

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Lindbergh

Euronext Growth Milan | MRO | Italy

Produzione 24/01/2025, h. 18:30

Pubblicazione 27/01/2025, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 5,00

prev. € 5,00

Risk



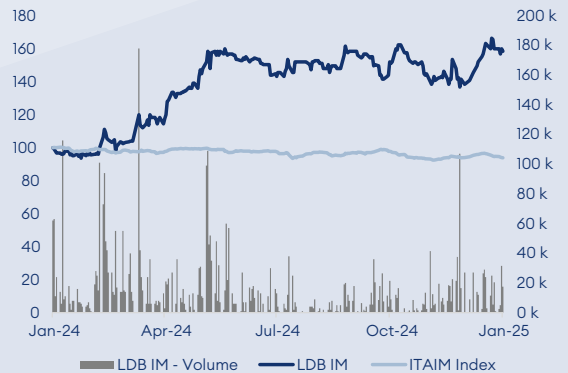
Medium

Upside potential

25,6%

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E*	FY25E	FY26E
VoP	26,91	23,30	32,45	38,60
EBITDA	3,43	4,30	6,25	7,55
EBIT	1,71	2,60	4,10	5,00
Net Income	1,18	1,80	2,90	3,50
Net Financial Position	3,80	1,44	(1,76)	(5,91)
EBITDA margin	12,7%	18,5%	19,3%	19,6%
EBIT margin	6,4%	11,2%	12,6%	13,0%
Net Profit margin	4,4%	7,7%	8,9%	9,1%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 3,98
Target price	€ 5,00
Upside/(Downside) potential	25,6%
Ticker	LDB IM
Market Cap (€/mln)	€ 38,78
EV (€/mln)	€ 40,22
Free Float	43,51%
Share Outstanding	9.742.485
52-week high	€ 4,22
52-week low	€ 2,34
Average daily volumes (3 months)	12.621

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.itAlessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	15,0%	4,7%	11,2%	59,2%
to FTSE Italia Growth	-0,2%	-4,0%	-3,8%	-6,1%
to Euronext STAR Milan	2,3%	-0,4%	-3,7%	-1,1%
to FTSE All-Share	6,7%	4,1%	3,9%	19,0%
to EUROSTOXX	7,5%	6,0%	6,1%	16,8%
to MSCI World Index	3,0%	5,3%	8,5%	22,2%

Main Ratios	FY23A	FY24E*	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	11,7x	9,4x	6,4x	5,3x
EV/EBIT	23,5x	15,5x	9,8x	8,0x
P/E	32,9x	21,5x	13,4x	11,1x

Operation Highlights

Il Gruppo ha annunciato la cessione del ramo d'azienda relativo alle consegne notturne in Francia, gestito da Lindbergh France, a TCS SAS, parte del Gruppo Sterne. L'operazione, efficace dal 1° gennaio 2025, prevede un prezzo di cessione tra € 1,20 mln e € 1,50 mln, determinato entro 18 mesi in base ai ricavi generati dai clienti ceduti. I proventi saranno utilizzati per accelerare la crescita del settore HVAC, sostenere i progetti della BU Circular Economy e incrementare il programma di buyback.

Estimates Update

Alla luce dell'avvenuta cessione del ramo d'azienda, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore della produzione FY24E* pari a € 23,30 mln ed un EBITDA pari a € 4,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 38,60 mln (CAGR 24A*-26E: 28,7%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 7,55 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,6%), in crescita rispetto a € 3,43 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 12,7%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP *cash positive* pari a € 5,91 mln.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Lindbergh sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 55,5 mln. L'equity value di Lindbergh utilizzando i market multiples risulta essere pari € 41,9 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 48,7 mln. Il target price è di € 5,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY24E*	FY25E	FY26E
Revenues Network and Warehouse	19,74	22,23	23,10	12,50	13,15	13,80
Revenues Waste	2,53	3,03	3,50	3,50	4,00	4,60
Revenues HVAC	0,00	1,18	7,00	7,00	15,00	20,00
Other revenues	0,44	0,46	0,30	0,30	0,30	0,20
Value of Production	22,71	26,91	33,90	23,30	32,45	38,60
COGS	1,82	2,06	3,00	3,00	3,50	3,70
Services	13,99	15,80	18,65	8,45	13,15	16,30
Employees	3,58	4,97	7,25	6,90	8,90	10,35
Other operating costs	0,51	0,66	0,65	0,65	0,65	0,70
EBITDA	2,81	3,43	4,35	4,30	6,25	7,55
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,7%</i>	<i>12,8%</i>	<i>18,5%</i>	<i>19,3%</i>	<i>19,6%</i>
D&A	1,50	1,72	1,75	1,70	2,15	2,55
EBIT	1,31	1,71	2,60	2,60	4,10	5,00
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,7%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,6%</i>	<i>13,0%</i>
Financial management	(0,08)	(0,15)	(0,20)	(0,20)	(0,30)	(0,35)
EBT	1,23	1,56	2,40	2,40	3,80	4,65
Taxes	0,35	0,38	0,60	0,60	0,90	1,15
Net Income	0,87	1,18	1,80	1,80	2,90	3,50
Minorities	(0,00)	0,02	0,10	0,10	0,15	0,20

