

MAPS GROUP

Sector: *Industrials*

BUY (unchanged)

Target: €3.50 (from €4.20)

Cresce la qualità dei ricavi, rallentano le aspettative sull'Energy

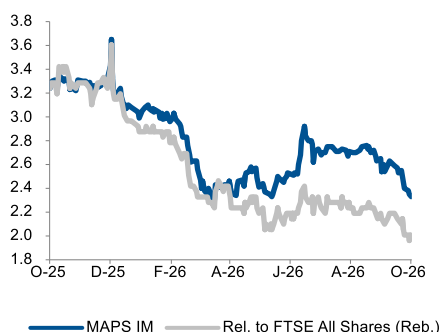
ANALYST(s)

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

Change (%)	2026E	2027E	2028E
Eps Adj.	-48.1%	-17.4%	-23.3%

Key Data	October 01, 2026
Price (€)	2.33
Upside/(Downside)	50.2%
Sector	Industrials
Reuters Code	MAPS.MI
Bloomberg Code	MAPS IM

Performance (%)	1M	3M	12M
Absolute	-8.3%	-14.3%	-28.1%
Relative	-5.3%	-11.9%	-37.8%
12M (H/L)		3.65/2.30	
3M Average Volume (th):		8.79	



Shareholder data

Total no. of Shares (mn):	13.3
Mkt Cap (€ mn):	30.9
Mkt Float (€ mn):	9.8
Mkt Float (in %):	31.8%
Main Shareholder:	
Marco Ciscato	8.5%

Balance Sheet Data

Book Value (€ mn)	26.3
BVPS (€)	2.01
P/BV	1.2
Net Financial Position (€ mn)	-16.4
Enterprise Value (€ mn)	47.3

Maps Group ha chiuso il 1H26 con risultati di buona qualità, caratterizzati da una crescita a doppia cifra dei ricavi al netto delle commesse straordinarie del 2025 e da un forte aumento della componente ricorrente. La marginalità consolidata è rimasta sostanzialmente stabile, pur evidenziando un arretramento nell'Healthcare. Alla luce dei risultati e di uno sviluppo delle comunità energetiche rinnovabili più lento delle attese, abbiamo rivisto al ribasso le stime 2026-28. Le prospettive di medio termine restano tuttavia sostenute dall'Healthcare, dal miglioramento del revenue mix e dal contributo atteso di BI Health. Riduciamo il target price a €3.50 da €4.20, confermando il BUY con un upside potenziale di circa il 50%.

- **Qualità dei ricavi in deciso miglioramento:** nel 1H26 Maps Group ha registrato ricavi per €16.0mn (+1% YoY), ma la crescita sale a circa l'11% depurando il confronto dai circa €1.4mn di commesse straordinarie a bassa marginalità presenti nel 1H25. Particolarmente positiva la dinamica dei ricavi da canoni, cresciuti del 33% YoY a €7.2mn e saliti al 48% dei ricavi caratteristici dal 36% del 1H25. I ricavi da prodotti e piattaforme proprietarie rappresentano inoltre il 94% dei ricavi caratteristici. L'EBITDA è aumentato del 3% a €3.1mn, con un margine in lieve miglioramento al 19.2% dal 18.8%. Positiva anche la generazione di cassa operativa, salita a €2.8mn da €1.9mn nel 1H25.
- **Healthcare resta il principale motore, ma la marginalità è sotto osservazione:** secondo la nuova classificazione per mercato, i ricavi Healthcare sono cresciuti del 6% YoY a €11.6mn, rappresentando circa il 73% dei ricavi consolidati, con un EBITDA di €2.6mn. L'EBITDA margin si è tuttavia attestato al 22.5%, in calo non solo rispetto al livello particolarmente elevato del 28.2% registrato nel 1H25, ma anche rispetto al 25.3% del 1H24. Riteniamo che questa dinamica meriti attenzione, pur in un quadro di prospettive favorevoli. La crescita delle soluzioni di Data Driven Governance, il maggiore contributo atteso da Ellyse e, dal 2027, il consolidamento di BI Health dovrebbero sostenere una progressiva accelerazione di ricavi e marginalità dell'area.
- **Rivediamo le stime, soprattutto per aspettative più prudenti sull'Energy:** riduciamo l'Adj. EBITDA 2026-28 del 15%/4%/12% e l'utile netto del 48%/18%/24%. La revisione riflette soprattutto uno sviluppo delle comunità energetiche inferiore alle attese, che ci porta a ridurre significativamente le previsioni sull'Energy. Per contro, il consolidamento di BI Health rafforza le prospettive dell'Healthcare dal 2027. A livello consolidato stimiamo ricavi di €33.2mn/€40.6mn/€44.8mn e Adj. EBITDA di €6.7mn/€9.7mn/€11.2mn nel 2026-28.
- **BUY confermato, target price ridotto a €3.50:** la revisione delle stime e l'aggiornamento della valutazione ci portano a ridurre il TP da €4.20 a €3.50 per azione, media tra DCF (€3.80) e multipli di settore (€3.20), entrambi al netto di uno sconto di liquidità del 20%. Confermiamo tuttavia il BUY, con un upside di circa il 50%. Riteniamo infatti che le attuali quotazioni non riflettano pienamente la crescente qualità del revenue mix e il potenziale di accelerazione di crescita e marginalità atteso nel 2027-28, trainato soprattutto dall'Healthcare.

