **Maps Layers**, che include i ricavi da prodotti non inclusi nelle prime due BU per attività trasversali a molteplici settori quali Pubblica Amministrazione, Servizi, Telecomunicazioni, ecc.;
- **Mindlab**, che include unicamente i ricavi da progetti per attività orientate all'Open Innovation, elaborando soluzioni ad hoc per i clienti.

- **Ricavi totali Eu15.8mn (+7% YoY totalmente organico)**, di cui ricavi da prodotti Eu14.0mn (+13% YoY), al 93% dei ricavi caratteristici (86% nell'1H24), ricavi da progetti Eu1.1mn (-48% YoY), per effetto del blocco degli investimenti di Vodafone Italia a seguito della cessione a Fastweb avvenuta a inizio 2025. I ricavi da canoni ricorrenti sono diminuiti dell'11% YoY, con incidenza scesa al 36% dal 42% dell'1H24. A livello di singole BU: Maps Healthcare Eu10.1mn (+14% YoY), Maps Energy Eu1.3mn (+19% YoY), Maps ESG Eu1.5mn (+4% YoY), MapsLab Eu3.0mn (-13% YoY). A livello di nuove BU: Maps Healthcare Eu10.6mn, Maps Layers Eu2.9, Mindlab Eu1.1mn.
- **Margine di Contribuzione Eu6.5mn (-14% YoY), pari al 43.1% dei ricavi caratteristici (-880bps YoY)**, avendo risentito dell'assunzione del ruolo di General Contractor in commesse straordinarie, con conseguenti maggiori costi di subfornitura.
- **EBITDA adj. Eu3.0mn (-6% YoY), con margine al 18.8% (-280bps YoY)**. A livello di singole BU: Maps Healthcare Eu2.9mn (+28% YoY), con margine al 28.4% (+310bps YoY); Maps Energy Eu0.0mn (Eu-0.1mn nell'1H24), con margine allo 0.6% (+940bps YoY), Maps ESG Eu0.3mn (+64% YoY), con margine al 17.7% (+650bps YoY), MapsLab Eu-0.2mn (-119% YoY), con margine al -5.6% (-3,110bps YoY). A livello di nuove BU: Maps Healthcare Eu3.0mn, con margine al 28.2%; Maps Layers Eu0.3mn, con margine al 9.7%, Mindlab Eu-0.3mn, con margine al -27.7%.
- **EBIT Eu1.2mn (-5% YoY), con margine al 7.7% (-110bps YoY)**, con Eu1.7mn di ammortamenti (stabili YoY) e Eu0.1mn di oneri non ricorrenti (-68% YoY).
- **Utile netto Eu0.56mn (-3% YoY)**, con Eu0.3mn di oneri finanziari netti (stabili) e Eu0.3mn di imposte (tax rate al 38% dal 41% dell'1H24).
- **Indebitamento finanziario netto Eu11.0mn, in crescita di Eu4.0mn da fine 2024** per effetto dell'acquisizione di Ellyse (Eu3.5mn di impatto), con assorbimento di Eu0.8mn da parte del CCN e di Eu2.6mn per le capex. Patrimonio netto Eu26.3mn, in crescita di Eu0.6mn da fine 2024, con rapporto Debt/Equity al 42% (27% a fine 2024).
- **L'outlook si conferma positivo**, nonostante un contesto macro ancora incerto, in quanto nel settore sanitario la digitalizzazione dei servizi resta una priorità ed il settore energetico sta attraversando un periodo di evoluzione guidato dalle esigenze di transizione ecologica e dallo sviluppo di nuovi attori del mercato, come le Comunità Energetiche Rinnovabili. Inoltre, il PNRR continua a costituire un driver significativo nel settore della Digital Transformation. Il focus strategico continuerà ad essere su prodotti software scalabili e ricavi ricorrenti, con espansione per linee esterne tramite M&A e partnership.