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY24E*	FY25E	FY26E
Fixed Assets	9,56	11,00	13,25	12,15	11,95	11,35
Account receivable	4,71	5,15	6,40	4,35	5,90	7,00
Inventories	0,15	0,65	1,20	0,80	0,90	1,10
Account payable	5,20	5,00	6,00	3,15	4,40	5,30
Operating Working Capital	(0,34)	0,79	1,60	2,00	2,40	2,80
Other receivable	0,89	0,81	1,60	1,60	1,70	1,80
Other payable	1,16	1,95	2,35	2,35	2,85	3,30
Net Working Capital	(0,61)	(0,34)	0,85	1,25	1,25	1,30
Severance & other provisions	0,57	0,85	1,40	1,40	1,50	1,60
NET INVESTED CAPITAL	8,39	9,81	12,70	12,00	11,70	11,05
Share capital	0,28	0,28	0,32	0,32	0,32	0,32
Reserves	4,05	4,49	8,35	8,35	10,05	12,80
Net Income	0,88	1,16	1,70	1,70	2,75	3,30
Equity	5,21	5,93	10,38	10,38	13,13	16,43
Minorities Equity	0,04	0,08	0,18	0,18	0,33	0,53
Cash & cash equivalents	2,61	2,33	5,26	5,96	10,46	15,91
Short term financial debt	1,58	1,85	2,20	2,20	2,40	2,60
M/L term financial debt	4,17	4,28	5,20	5,20	6,30	7,40
Net Financial Position	3,14	3,80	2,14	1,44	(1,76)	(5,91)
SOURCES	8,39	9,81	12,70	12,00	11,70	11,05

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY24E*	FY25E	FY26E
EBIT	1,71	2,60		4,10	5,00
Taxes	0,38	0,60		0,90	1,15
NOPAT	1,33	2,00		3,20	3,85
D&A	1,72	1,75		2,15	2,55
Change in NWC	(0,26)	(1,19)		(0,00)	(0,05)
Change in receivable	(0,43)	(1,25)		(1,55)	(1,10)
Change in inventories	(0,50)	(0,55)		(0,10)	(0,20)
Change in payable	(0,20)	1,00		1,25	0,90
Change in others	0,86	(0,38)		0,40	0,35
Change in provisions	0,28	0,55		0,10	0,10
OPERATING CASH FLOW	3,06	3,11		5,45	6,45
Capex	(3,15)	(4,00)		(1,95)	(1,95)
FREE CASH FLOW	(0,09)	(0,89)		3,50	4,50
Financial Management	(0,15)	(0,20)		(0,30)	(0,35)
Change in Financial debt	0,37	1,28		1,30	1,30
Change in equity	(0,41)	2,75		(0,00)	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,28)	2,93		4,50	5,45