Key Figures & Ratios	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales (€ mn)	29.8	31.6	33.2	40.6	44.8
EBITDA Adj (€ mn)	7.4	5.6	6.7	9.7	11.2
Net Profit Adj (€ mn)	2.1	0.6	1.1	3.0	4.2
EPS New Adj (€)	0.162	0.047	0.083	0.231	0.320
EPS Old Adj (€)	0.162	0.047	0.159	0.280	0.417
DPS (€)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	5.9	10.1	7.0	4.8	3.9
EV/EBIT Adj	11.8	32.7	17.9	8.6	6.4
P/E Adj	16.8	70.2	28.2	10.1	7.3
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	0.9	2.2	2.4	1.6	1.2

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein, and any of its parts, is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without Company authorization. Please see important disclaimer on the last page of this report

MAPS GROUP - Key Figures

Profit & Loss (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	27.5	29.8	31.6	33.2	40.6	44.8
EBITDA	4.9	7.0	5.6	6.7	9.7	11.2
EBIT	1.4	3.3	1.7	2.6	5.4	7.0
Financial Income (charges)	-0.4	-0.5	-0.7	-1.0	-1.1	-1.0
Associates & Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax Profit	1.0	2.8	1.0	1.7	4.4	6.0
Taxes	-0.1	-0.9	-0.4	-0.6	-1.3	-1.7
Tax rate	5.3%	32.4%	43.8%	36.1%	28.9%	28.6%
Minorities & Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Net Profit	0.9	1.9	0.6	1.1	3.0	4.2
EBITDA Adj	5.0	7.4	5.6	6.7	9.7	11.2
EBIT Adj	1.5	3.7	1.7	2.6	5.4	7.0
Net Profit Adj	1.0	2.1	0.6	1.1	3.0	4.2
Per Share Data (€)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	13.2	13.1	13.1	13.0	13.0	13.0
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	12.4	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
EPS f.d	0.070	0.144	0.044	0.083	0.231	0.320
EPS Adj f.d	0.075	0.162	0.047	0.083	0.231	0.320
BVPS f.d	1.690	1.957	2.007	2.013	2.251	2.571
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 (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Gross Cash Flow	5.5	7.2	5.3	5.2	7.4	8.6
Change in NWC	-0.3	0.0	-2.7	0.6	-2.4	-2.0
Capital Expenditure	-4.4	-3.5	-5.0	-4.3	-4.2	-4.3
Other Cash Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow (FCF)	0.8	3.7	-2.3	1.5	0.8	2.3
Acquisitions, Divestments & Other Items	0.2	0.1	-6.8	-9.9	0.0	0.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity Financing/Buy-back	0.4	1.8	0.0	-0.2	0.0	0.0
Change in Net Financial Position	1.3	5.6	-9.1	-8.7	0.8	2.3
Balance Sheet (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Fixed Assets	28.1	27.8	32.6	37.1	37.0	36.9
Net Working Capital	13.2	12.3	14.3	13.7	16.1	18.0
Long term Liabilities	-6.5	-7.4	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0
Net Capital Employed	34.8	32.7	39.0	42.8	45.1	47.0
Net Cash (Debt)	-12.5	-7.0	-12.7	-16.4	-15.6	-13.3
Group Equity	22.3	25.7	26.3	26.4	29.5	33.7
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3
Net Equity	22.3	25.7	26.3	26.3	29.3	33.4
Enterprise Value (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Average Mkt Cap	39.5	36.3	44.2	30.9	30.9	30.9
Adjustments (Associate & Minorities)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Cash (Debt)	-12.5	-7.0	-12.7	-16.4	-15.6	-13.3
Enterprise Value	52.0	43.2	56.8	47.3	46.5	44.3
Ratios (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA Adj Margin	18.1%	24.7%	17.9%	20.3%	23.9%	25.1%
EBIT Adj Margin	5.3%	12.3%	5.5%	8.0%	13.4%	15.5%
Gearing - Debt/Equity	56.0%	27.0%	48.3%	62.0%	52.8%	39.5%
Interest Cover on EBIT	3.5	6.4	2.6	2.7	5.1	7.0
Net Debt/EBITDA Adj	2.5	0.9	2.2	2.4	1.6	1.2
ROACE*	4.0%	10.0%	4.6%	6.6%	12.3%	15.2%
ROE*	4.6%	9.0%	2.4%	4.2%	11.1%	13.7%
EV/CE	1.5	1.3	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/Sales	1.9	1.4	1.8	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA Adj	10.4	5.9	10.1	7.0	4.8	3.9
EV/EBIT Adj	35.6	11.8	32.7	17.9	8.6	6.4
Free Cash Flow Yield	2.5%	11.9%	-7.5%	4.8%	2.3%	7.0%
Growth Rates (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	11.3%	8.3%	5.9%	5.2%	22.1%	10.5%
EBITDA Adj	-15.4%	47.9%	-23.4%	19.5%	44.1%	15.8%
EBIT Adj	-52.8%	150.1%	-52.5%	52.6%	104.6%	28.4%
Net Profit Adj	-65.2%	115.0%	-70.9%	73.7%	178.4%	38.5%
EPS Adj	-65.3%	116.0%	-70.8%	74.5%	179.4%	38.5%
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Intermonde SIM Estimates

Risultati 1H26

Crescita a doppia cifra al netto delle commesse straordinarie 2025

Maps Group ha chiuso il 1H26 con ricavi consolidati pari a €16.0mn, in crescita dell'1% YoY rispetto a €15.8mn nel 1H25. Il confronto reported risente tuttavia della presenza, nel primo semestre 2025, di circa €1.4mn di ricavi relativi a commesse straordinarie a bassa marginalità svolte in qualità di General Contractor e non ripetute nel 2026. Escludendo tale componente dalla base di confronto, la crescita dei ricavi risulta pari a circa l'11% YoY, fornendo una rappresentazione più significativa dell'effettiva dinamica del business. Il valore della produzione si è attestato a €17.9mn, +3% YoY.

Continua il miglioramento della qualità del revenue mix

L'elemento più positivo del semestre è rappresentato dalla forte crescita della componente ricorrente. I ricavi da canoni sono aumentati del 33% YoY, passando da €5.4mn a €7.2mn, e hanno raggiunto il **48% dei ricavi caratteristici**, rispetto al 36% del 1H25. Parallelamente, i ricavi derivanti da prodotti e piattaforme proprietarie sono stati pari a €14.1mn e hanno rappresentato il 94% dei ricavi caratteristici, rispetto al 93% dell'anno precedente. La crescente incidenza dei canoni rafforza la visibilità sui ricavi futuri e conferma la progressiva evoluzione di Maps verso un modello maggiormente basato su software proprietario e recurring revenues. I ricavi da progetti sono invece diminuiti dell'8% YoY a €1.0mn.