Maps Group – 1H25 Results

(Eu mn)	1H24A	1H25A	YoY
Sales	14.7	15.8	7.3%
o/w Healthcare	8.8	10.1	14.3%
o/w Energy	1.1	1.3	18.8%
o/w ESG	1.4	1.5	3.5%
o/w LAB	3.4	3.0	-13.1%
Adj. EBITDA	3.2	3.0	-6.2%
% of sales	21.6%	18.8%	
o/w Healthcare	2.2	2.9	28.4%
% of sales	25.3%	28.4%	
o/w Energy	-0.1	0.0	n.m.
% of sales	-8.8%	0.6%	
o/w ESG	0.2	0.3	63.9%
% of sales	11.2%	17.7%	
o/w LAB	0.9	-0.2	-119.0%
% of sales	25.5%	-5.6%	
Non-recurring costs	-0.2	-0.1	
D&A and Provisions	-1.7	-1.7	
EBIT	1.3	1.2	-5.3%
% of sales	8.8%	7.7%	
Net Financial Charges	-0.3	-0.3	
Associates	0.0	0.0	
Pretax Profit	1.0	0.9	-8.1%
Taxes	-0.4	-0.3	
tax rate	41%	38%	
Consolidated Net Profit	0.6	0.6	-2.6%
% of sales	3.9%	3.6%	
Minorities	0.0	0.0	
Net Profit	0.6	0.6	-2.6%
% of sales	3.9%	3.6%	
Net Financial Position	-7.9	-11.0	
Net Working Capital	11.4	12.7	
Capex	1.5	2.6	

Source: Company actual data, Websim Corporate estimates

Revisione stime

In considerazione dei cambiamenti avvenuti nella struttura organizzativa del Gruppo, per rendere leggibile il confronto con le nuove stime, le nostre **precedenti stime** sono state **riclassificate sulla base delle nuove BU**.

La revisione delle stime tiene conto del recente **consolidamento della neoacquisita Ellysse S.r.l.**, società con sede a Reggio Emilia specializzata in soluzioni di assistenza virtuale e omnicanalità basate su IA, commercializzate con il marchio proprietario “Contatta”. Il closing dell’acquisizione del 51% delle quote è avvenuto il 16 giugno scorso per un corrispettivo di Eu1.66mn; tuttavia, l’impatto dell’operazione sulla PFN di Maps Group è stato pari a Eu3.48mn, in quanto ha incluso l’effetto delle opzioni put e call che porteranno al controllo totalitario della società entro il 2027. Nella semestrale di Maps Group, Ellysse risultava già consolidata, tuttavia l’impatto economico ha riguardato solo la seconda metà di giugno, per cui i pieni effetti del consolidamento si renderanno evidenti a partire dal 2H25. Ellysse è una società da circa Eu2.0mn di fatturato con un EBITDA margin adj. di circa il 29% (dati 2024), il cui consolidamento impatterà sulla BU Layers e sulla BU Healthcare (con quest’ultima potranno essere conseguite importanti sinergie commerciali). Dunque, **l’integrazione di Ellysse all’interno del Gruppo giustifica le revisioni al rialzo delle stime da noi effettuate nel 2025/2026/2027 per la BU Healthcare** (ricavi +3%/+6%/+7%, EBITDA +9%/+9%/+14%) **e per la BU Layers** (ricavi +11%/+11%/+28%, EBITDA +38%/+96%/+102%).