Source: Lindbergh and Integrae SIM estimates
*pro-forma data

Company Overview

Lindbergh è un Gruppo che offre servizi nei settori MRO (Maintenance, Repair & Operations), HVAC (Heating, Ventilation, Air Conditioning) ed Economia Circolare. Ad oggi, il Gruppo opera attraverso tre *Business Unit*, offrendo un ampio portafoglio di servizi: Network Management, per l'offerta di servizi di logistica e prodotti - dedicati alle aziende dotate di reti di tecnici manutentori itineranti - veicolati da un servizio di logistica notturna "a bordo veicolo"; HVAC, con l'obiettivo di divenire, attraverso la controllata SMIT e grazie ad iniziative di m&a, il primo *player* italiano nell'industria del riscaldamento, raffrescamento e ventilazione; Circular Economy, per l'offerta di servizi complessi nell'ambito della gestione di rifiuti industriali con la finalità di identificare, attraverso supply chain virtuose, processi innovativi per la valorizzazione dei rifiuti e la produzione di materiali riciclati tracciati. Lindbergh è stata fondata nel 2006 da Marco Pomè e Michele Corradi, entrambi provenienti da esperienze di rilievo nell'ambito della logistica e dei servizi alle industrie. Il Gruppo impiega, ad oggi, più di 200 dipendenti.

Highlights dell'operazione

Tramite il comunicato stampa del 27 dicembre 2024, il Gruppo Lindbergh, attivo nei settori MRO (*Maintenance, Repair & Operations*), HVAC (*Heating, Ventilation & Air Conditioning*) ed Economia Circolare, ha comunicato l'avvenuta cessione del ramo d'azienda relativo alle consegne notturne in Francia, gestito dalla controllata Lindbergh France, alla società TCS SAS, parte del gruppo Sterne, multinazionale leader nelle soluzioni logistiche con oltre trent'anni di esperienza.

L'operazione, che ha avuto efficacia a partire dal 1° gennaio 2025, prevede un prezzo di cessione compreso tra € 1,20 mln e € 1,50 mln, il cui importo sarà determinato nei 18 mesi successivi alla data di efficacia sulla base dei ricavi effettivamente generati dai clienti ceduti. I proventi saranno destinati a supportare lo sviluppo delle Business Unit HVAC e Circular Economy del Gruppo Lindbergh.

In merito all'operazione, Michele Corradi, CEO del Gruppo Lindbergh, spiega: *“La decisione di uscire dal mercato francese delle consegne notturne è stata una diretta e naturale conseguenza della strategia di crescita del Gruppo. L'entrata nel 2023 nel settore HVAC, nonché le ottime prospettive di sviluppo della Business Unit Circular Economy emerse nel 2024, ci hanno indotto a concentrare le energie e le risorse su queste opportunità che riteniamo più promettenti. Mediante i proventi della cessione accelereremo il processo di aggregazione di nuove società target nel settore HVAC. In parallelo, continueremo a investire ed a far crescere anche il nostro business tradizionale nel mercato italiano, a vantaggio dei nostri clienti storici. Lindbergh France rimarrà nel perimetro e sarà il veicolo per lo sviluppo della Business Unit Circular Economy, in particolare in riferimento al progetto di rigenerazione dei materiali derivanti dalla gestione dei rifiuti per le aziende della moda e del lusso, basate perlopiù in Francia”.*

Ramo d'azienda ceduto

Il ramo ceduto comprende le attività di trasporto e consegna di parti di ricambio, oltre a servizi accessori come il ritiro dei rifiuti dai furgoni dei tecnici manutentori. Nel primo semestre del 2024, tale ramo ha generato ricavi pari a € 5,20 mln con un EBITDA margin dell'1,7%, mentre per l'intero esercizio 2023 ha registrato ricavi per € 10,70 mln e un EBITDA margin dello 0,4%.

La cessione comprende inoltre:

- Quattro dipendenti (un quadro e tre operatori di magazzino);
- L'affitto del magazzino centrale situato a Le Coudray-Montceaux, a sud di Parigi;
- Materiali e attrezzature utilizzati per i servizi;
- Contratti con clienti e fornitori collegati alle attività cedute.

Struttura dell'operazione

Il prezzo della cessione sarà determinato progressivamente nel corso dei 18 mesi successivi alla data di efficacia, basandosi sui ricavi effettivamente generati dai clienti ceduti da Lindbergh France. Al termine di ogni trimestre, il fatturato prodotto dai clienti ceduti sarà calcolato facendo riferimento alle tariffe precedentemente applicate da Lindbergh. Successivamente, a Lindbergh France sarà riconosciuto un importo determinato come percentuale dei ricavi generati.