Healthcare si conferma il principale motore del Gruppo, ma con una marginalità in calo

A partire dal 1H26 Maps ha introdotto una nuova rappresentazione dei risultati per aree di mercato, che sostituisce, ai fini dell'informativa esterna, la precedente lettura per Business Unit e consente di riflettere più precisamente la destinazione finale delle soluzioni del Gruppo. Secondo questa nuova classificazione, Healthcare ha generato nel 1H26 ricavi complessivi per €11.6mn (€11.0mn come BU), in aumento del 6% YoY (+4% YoY come BU), rappresentando circa il 73% dei ricavi consolidati (69% come BU). L'area ha realizzato un EBITDA di €2.6mn (€2.2mn come BU), con un **EBITDA margin del 22.5%** (20.3% come BU), confermandosi il principale contributor alla redditività del Gruppo. Tuttavia, la marginalità evidenzia un significativo arretramento rispetto al **28.2% del 1H25**, che rappresentava un livello particolarmente elevato, ma anche rispetto al **25.3% del 1H24**. Il dato suggerisce quindi che la contrazione non sia spiegabile esclusivamente da una normalizzazione rispetto all'elevata base di confronto dello scorso anno e rappresenta, a nostro avviso, un ulteriore effetto del travaso di organico dall'area Progetti all'area Healthcare che era già iniziato nel 2H25.

Nel mercato Healthcare, il management segnala la prosecuzione della crescita delle soluzioni di analisi dei dati e si attende un contributo crescente nel secondo semestre da Ellyse, acquisita nel 2025, anche grazie agli ordinativi raccolti nella prima parte dell'anno. Il posizionamento nella Data Driven Governance sarà inoltre ulteriormente rafforzato dall'acquisizione di BI Health, annunciata a settembre e il cui closing è previsto entro il 30 novembre 2026.

Energy mantiene una crescita sostenuta

Energy ha invece registrato ricavi per €1.5mn, in crescita del 22% YoY, con un EBITDA di €0.16mn e un margine del 10.2%. Nell'Energy, la crescita della componente ricorrente (+21% YoY a €0.33mn) conferma la progressiva adozione dell'offerta software di Maps in un mercato ancora caratterizzato da un'elevata presenza di servizi di consulenza; le prospettive beneficiano inoltre dell'integrazione delle competenze di Energy Audit e dello sviluppo della soluzione Brainwatt - Energy Audit.

Marginalità EBITDA in lieve miglioramento, nonostante una crescita dei ricavi contenuta

L'EBITDA si è attestato a €3.1mn, +3% YoY rispetto a €3.0mn, con un EBITDA margin in miglioramento al 19.2% dal 18.8% del 1H25. Il margine di contribuzione è salito del 4% a €6.7mn, raggiungendo il 44.7% dei ricavi caratteristici. L'EBIT è invece diminuito del 12% a €1.1mn, con un margine del 6.7% rispetto al 7.7% del 1H25, principalmente per l'aumento degli ammortamenti e svalutazioni a €2.0mn da €1.7mn. Il risultato ante imposte è sceso del 24% a €0.69mn, risentendo anche di maggiori oneri finanziari netti, pari a €0.39mn rispetto a €0.31mn nel 1H25. L'utile netto di competenza degli azionisti si è conseguentemente ridotto a €0.37mn da €0.56mn, con una flessione del 33% YoY.

Buona generazione di cassa operativa

Il cash flow operativo ha raggiunto €2.8mn nel semestre, rispetto a €1.9mn nel 1H25, mentre gli investimenti hanno assorbito €2.5mn, di cui €2.1mn relativi a immobilizzazioni immateriali. La PFN a debito al 30 giugno 2026 si è attestata a €13.5mn, rispetto a €12.7mn a fine 2025. Tuttavia, al netto degli effetti finanziari connessi all'acquisizione di Energy Audit, l'indebitamento sarebbe risultato pari a €12.4mn, evidenziando un miglioramento di circa €0.3mn rispetto a dicembre 2025. L'incremento reported della PFN è quindi interamente riconducibile all'operazione di M&A.

Risultati di buona qualità, ma le stime FY26 devono essere riviste al ribasso

Nel complesso, giudichiamo positivamente la forte crescita dei ricavi ricorrenti e il progressivo miglioramento del revenue mix, che rafforzano la qualità e la prevedibilità del business. I risultati del semestre sono tuttavia inferiori alle nostre precedenti attese in termini di crescita e marginalità. Le nostre stime FY26 pre-risultati, pari a €35.5mn di ricavi (+12.2% YoY) e €7.9mn di EBITDA con un margine del 22.3%, implicherebbero infatti nel solo 2H26 circa €19.5mn di ricavi, in crescita del 23% YoY, ed EBITDA per €4.8mn, corrispondente a un margine del **24.8%**, nettamente superiore al 19.2% registrato nel primo semestre.

Pur tenendo conto della stagionalità storicamente favorevole della seconda parte dell'anno indicata dal management e del maggiore contributo atteso da Ellysse, il raggiungimento delle precedenti stime FY26 richiederebbe quindi un'accelerazione significativa, soprattutto sul fronte della marginalità. **Riteniamo pertanto opportuno rivedere al ribasso le nostre stime FY26**, mantenendo tuttavia una view positiva sulle prospettive di medio termine, sostenute dalla crescita delle aree strategiche Healthcare ed Energy, dall'aumento della componente ricorrente e dal contributo delle recenti acquisizioni.

Maps Group – 1H26 results (reclassification by Business Unit)