La **BU Energy** nell’1H25 ha realizzato **una crescita dei ricavi del 19%**, che risulta **inferiore rispetto alle nostre stime**, che vedevano per l’anno in corso un incremento nell’ordine del 90%. La BU Energy continua a presentare prospettive di sviluppo molto interessanti, che tuttavia non si sono ancora concretizzate in misura significativa. Le Comunità Energetiche Rinnovabili (CER), che rappresentano uno dei driver di crescita della BU, sono ancora solo poche centinaia in Italia, vale a dire una piccola fetta rispetto al potenziale e agli obiettivi nazionali (oltre 15,000 nei primi anni). Maps Group detiene una posizione di leadership nel segmento CER grazie allo sviluppo della piattaforma tecnologica integrata **Digital Energy Community**, che permette di 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. I partner di Maps Energy nel segmento delle CER includono alcune primarie multiutility quali Edison, A2A, Iren, Acea Energia, Dolomiti Energia, Duferco Energia, Estra. Altro punto di forza di Maps Energy è la piattaforma proprietaria **Digital Energy Manager**, che fornisce soluzioni digitali per l’efficienza energetica e la gestione intelligente degli impianti per ridurre i consumi e accedere al Piano Transizione 5.0 (Eu6.3bn di dotazione complessiva), che prevede un credito d’imposta fino al 45% delle spese sostenute per le imprese che investono nell’acquisto di beni strumentali per la riduzione dei consumi energetici. A metà settembre Maps Energy si è aggiudicata la gara indetta da SEA S.p.A. per la fornitura quinquennale di un Airport Energy Management System negli scali di Milano Linate e Malpensa (corrispettivo massimo di gara Eu993k), confermando la scalabilità delle sue soluzioni e la sua capacità di servire infrastrutture critiche. Completano l’offerta di Maps Energy: la piattaforma proprietaria **Digital Green Building**, che aiuta a rendere gli edifici più sostenibili e competitivi, monitorando i consumi e le emissioni per migliorare il punteggio ESG e ridurre i rischi legati al cambiamento climatico e alla perdita di valore; la piattaforma proprietaria **Digital Energy Predman**, per la manutenzione predittiva degli impianti di produzione di energia rinnovabile e delle reti di distribuzione. Riteniamo dunque che Maps Energy abbia un portafoglio prodotti competitivo che gli consentirà di cogliere le opportunità di crescita attese nei prossimi anni nel settore energetico (controllo, ottimizzazione e decentralizzazione). **Il ritardo con cui si sta sviluppando il settore rispetto alle aspettative ci induce a spostare in avanti di circa un anno le nostre stime per la BU Maps Energy**, con conseguente significativa revisione al ribasso delle stesse nel triennio 2025/2026/2027 (ricavi -31%/-34%/-28%, EBITDA -69%/-62%/-37%).

La **BU Mindlab** ha risentito nell’1H25 del **blocco degli investimenti da parte di Vodafone Italia** a seguito dell’acquisizione della stessa da parte di Fastweb a inizio 2025. Riteniamo che **l’attività della BU Mindlab sarà fortemente impattata anche nel 2H25**, per cui **sul 2025 tagliamo le nostre stime del 43% per i ricavi** (Eu1.9mn vs Eu3.3mn) **con EBITDA atteso in rosso** (Eu-0.4mn vs Eu0.3mn). Nel 2026 ci attendiamo un parziale recupero dei ricavi rispetto al 2025, ma rivediamo comunque al ribasso la stima di top line della BU dell’8% a Eu2.5mn vs Eu2.7mn, mentre per il 2027 confermiamo la precedente stima di Eu2.5mn. Per quanto riguarda la **marginalità 2026/2027, tagliamo su entrambi gli anni l’EBITDA margin sotto il 7% dal precedente 12% circa**.

Nella tabella seguente sono mostrate nel dettaglio le variazioni delle nostre stime, che a livello di Gruppo vedono i ricavi su livelli lievemente più bassi nel biennio 2025/2026 (-4%/-1%) ma leggermente migliori nel 2027 (+1%), con EBITDA margin abbassato di 60bps nel 2025 e di 40bps nel 2026, ma alzato di 50bps nel 2027. Il peggioramento della PFN di Eu5.8mn nel 2025 (Eu-10.9mn vs Eu-5.1mn) è dovuto

principalmente all'acquisizione di Ellyse (Eu3.5mn), a maggiori capex (Eu4.5mn vs Eu3.2mn), al minore EBITDA (Eu7.5mn vs Eu8.0mn) ed al buy-back (Eu0.3mn).