In virtù di tale struttura, il corrispettivo previsto per la cessione si stima in un intervallo compreso tra € 1,20 e € 1,50 mln. L'accordo include, inoltre, un contratto di servizi transitori della durata massima di 18 mesi, finalizzato a garantire una transizione e integrazione adeguate.

Gli importi che saranno percepiti beneficeranno del vantaggio fiscale derivante dal recupero delle perdite pregresse accumulate da Lindbergh France a partire dal 2020 e, di conseguenza, dovranno essere considerati al netto, senza applicazione di imposte. Non sono previsti ulteriori oneri o esborsi monetari a carico di Lindbergh France.

Il valore della partecipazione in Lindbergh France, riportato a bilancio di Lindbergh SpA al 31 dicembre 2023, è pari a € 3,01 mln. Lindbergh France rimarrà nel perimetro del Gruppo e continuerà a sviluppare le attività di logistica, trasporto e rigenerazione dei materiali per il settore del lusso.

I proventi derivanti dalla cessione, che saranno incassati trimestralmente nei 18 mesi successivi, permetteranno di:

- Accelerare la crescita nel settore HVAC: il Gruppo mira a consolidarsi come leader in Italia nell'assistenza e installazione di apparati HVAC, favorendo acquisizioni strategiche;
- Sostenere i progetti della BU Circular Economy: le risorse saranno impiegate nello sviluppo del progetto di rigenerazione dei materiali derivanti dalla gestione dei rifiuti per le aziende del settore moda e lusso, con Lindbergh France come veicolo operativo;
- Incrementare il programma di *buyback*: il piano di riacquisto di azioni proprie, approvato dall'assemblea dei soci il 29 aprile 2024, potrà essere potenziato grazie alla maggiore disponibilità finanziaria.

In conclusione, l'operazione rappresenta un passo significativo nel processo di razionalizzazione del business, permettendo al Gruppo di focalizzarsi sulle attività principali e di maggiore rilevanza strategica. Questo intervento consentirà di ottimizzare le risorse disponibili, rafforzare la posizione nei settori di riferimento e favorire un approccio più mirato allo sviluppo futuro: un'evoluzione che mira a garantire maggiore efficienza operativa e una più solida competitività nel medio-lungo termine.

Acquisizione del ramo d'azienda di Alfatermica Srl

Coerentemente con la strategia di crescita del business, con il comunicato stampa del 7 gennaio 2025, il Gruppo ha annunciato la firma di un accordo preliminare per l'acquisizione del ramo d'azienda di Alfatermica Srl, con sede a Parma. L'operazione è stata realizzata tramite Idro Calor Srl, controllata del Gruppo SMIT, interamente posseduta da Lindbergh.

Il ramo d'azienda oggetto dell'acquisizione include il pacchetto clienti, le attrezzature necessarie per l'erogazione dei servizi, le rimanenze finali di merci e un organico composto da cinque dipendenti. Alfatermica Srl è specializzata nella manutenzione e riparazione di impianti di riscaldamento, condizionamento, bruciatori e frigoriferi, mentre Idro Calor Srl, anch'essa con sede a Parma, opera nel settore dell'installazione, manutenzione e riparazione di impianti idrotermosanitari, caldaie e sistemi idraulici e termoidraulici. L'integrazione consentirà a Idro Calor di ampliare le proprie competenze e servizi anche nel campo degli impianti di condizionamento e raffreddamento, rafforzando al contempo la sua presenza nel territorio parmense e consolidando la posizione del Gruppo SMIT nell'area dell'alta Emilia.

Alfatermica Srl ha chiuso l'esercizio 2023 con ricavi pari a € 0,68 mln, un EBITDA di € 0,10 mln e una PFN (*cash positive*) per € 0,10 mln. L'operazione rientra nella strategia di Lindbergh, che mira a creare, tramite la controllata SMIT, la prima realtà industriale italiana capace di offrire servizi di assistenza tecnica e installazione nel settore della termoidraulica su scala nazionale.