(€ mn)	1H25A	1H26A	YoY	2H25A	2H26E Old	YoY	2025A	2026E Old	YoY
Sales	15.8	16.0	1%	15.8	19.5	23%	31.6	35.5	12%
o/w Healthcare	10.6	11.0	4%	11.2	13.4	20%	21.8	24.4	12%
o/w Energy	1.3	1.5	22%	1.4	2.5	73%	2.7	4.0	49%
o/w Layers	2.9	2.5	-13%	2.5	3.0	19%	5.4	5.5	2%
o/w Mindlab	1.1	1.0	-8%	0.7	0.6	-13%	1.7	1.6	-10%
Adj. EBITDA	3.0	3.1	3%	2.7	4.8	81%	5.6	7.9	40%
% of sales	18.8%	19.2%		16.9%	24.8%		17.9%	22.3%	
o/w Healthcare	3.0	2.2	-25%	2.6	3.9	51%	5.6	6.2	10%
% of sales	28.2%	20.3%		23.2%	29.3%		25.6%	25.3%	
o/w Energy	0.0	0.2	nm	0.0	0.3	nm	0.0	0.5	nm
% of sales	0.7%	10.2%		1.9%	12.6%		1.3%	11.7%	
o/w Layers	0.3	0.5	87%	0.4	0.7	56%	0.7	1.2	68%
% of sales	9.7%	20.8%		17.4%	22.7%		13.3%	21.8%	
o/w Mindlab	-0.3	0.2	nm	-0.4	-0.1	nm	-0.7	0.1	nm
% of sales	-27.7%	16.1%		-59.4%	-14.7%		-40.1%	4.5%	
Non-recurring costs	-0.1	0.0		0.0	0.0		-0.1	0.0	
D&A and Provisions	-1.7	-2.0		-2.2	-2.1		-3.9	-4.1	
EBIT	1.2	1.1	-12%	0.4	2.7	511%	1.7	3.8	128%
% of sales	7.7%	6.7%		2.8%	14.0%		5.3%	10.7%	
Net Financial Charges	-0.3	-0.4		-0.3	-0.5		-0.7	-0.9	
Associates	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Pretax Profit	0.9	0.7	-24%	0.1	2.3	nm	1.0	2.9	189%
Taxes	-0.3	-0.3		-0.1	-0.5		-0.4	-0.9	
tax rate	38%	46%		92%	24%		44%	29%	
Consolidated Net Profit	0.6	0.4	-35%	0.0	1.7	nm	0.6	2.1	265%
% of sales	3.6%	2.3%		0.1%	8.8%		1.8%	5.9%	
Minorities	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Net Profit	0.6	0.4	-33%	0.0	1.7	nm	0.6	2.1	265%
% of sales	3.6%	2.3%		0.1%	8.8%		1.8%	5.9%	
Operating Cash Flow	1.9	2.8		0.8	1.2		2.6	4.0	
(CapEx)	-2.6	-2.6		-2.4	-0.9		-5.0	-3.5	
Free Cash Flow	-0.7	0.2		-1.6	0.4		-2.3	0.5	
Other Cash Flow	-3.4	-0.8		0.0	0.8		-3.4	0.0	
Capital increase (Buy-back)	0.0	-0.2		-0.1	0.1		0.0	0.0	
NFP	-11.0	-13.5		-12.7	-12.2		-12.7	-12.2	
Net operating working capital	17.9	21.1					19.4	22.2	
Other current assets/(liabilities)	-5.1	-7.2					-5.1	-5.8	
Net Working Capital	12.7	13.9					14.3	16.4	
Fixed assets	32.4	33.3					32.6	32.0	
(Long Term Liabilities)	-7.8	-8.0					-8.0	-8.0	
Net Invested Capital	37.3	39.2					39.0	40.5	
Net Equity (B)	26.3	25.7					26.3	28.4	
Net Financial Debt (A)	11.0	13.5					12.7	12.2	
Gearing [A/(A+B)]	29%	34%					33%	30%	
Debt/Equity (A/B)	42%	52%					48%	43%	

Source: Company data, Websim Corporate estimates

Revisione stime

A seguito dei risultati 1H26, rivediamo le nostre stime 2026-28 per riflettere la **nuova riclassificazione delle attività per mercato di sbocco, il previsto consolidamento di BI Health e un approccio più prudente sulle prospettive di crescita dell'Energy**. Nel complesso, riduciamo le stime di ricavi del **6% nel 2026 e del 4% nel 2028**, lasciando sostanzialmente invariato il 2027, mentre l'Adj. EBITDA viene rivisto del **-15%/-4%/-12% nel 2026-28**. La revisione si traduce in una riduzione dell'utile netto del **48%/18%/24%**, anche per effetto dei maggiori oneri finanziari attesi.

Nel dettaglio:

- **Nuova riclassificazione per mercati di sbocco.** Le nuove stime recepiscono la nuova riclassificazione adottata dal gruppo, che determina un **maggiore peso dell'Healthcare e una contestuale riduzione degli Other Markets (ex Maps Layers)**. Tale modifica limita la comparabilità diretta delle nuove stime divisionali con le precedenti, in particolare per Healthcare e Other Markets.
- **Healthcare rafforzato dal consolidamento di BI Health.** Manteniamo sostanzialmente invariata la stima 2026 a **€24.4mn**, mentre alziamo i ricavi 2027-28 rispettivamente del **14% e 12%**, a **€30.5mn e €33.6mn**, incorporando gli effetti del consolidamento di **BI Health**, il cui closing è previsto entro il 30 novembre 2026. L'operazione dovrebbe fornire un ulteriore contributo non solo alla crescita, ma anche alla marginalità dell'area: l'Adj. EBITDA Healthcare è atteso salire da **€5.8mn nel 2026 a €8.5mn nel 2027 e €9.6mn nel 2028**, con un margine in progressione dal **23.9% al 28.7%**. Rispetto alle precedenti stime, l'Adj. EBITDA 2027-28 aumenta rispettivamente del **13% e 11%**.
- **Energy: aspettative ridimensionate.** Rivediamo significativamente al ribasso le prospettive dell'Energy, alla luce di uno **sviluppo delle comunità energetiche rinnovabili inferiore alle attese**. Le nuove stime di ricavi passano a **€3.0mn/€3.6mn/€4.3mn nel 2026-28**, con revisioni del **-24%/-40%/-49%** rispetto alle precedenti attese. Il **CAGR 2025-28 scende così a circa il 17% dal precedente 47%**. La minore leva operativa determina una revisione ancora più marcata dell'Adj. EBITDA, ora stimato a **€0.3mn/€0.5mn/€0.7mn**, pari al **-37%/-55%/-71%** rispetto alle precedenti previsioni. Assumiamo comunque un progressivo recupero del margine, dal **9.8% nel 2026 al 17.2% nel 2028**, su livelli tuttavia nettamente inferiori a quelli precedentemente ipotizzati.