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	33.0	37.6	42.9	34.6	38.1	42.2	-4.4%	-1.3%	1.5%
% YoY growth	10.8%	13.8%	14.0%	15.9%	10.2%	10.9%			
o/w Healthcare	22.0	24.5	26.7	21.3	23.1	25.0	3.2%	5.9%	6.8%
o/w Energy	3.0	4.4	6.7	4.4	6.7	9.3	-31.3%	-34.3%	-28.0%
o/w Layers	6.1	6.2	6.9	5.5	5.6	5.4	11.1%	11.4%	27.7%
o/w Mindlab	1.9	2.5	2.5	3.3	2.7	2.5	-42.8%	-7.7%	0.5%
Adj. EBITDA	7.5	9.9	12.7	8.0	10.1	12.3	-6.8%	-2.7%	3.1%
% of sales	22.6%	26.2%	29.6%	23.2%	26.6%	29.1%			
% YoY growth	1.4%	32.1%	28.4%	8.8%	26.5%	21.2%			
o/w Healthcare	6.2	7.3	8.5	5.7	6.7	7.4	9.0%	8.8%	14.5%
% of sales	28.2%	29.9%	31.7%	26.7%	29.1%	29.6%			
o/w Energy	0.3	0.9	2.4	1.1	2.3	3.8	-69.1%	-61.5%	-37.4%
% of sales	10.9%	20.2%	35.2%	24.2%	34.5%	40.6%			
o/w Layers	1.3	1.5	1.7	0.9	0.8	0.8	37.5%	95.8%	102.1%
% of sales	21.3%	23.9%	24.1%	17.2%	13.6%	15.2%			
o/w	-0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	-230.3%	-48.5%	-43.2%
% of sales	-20.0%	6.8%	6.5%	8.8%	12.2%	11.5%			
Non-recurring costs	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
D&A and Provisions	-4.0	-4.0	-3.8	-3.6	-3.6	-3.6	10.4%	10.4%	4.9%
EBIT	3.4	5.9	8.9	4.4	6.5	8.7	-22.6%	-9.9%	2.4%
% of sales	10.3%	15.6%	20.7%	12.7%	17.1%	20.5%			
% YoY growth	2.1%	72.6%	51.3%	31.9%	48.4%	33.1%			
Net Financial Charges	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2			
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Pretax Profit	3.0	5.4	8.5	4.0	6.2	8.5	-26.6%	-12.9%	0.3%
Taxes	-1.0	-1.2	-1.9	-0.8	-1.4	-2.1			
tax rate	35%	23%	22%	21%	23%	25%			
Consolidated Net Profit	1.9	4.2	6.6	3.2	4.7	6.4	-40.1%	-12.3%	4.2%
% of sales	5.8%	11.1%	15.5%	9.2%	12.4%	15.1%			
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Net Profit	1.9	4.2	6.6	3.2	4.7	6.4	-40.1%	-12.3%	4.2%
% of sales	5.8%	11.1%	15.5%	9.2%	12.4%	15.1%			
Net Financial Position	-10.9	-7.1	-1.0	-5.1	-1.6	3.1			
Net Working Capital	13.7	14.6	15.9	13.9	15.5	17.2			
Capex	4.5	3.5	3.0	3.2	3.2	3.6	41.2%	9.7%	-15.8%

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

A seguito della revisione delle stime e con multipli di settore lievemente saliti (EV/EBITDA 2025/2026 8.3x/7.8x dai precedenti 8.2x/7.7x) **confermiamo il nostro target price su Maps Group a Eu5.3**. La nostra valutazione tiene conto di uno sconto liquidità del 20% ed è basata per il 50% sul DCF (Eu7.0 dal precedente Eu6.6) e per il 50% sui multipli di settore (Eu3.7 dal precedente Eu4.1).

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	114.9	(23.0)	91.9	13.1	7.0	50%
B) Peer Multiple Comparison	60.5	(12.1)	48.4	13.1	3.7	50%
Weighted average value	87.7	(17.5)	70.2		5.3	100%

Source: Websim Corporate estimates

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del Discounted Cash Flow Model abbiamo utilizzato le nostre stime esplicitate 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		33.0	37.6	42.9	45.9	48.1	50.1
<i>YoY growth</i>		10.8%	13.8%	14.0%	7.0%	5.0%	4.0%
EBITDA		7.4	9.9	12.7	13.8	14.7	15.2
<i>EBITDA margin</i>		22.4%	26.2%	29.6%	30.2%	30.5%	30.5%
D&A		(4.0)	(4.0)	(3.8)	(3.5)	(3.4)	(3.4)
EBIT		3.4	5.9	8.9	10.3	11.3	11.8
<i>EBIT margin</i>		10.3%	15.6%	20.7%	22.5%	23.4%	23.7%
Taxes		(1.2)	(1.3)	(2.0)	(2.3)	(2.5)	(2.6)
<i>tax rate</i>		35.4%	22.7%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
NOPAT		2.2	4.5	6.9	8.0	8.8	9.2
D&A		4.0	4.0	3.8	3.5	3.4	3.4
Δ NWC		(1.5)	(0.8)	(1.3)	(1.1)	(0.8)	(0.7)
Capex		(4.5)	(3.5)	(3.0)	(3.2)	(3.9)	(4.6)
<i>% Capex on net turnover</i>		13.6%	9.4%	7.0%	7.0%	8.0%	9.1%
Free Cash Flow		0.2	4.1	6.4	7.2	7.5	7.3
<i>Discounting factor</i>		1.00	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66
Discounted Free Cash Flow		0.2	3.8	5.4	5.6	5.4	4.9

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 Eu125mn, di cui l'84% riconducibile al valore terminale della Società, e in un **fair Equity Value** al netto di uno sconto liquidità del 20% pari a Eu92mn, equivalente a **Eu7.0 per azione** (che si confronta con il precedente valore di Eu6.6 per azione).

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

A) 2025-29 Discounted Free Cash Flows	20.4	16%
Terminal Value	158.6	
Discounting factor	0.66	
B) Discounted Terminal Value	104.8	84%
C) = (A+B) Enterprise Value	125.3	100%
NFP @ 31.12.2024	(7.0)	
Ellyse acquisition	(3.5)	
Equity Value	114.9	
20% liquidity discount	(23.0)	
Fai Equity Value	91.9	
Number of shares (mn)	13.1	
Fair Value per share (Eu)	7.0	

Source: Websim Corporate estimates

Analisi dei multipli di settore

Coerentemente con l'impostazione precedente abbiamo preso come riferimento i multipli EV/EBITDA mediani dell'anno corrente (8.3x da 8.2x) e del successivo (7.8x da 7.7x), pesandoli entrambi al 50%. La valutazione basata sui multipli di settore conduce ad un **fair Equity Value**, al netto di uno sconto liquidità del 20%, pari a **Eu3.7 per azione** che si confronta con il precedente valore di Eu4.1 per azione. Il calo della valutazione basata sui multipli è dovuto alla riduzione delle stime di EBITDA 2025 e 2026 ed al maggiore indebitamento netto atteso nel biennio.

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	14.77	697	1.0%	20.8%	85.4%	27.1%
TXT e-solutions	36.20	471	19.1%	2.7%	22.1%	31.9%
Brockhaus Technologies	12.90	141	29.0%	-11.0%	-15.7%	-53.3%
Admicom	45.70	229	2.7%	-13.4%	-4.8%	-10.4%
F-Secure	1.65	289	-4.5%	-12.9%	-2.0%	-22.9%
Qt Group	48.12	1,226	4.0%	-21.9%	-30.5%	-45.1%
74Software	37.40	1,113	-4.1%	-4.3%	23.4%	52.0%
Equasens	40.90	621	-8.3%	-17.4%	19.2%	-22.2%
Average		598	4.9%	-7.2%	12.1%	-5.4%
Median		546	1.8%	-12.0%	8.6%	-16.3%
Maps Group	3.24	43	-3.9%	-5.8%	3.2%	31.7%

Source: FactSet

Maps Group – Comparable Companies Trading Multiples (x)

	P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Tinexta	12.1	11.0	6.8	6.4	10.3	9.4
TXT e-solutions	14.1	12.4	8.8	8.0	12.3	11.0
Brockhaus Technologies	16.6	8.0	6.2	6.2	10.1	9.3
Admicom	23.1	18.3	14.2	11.4	20.7	15.2
F-Secure	10.4	9.1	7.9	7.6	10.6	10.0
Qt Group	19.9	16.0	12.7	10.1	14.5	11.2
74Software	13.3	11.3	9.1	8.3	10.9	9.8
Equasens	12.8	11.1	7.5	6.7	9.7	8.5
Average	15.3	12.1	9.1	8.1	12.4	10.6
Median	13.7	11.2	8.3	7.8	10.7	9.9
Maps Group	21.6	10.2	7.1	5.0	15.4	8.4