La combinazione di questi fattori, a livello consolidato, porta i **ricavi a €33.2mn nel 2026, €40.6mn nel 2027 e €44.8mn nel 2028**, corrispondenti a una crescita rispettivamente del 5%, 22% e 11%, e l'Adj. EBITDA a **€6.7mn nel 2026, €9.7mn nel 2027 e €11.2mn nel 2028**, con una marginalità del **20.3%, 23.9% e 25.1%**, rispetto al precedente 21.9%, 24.6% e 27.2%. La revisione è quindi particolarmente rilevante sul 2026 e sul 2028, mentre nel 2027 il maggiore contributo dell'Healthcare, incluso BI Health, compensa in larga parte il ridimensionamento dell'Energy.

A valle dell'EBITDA, stimiamo un **EBIT di €2.6mn/€5.4mn/€7.0mn nel 2026-28**, in calo del **30%/9%/17%** rispetto alle precedenti previsioni, e un **utile netto di €1.1mn/€3.0mn/€4.2mn**, rivisto rispettivamente del **-48%/-18%/-24%**. Nonostante la revisione delle stime, il profilo reddituale mostra un significativo recupero nel biennio 2027-28, sostenuto in particolare dall'aumento del peso e della marginalità dell'Healthcare.

Infine, aggiorniamo anche le nostre attese sulla struttura finanziaria per incorporare **€4.9mn di impatto dell'acquisizione di BI Health**. Prevediamo pertanto una **NFP negativa per €16.4mn a fine 2026**, rispetto ai precedenti €12.2mn, seguita da un graduale deleveraging a **€15.6mn nel 2027 e €13.3mn nel 2028**, sostenuto dalla crescita della redditività e dalla generazione di cassa operativa.

Maps Group – Estimate revisions

	2026 New	2027 New	2028 New	2026 Old	2027 Old	2028 Old	2026 ch.	2027 ch.	2028 ch.
Sales	33.2	40.6	44.8	35.5	40.4	46.6	-6%	0%	-4%
% YoY growth	5.2%	22.1%	10.5%	12.2%	13.9%	15.3%			
o/w Healthcare	24.4	30.5	33.6	24.4	26.8	30.0	0%	14%	12%
% YoY growth	12.1%	25.0%	10.0%	12.0%	10.0%	12.0%			
o/w Energy	3.0	3.6	4.3	4.0	6.0	8.5	-24%	-40%	-49%
% YoY growth	12.7%	19.6%	20.0%	49.0%	50.0%	41.7%			
o/w Other Markets	4.0	4.5	4.9	5.5	6.2	6.8	-28%	-28%	-28%
% YoY growth	-26.4%	12.0%	10.0%	2.0%	12.0%	10.0%			
o/w Custom Projects	1.8	2.0	2.0	1.6	1.4	1.3	16%	42%	61%
% YoY growth	4.8%	10.0%	2.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%			
Adj. EBITDA	6.7	9.7	11.2	7.9	10.1	12.8	-15%	-4%	-12%
% of sales	20.3%	23.9%	25.1%	21.9%	24.6%	27.2%			
% YoY growth	19.5%	44.1%	15.8%	40.1%	28.2%	26.8%			
o/w Healthcare	5.8	8.5	9.6	6.2	7.5	8.7	-5%	13%	11%
% of sales	23.9%	27.7%	28.7%	25.3%	27.8%	28.9%			
o/w Energy	0.3	0.5	0.7	0.5	1.2	2.5	-37%	-55%	-71%
% of sales	9.8%	15.0%	17.2%	11.7%	20.1%	29.8%			
o/w Other Markets	0.4	0.5	0.6	1.2	1.4	1.6	-65%	-65%	-60%
% of sales	10.5%	10.9%	12.6%	21.8%	22.5%	23.0%			
o/w Custom Projects	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	177%	237%	301%
% of sales	10.6%	10.9%	11.9%	4.5%	4.6%	4.8%			
Non-recurring costs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
D&A and Provisions	-4.1	-4.3	-4.3	-4.1	-4.2	-4.5	0%	3%	-4%
EBIT	2.6	5.4	7.0	3.8	5.9	8.4	-30%	-9%	-17%
% of sales	8.0%	13.4%	15.5%	10.6%	14.5%	17.7%			
% YoY growth	58.8%	104.6%	28.4%	128.5%	55.9%	40.7%			
Net Financial Charges	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.8			
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Pretax Profit	1.7	4.4	6.0	2.9	5.1	7.6	-43%	-15%	-22%
Taxes	-0.6	-1.3	-1.7	-0.9	-1.5	-2.2			
tax rate	36%	29%	29%	29%	29%	28%			
Cons. Net Profit	1.1	3.1	4.3	2.1	3.7	5.5	-48%	-15%	-22%
% of sales	3.2%	7.6%	9.5%	5.8%	8.9%	11.6%			
Minorities	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0			
Net Profit	1.1	3.0	4.2	2.1	3.7	5.5	-48%	-18%	-24%
% of sales	3.2%	7.4%	9.3%	5.8%	8.9%	11.6%			
Operating Cash Flow	5.8	5.0	6.6	4.0	5.8	6.8			
Capex	-4.3	-4.2	-4.3	-3.5	-3.8	-4.0			
Free Cash Flow	1.5	0.8	2.3	0.5	2.0	2.8			
Other Investments	-4.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Capital increase (Buy-back)	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
NFP	-16.4	-15.6	-13.3	-12.2	-10.1	-7.4			

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

A seguito della revisione delle stime e tenuto conto anche dei multipli di settore 2026-2027 **riduciamo il nostro target price su Maps Group a Eu3.50 da Eu4.20**. La nostra valutazione include uno sconto liquidità del 20% ed è basata per il 50% sul DCF (Eu3.80 dal precedente Eu4.90) e per il 50% sui multipli di settore (Eu3.20 dal precedente Eu3.60). **Confermiamo il rating BUY sulla base di un upside potenziale di circa il 50%.**

Maps Group – Valuation Summary (€ mn)

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	62.3	(12.5)	49.8	13.0	3.8	50%
B) Peer Multiple Comparison	51.9	(10.4)	41.5	13.0	3.2	50%
Weighted average value	57.1	(11.4)	45.7		3.5	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	2026 E	2027 E	2028 E
F.d. shares (mn)	13.0	13.0	13.0
Market Cap. (€ mn)	46	45	45
Enterprise Value (€ mn)	62	61	59
EV/Sales	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.2	6.3	5.3
EV/EBIT	23.5	11.3	8.5
EV/Capital Employed	1.5	1.4	1.3
P/E	42.4	15.2	10.9
P/CEPS	8.8	6.2	5.4

Source: Websim Corporate estimates

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del Discounted Cash Flow Model abbiamo utilizzato le nostre stime esplicitate 2026-2028 e stime 2029-2030 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "g").