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	8.3	62.2	51.4	13.1	3.9	50%	
2026 median EV/EBITDA	7.8	76.9	69.8	13.1	5.3	50%	
							Value per share (Eu)
							4.6
							20% liquidity discount
							(0.9)
							Fair value per share (Eu)
							3.7

Source: Websim Corporate estimates

Company in Brief

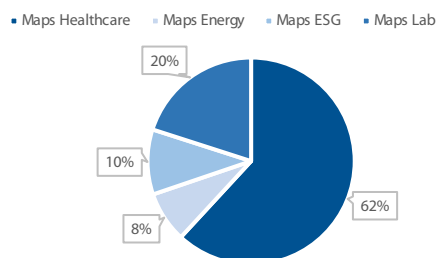
Descrizione della società

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 dedicate al settore sanitario (Maps Healthcare) ed alla transizione energetica (Maps Energy) e con un portafoglio di prodotti cross-mercati (Maps Layers). Realizza anche progetti ad hoc (Mindlab).

Punti di forza/Opportunità

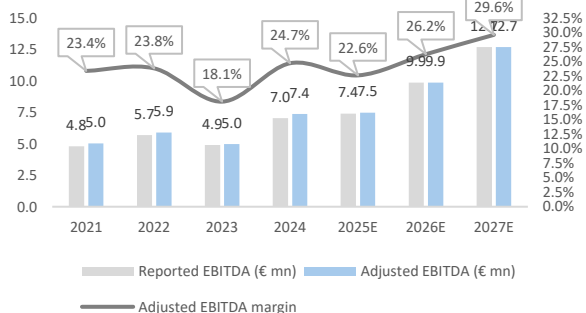
- Posizione di leadership nei mercati di riferimento, caratterizzati da elevati tassi di crescita della domanda
- Forte potenziale di crescita nel settore Energy grazie anche al recente avvio degli incentivi per le Comunità Energetiche Rinnovabili
- Opportunità di M&A in mercati frammentati, con possibilità 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



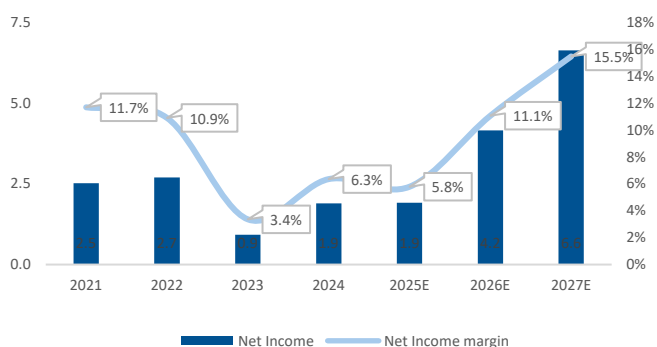
Source: Company Data

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

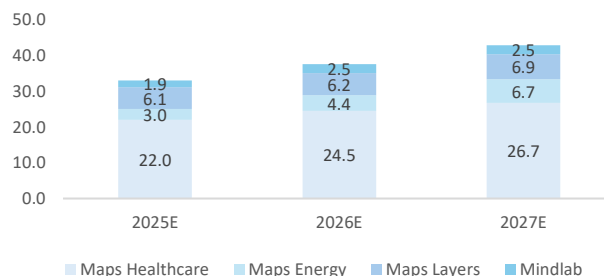
Azionisti

Maurizio Pontremoli	12.4%
Eiffel Investment Gr.	10.2%
Domenico Miglietta	8.9%
Marco Ciscato	8.5%
Paolo Ciscato	5.8%
MC7 S.r.l.	5.7%
Others	15.1%
Market float	33.3%

Rischi/Debolezze

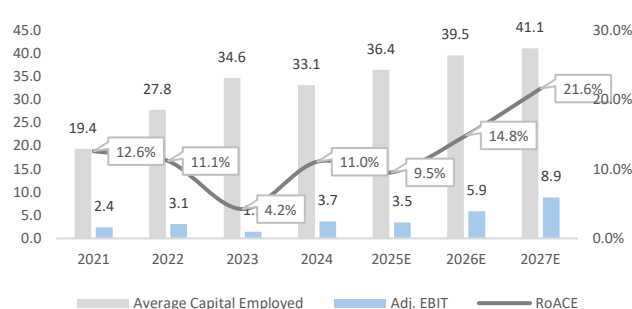
- Potenziali difficoltà nei processi di integrazione delle acquisizioni
- Presenza geografica esclusivamente nazionale
- Possibile ingresso nel mercato italiano di operatori internazionali
- Elevata concentrazione della clientela e fatturato in calo nella BU Mindlab
- Ridotta capitalizzazione di mercato

Maps Group - 2025-2027E Net Turnover Breakdown by Division (Eu mn)



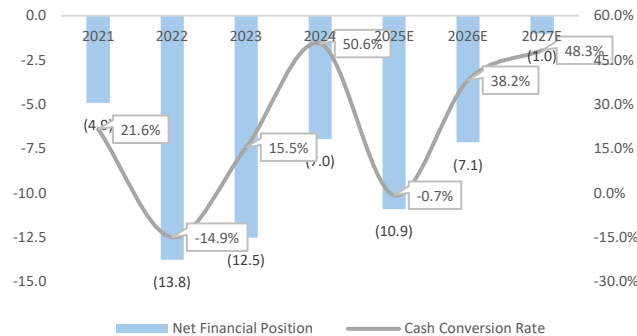
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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):	5.30
Current Price (Eu):	3.24	Previous Price (Eu):	3.35
Date of report:	09/10/2025	Date of last report:	31/03/2025

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 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 Plural Securities LLC, 950 3rd Avenue, 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 between 5.5% - 6.0% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the FTSEMIB40 Index, most of those on the MIDEX 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 9 October 2025 Intermonte's Research Department covered 132 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	30.30%
OUTPERFORM:	39.39%
NEUTRAL:	30.31%
UNDERPERFORM:	00.00%
SELL:	00.00%

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (76 in total) is as follows:

BUY:	50.00%
OUTPERFORM:	31.58%
NEUTRAL:	18.42%
UNDERPERFORM:	00.00%
SELL:	00.00%

CONFLICT OF INTEREST

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

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, AZIMUT, ELEN., ELICA, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SESA, STAR7, TMP GROUP, UNIDATA, VALSOIA, 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, CYBEROO, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EVISIO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FNM, FRANCHI UMBERTO MARM, G.M. LEATHER, GPI, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVE, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TALEA GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA in the last 12 months

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as Financial Content Provider on the company ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, COFLE, CROWDFUNDME, CUBE LABS, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, EDILIZIACROBATICA, ELES, ENERGY, EVISIO, EXECUS, FIERA MILANO, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, OSAI AUTOMATION SYSTEM, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SCLUKER FRAMES, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TALEA GROUP, TAMBURI, TINEXTA, TMP GROUP, TPS, ULISSE BIOMED, 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 MARE ENGINEERING GROUP, 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 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 acting as financial advisor to Banca CF+ in the context of the public tender offer promoted on Banca Sistema. Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for AQUAFIL, BANCA GENERALI, BANCA IFIS, BANCO BPM, MARE ENGINEERING GROUP, 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 AZA, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA GENERALI, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BCA POP SONDRIO, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINCOBANK, 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, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, 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. performs or has performed in the last 12 months the role of specialist on financial instruments issued by ABITARE IN, ALKEMY, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, CYBEROO, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, ELEN., EMAK, ENERGY, GREEN OLEO, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, QF ALPHA IMM, REPLY, SERVIZI ITALIA, SESA, SG COMPANY, SOMEK, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA, WIIT with the obligation to disseminate studies

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

© 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 <https://www.intermonte.it/it/avvertenze-legali/mifid-ii.html>

Further information is available.