Maps Group – Discounted Cash Flow Model (€ mn)

	AS OF	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	TV
Net Revenues		33.2	40.6	44.8	48.0	50.4	52.4
	<i>YoY growth</i>	<i>5.2%</i>	<i>22.1%</i>	<i>10.5%</i>	<i>7.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>4.0%</i>
EBITDA		6.7	9.7	11.2	12.2	12.8	13.3
	<i>EBITDA margin</i>	<i>20.3%</i>	<i>23.9%</i>	<i>25.1%</i>	<i>25.4%</i>	<i>25.4%</i>	<i>25.4%</i>
D&A		(4.1)	(4.3)	(4.3)	(4.5)	(4.5)	(4.5)
EBIT		2.6	5.4	7.0	7.7	8.3	8.8
	<i>EBIT margin</i>	<i>8.0%</i>	<i>13.4%</i>	<i>15.5%</i>	<i>16.0%</i>	<i>16.4%</i>	<i>16.8%</i>
Taxes		(1.0)	(1.6)	(2.0)	(2.2)	(2.4)	(2.5)
	<i>tax rate</i>	<i>36.1%</i>	<i>28.9%</i>	<i>28.6%</i>	<i>28.6%</i>	<i>28.6%</i>	<i>28.6%</i>
NOPAT		1.7	3.9	5.0	5.5	5.9	6.3
D&A		4.1	4.3	4.3	4.5	4.5	4.5
Δ NWC		0.6	(2.4)	(2.0)	(1.2)	(0.9)	(0.8)
Capex		(4.3)	(4.2)	(4.3)	(3.8)	(4.6)	(4.8)
	<i>% Capex on net turnover</i>	<i>12.9%</i>	<i>10.4%</i>	<i>9.7%</i>	<i>8.0%</i>	<i>9.1%</i>	<i>9.1%</i>
Operating Free Cash Flow		2.1	1.6	3.0	4.9	4.9	5.2
<i>Discounting factor</i>		<i>1.00</i>	<i>0.92</i>	<i>0.84</i>	<i>0.77</i>	<i>0.71</i>	<i>0.65</i>
Discounted Free Cash Flow		2.1	1.4	2.5	3.8	3.5	3.4

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 0.96 (invariato)
- **Tasso di crescita perpetua “g”** pari al 4.0% (invariato)

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** a regime pari al 9.1% (dal precedente 9.2%).

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value pari a circa €80mn, 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 circa €50mn, equivalente a **€3.80 per azione** (che si confronta con il precedente valore di Eu4.90 per azione).

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

A) 2026-30 Discounted Free Cash Flows	13.2	17%
Terminal Value	102.9	
Discounting factor	0.65	
B) Discounted Terminal Value	66.6	83%
C) = (A+B) Enterprise Value	79.8	100%
NFP @ 31.12.2025	(12.7)	
BI Health acquisition	(4.9)	
Equity Value	62.3	
20% liquidity discount	(12.5)	
Fai Equity Value	49.8	
Number of shares (mn)	13.0	
Fair Value per share (Eu)	3.8	

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 il Fair Equity Value derivante dal DCF al variare del costo medio ponderato del capitale (“WACC”) e al tasso terminale di crescita ipotizzato (“g”).

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

Fair Equity Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth					
	7.1%	8.1%	9.1%	10.1%	11.1%
2.0%	4.8	3.9	3.3	2.9	2.5
2.5%	5.4	4.3	3.6	3.1	2.7
3.0%	6.0	4.8	3.9	3.3	2.9
3.5%	6.9	5.4	4.3	3.6	3.1
4.0%	8.1	6.0	4.8	3.9	3.3
4.5%	9.8	6.9	5.4	4.3	3.6
5.0%	12.2	8.1	6.0	4.8	3.9
5.5%	16.2	9.8	6.9	5.4	4.3
6.0%	23.9	12.2	8.1	6.0	4.8

Source: Websim Corporate estimates

Dall’analisi svolta emerge come, pur ipotizzando una riduzione di 2 punti percentuali del tasso di crescita terminale ed un contestuale aumento del WACC di due punti percentuali, al 11.1%, vale a dire **in uno scenario** che definiamo **Worst Case**, le nostre stime supporterebbero un Fair Equity Value pari a **€2.50**, superiore del 8% rispetto alle attuali quotazioni.

Analisi dei multipli di settore

Coerentemente con l'impostazione precedente abbiamo preso come riferimento i multipli EV/EBITDA mediani dell'anno corrente (9.3x) e del successivo (7.6x), 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 **Eu3.20 per azione** (vs. valutazione precedente di Eu3.60).

Maps Group – Comparable Companies Market Capitalization and Share Price Performance

	Price (local FX)	Mkt Cap. (€ mn)	Share Price Performance			
			1M	3M	6M	12M
TXT e-solutions	53.50	696	3.9%	37.9%	77.7%	74.0%
Admicom	27.65	138	1.7%	4.9%	-4.8%	-43.7%
F-Secure	1.49	260	-24.6%	-26.6%	-9.4%	-12.0%
Qt Group	33.80	861	-4.4%	44.2%	76.5%	-26.0%
74Software	37.80	1,124	-4.5%	1.6%	17.8%	2.2%
Craneware	10.66	428	-19.6%	-26.4%	-19.5%	-55.2%
Sectra	290.20	4,666	-1.0%	1.0%	22.0%	-5.2%
Vitalhub	7.53	298	-8.3%	5.6%	9.1%	-32.0%
Average		1,059	-7.1%	5.3%	21.2%	-12.2%
Median		562	-4.5%	3.3%	13.4%	-19.0%
Maps Group	2.33	31	-8.3%	-14.3%	-4.9%	-28.1%

Source: FactSet

Maps Group – Comparable Companies Trading Multiples (x)

	P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2026	2027	2026	2027	2026	2027
TXT e-solutions	19.7	16.2	11.5	9.5	27.4	14.0
Admicom	14.1	12.1	10.0	8.1	17.8	12.4
F-Secure	11.4	9.3	8.0	6.7	12.7	9.4
Qt Group	31.6	17.2	15.6	10.1	22.5	12.6
74Software	13.6	12.1	8.6	7.2	10.0	8.6
Craneware	17.1	15.2	10.8	9.2	14.8	12.5
Sectra	75.9	58.6	4.7	3.3	5.4	3.6
Vitalhub	41.8	26.0	5.8	4.0	6.4	4.2
Average	28.2	20.8	9.4	7.3	14.6	9.7
Median	18.4	15.7	9.3	7.6	13.8	10.9
Maps Group	28.2	10.1	6.9	4.7	17.7	8.5

Source: FactSet

Maps Group – Trading Multiples Valuation Summary

Trading Multiples Valuation Map	Multiple (x)	EV	Mkt Cap. (€ mn)	Number of shares (mn)	Value per share (€)	Weight
2026 median EV/EBITDA	9.3	62.5	45.9	13.0	3.5	50%
2027 median EV/EBITDA	7.6	74.3	58.4	13.0	4.5	50%
Value per share (Eu)						4.0
20% liquidity discount						(0.8)
Fair value per share (Eu)						3.2

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

Risultati inferiori alle attese, ma continua a migliorare la qualità del business

I risultati del 1H26 di **Maps Group** restituiscono un quadro contrastato. Da un lato, la crescita reported dei ricavi è stata contenuta e la marginalità dell'Healthcare, pur rimanendo su livelli elevati, ha mostrato una flessione più marcata delle nostre attese. Dall'altro, depurando il confronto dalle commesse straordinarie a bassa marginalità del 1H25, la crescita organica rimane a doppia cifra e, soprattutto, prosegue con decisione il miglioramento della qualità del revenue mix. I ricavi da canoni sono cresciuti del 33% YoY, arrivando a rappresentare il 48% dei ricavi caratteristici, rafforzando la visibilità e la prevedibilità dei risultati futuri. Positiva anche la generazione di cassa operativa, mentre l'incremento dell'indebitamento nel semestre è sostanzialmente riconducibile all'attività di M&A.

Healthcare resta il principale driver, mentre ridimensioniamo le aspettative sull'Energy

La nostra view di medio termine continua a poggiare principalmente sull'Healthcare, che rappresenta ormai il mercato di riferimento largamente prevalente per il Gruppo e che dovrebbe beneficiare sia della crescita organica delle soluzioni di Data Driven Governance sia del contributo delle acquisizioni (Ellysse e BI Health). In particolare, il consolidamento di **BI Health** dovrebbe sostenere un'accelerazione dei ricavi e della redditività dal 2027, portando l'Adj. EBITDA Healthcare da €5.8mn nel 2026 a €9.6mn nel 2028 e il relativo margine dal 23.9% al 28.7%. Al contrario, abbiamo adottato un approccio significativamente più prudente sull'Energy, dove lo sviluppo delle comunità energetiche rinnovabili sta procedendo più lentamente di quanto precedentemente ipotizzato.

Stime ridotte, ma rimane significativo il potenziale di crescita nel medio termine

Alla luce dei risultati semestrali abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni, riducendo l'Adj. EBITDA del 15% nel 2026, del 4% nel 2027 e del 12% nel 2028 e l'utile netto rispettivamente del 48%, 18% e 24%. Le nuove stime incorporano tuttavia un marcato miglioramento del profilo reddituale a partire dal 2027: prevediamo ricavi in crescita da €33.2mn nel 2026 a €44.8mn nel 2028 e un Adj. EBITDA da €6.7mn a €11.2mn, con un'espansione del margine dal 20.3% al 25.1%. Riteniamo che la maggiore incidenza dei ricavi ricorrenti, il crescente peso dell'Healthcare e il contributo di BI Health possano rappresentare i principali driver di tale recupero.

BUY confermato, nuovo target price a €3.50

La revisione delle stime determina una riduzione della nostra valutazione, con un **target price che passa a €3.50 da €4.20**, ottenuto attribuendo pari peso al DCF (€3.80 per azione) e alla valutazione basata sui multipli di settore (€3.20), in entrambi i casi dopo l'applicazione di uno sconto di liquidità del 20%. **Confermiamo il rating BUY**, considerando che il nuovo target continua a incorporare un **upside di circa il 50%** rispetto alle attuali quotazioni. Pur riconoscendo una minore visibilità sulla crescita di breve termine e una struttura finanziaria più leveraged dopo le recenti acquisizioni, riteniamo che l'attuale valutazione non rifletta pienamente il progressivo miglioramento qualitativo del business e il potenziale di crescita e recupero della marginalità atteso nel 2027-28.

Company in Brief

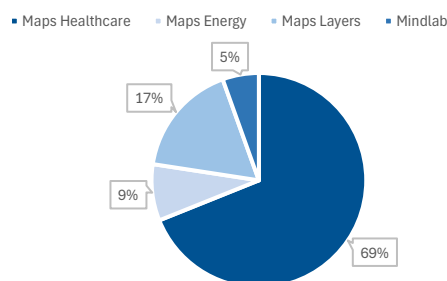
Descrizione della società

m 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 2025 di €32mn, 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 (Healthcare) ed alla transizione energetica (Energy) e con un portafoglio di prodotti cross-mercati (Other Markets). Realizza anche progetti ad hoc (Custom Projects).

Punti di forza/Opportunità

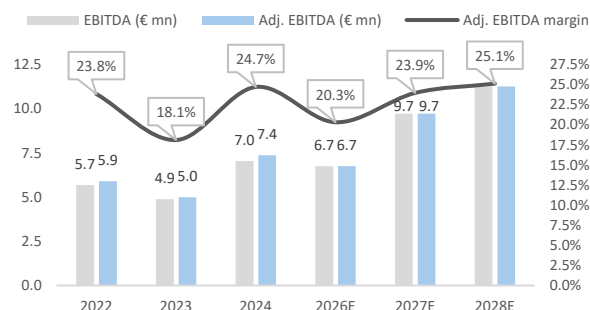
- Posizione di leadership nei mercati di riferimento, caratterizzati da elevati tassi di crescita della domanda
- Opportunità di M&A in mercati frammentati
- Business Model scalabile, grazie all'elevata incidenza sul fatturato dei prodotti proprietari (95% nel 2025)
- Rapporti di lunga durata con la clientela ed elevata incidenza sul fatturato dei canoni ricorrenti (41% nel 2025)

Maps Group – 2025 Turnover Breakdown by Division



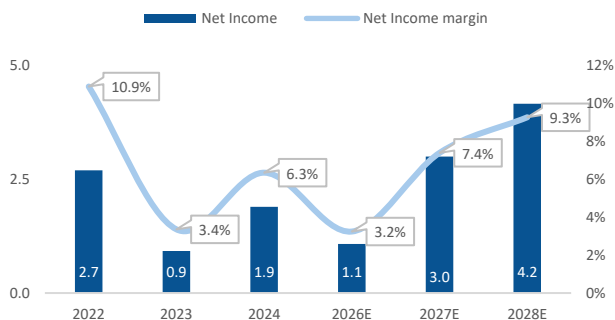
Source: Company Data

Maps Group - 2021-2028E EBITDA (€ mn) and Adj EBITDA Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Maps Group - 2021-2028E 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

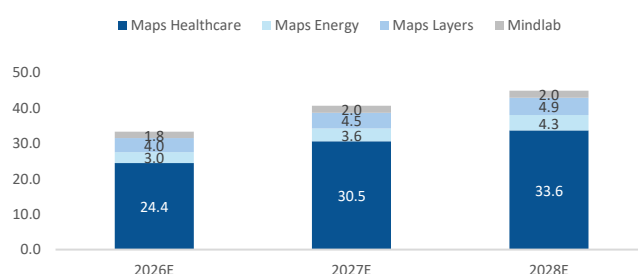
Azionisti

Maurizio Pontremoli	12.5%
Eiffel Investment Gr.	10.2%
Domenico Miglietta	8.9%
Marco Ciscato	8.5%
MC7 S.r.l.	5.7%
Gian Luca Cattani	5.7%
Others	16.7%
Market float	31.8%

Rischi/Debolezze

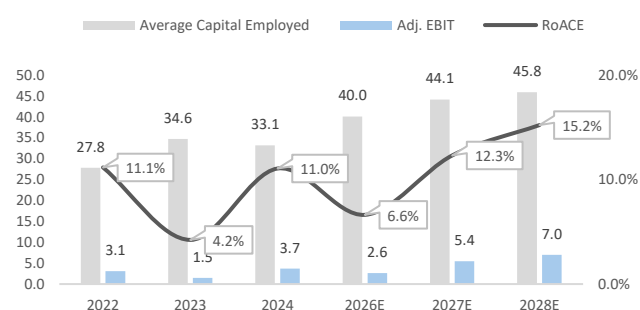
- Potenziali difficoltà nei processi di integrazione delle acquisizioni
- Presenza geografica esclusivamente nazionale
- Possibile ingresso nel mercato italiano di operatori internazionali
- Ridotta capitalizzazione di mercato

Maps Group - 2025-2028E Net Turnover Breakdown by Division (€ mn)



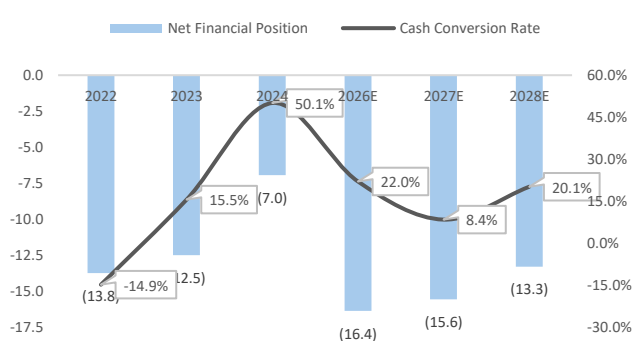
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Maps Group - 2021-2028E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Maps Group - 2021-2028E NFP (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

DETAILS ON STOCK RECOMMENDATION			
Stock NAME	MAPS GROUP		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (€):	3.50	Previous Target (€):	4.20
Current Price (€):	2.33	Previous Price (€):	2.46
Date of report:	02/10/2026	Date of last report:	13/04/2026

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 FTSEMIIB40 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 5 October 2026 Intermonte's Research Department covered 138 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	28.26%
OUTPERFORM:	42.03%
NEUTRAL:	28.99%
UNDERPERFORM:	00.72%
SELL:	00.00%

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (81 in total) is as follows:

BUY:	49.38%
OUTPERFORM:	29.63%
NEUTRAL:	18.52%
UNDERPERFORM:	02.47%
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 AZIMUT, ECOSUNTEK, ELEN., ELICA, FILA, FINCANTIERI, GIOCAMONDO STUDY, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SALVATORE FERRAGAMO, SESA, SG COMPANY, STAR7, SYS-DAT, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. provides or has provided corporate brokerage services to AATECH, ABC COMPANY, AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI DI BOLOGNA, ALLCORE, ALMAWAVE, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EIVISO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, GPI, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVÉ, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDELI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TECNO, ULISSE BIOMED, WIIT, 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 AATECH, ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, COFLE, COM.TEL, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, ELES, ELICA, ENERGY, EIVISO, EXECUS, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDELI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TAMBURI, TECNO, TMP GROUP, 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 ANTARES VISION, BANCA SISTEMA, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE

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 advisor to Webuild in the voluntary public tender offer promoted on Trevi-Finanziaria Industriale.

Intermonte SIM is acting as advisor to Poste Italiane S.p.A. in the context of the voluntary public purchase and exchange offer promoted on TIM S.p.A. in relation to stock market aspects and institutional investors relationships, as well as intermediary responsible for the coordination of the collection of the offer acceptances.

Intermonte SIM has acted 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. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for BANCA GENERALI, BANCO BPM, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE, TELECOM ITALIA, WEBUILD

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 GENERALI, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, 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, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAPEM, 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

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, AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, COM.TEL, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, ELEN., EMAK, ENERGY, FNM, GEFRAN, GREEN OLEO, INTRED, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, POWERSOFT, QF ALPHA IMM, REPLY, SESA, SG COMPANY, SOMEK, STAR7, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA 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 2026 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.