L'acquisizione, il cui *closing* è previsto entro giugno 2025, prevede un valore complessivo di € 0,28 mln, suddiviso come segue:

- € 0,05 mln come caparra confirmatoria, versati per cassa alla data del comunicato;
- € 0,06 mln alla data del *closing*, da versare per cassa;
- il valore delle rimanenze, stimato intorno a € 0,02 mln, da liquidare entro 90 giorni dal *closing*;
- € 0,01 mln mediante accollo dei debiti in essere al momento del trasferimento;
- i restanti € 0,15 mln, da corrispondere in quattro rate semestrali posticipate, ciascuna pari a € 0,04 mln.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 2 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY24E*	FY25E	FY26E
VoP				
New	33,90	23,30	32,45	38,60
Old	33,90	n/a	43,90	51,00
Change	0,0%	n/a	-26,1%	-24,3%
EBITDA				
New	4,35	4,30	6,25	7,55
Old	4,35	n/a	6,30	7,45
Change	0,0%	n/a	-0,8%	1,3%
EBITDA %				
New	12,8%	18,5%	19,3%	19,6%
Old	12,8%	n/a	14,4%	14,6%
Change	0,0%	n/a	4,9%	5,0%
EBIT				
New	2,60	2,60	4,10	5,00
Old	2,60	n/a	4,10	4,85
Change	0,0%	n/a	0,0%	3,1%
Net Income				
New	1,80	1,80	2,90	3,50
Old	1,80	n/a	2,90	3,40
Change	0,0%	n/a	0,0%	2,9%
NFP				
New	2,14	1,44	(1,76)	(5,91)
Old	4,89	n/a	1,69	(2,86)
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM
*pro-forma data

Al fine di riflettere in modo più coerente il nuovo perimetro di consolidamento del Gruppo, sono stati predisposti prospetti pro-forma per il 2024. Tali prospetti integrano l'impatto economico e patrimoniale derivante dalla cessione del ramo operativo in Francia.

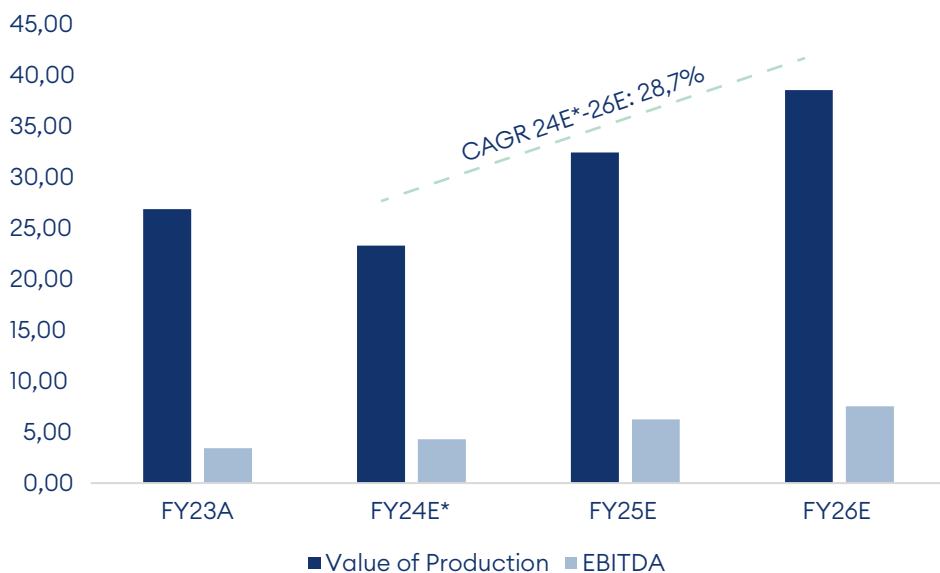
Le stime sono state modificate, sia per l'anno corrente che per i successivi, considerando l'esclusione del ramo francese dal perimetro di consolidamento, con una conseguente previsione di contrazione dei ricavi proporzionale all'apporto storico di tale ramo al fatturato complessivo del Gruppo.

Tuttavia, la riduzione dei ricavi sarà accompagnata da un miglioramento significativo dell'EBITDA margin, determinato dall'uscita del ramo operativo francese, caratterizzato, storicamente, da una marginalità irrisoria. Questa operazione si inserisce nell'ottica di razionalizzazione del business perseguita dal Gruppo, con l'obiettivo di ottimizzare il profilo di redditività e concentrare le risorse su segmenti strategicamente più rilevanti.

In particolare, stimiamo un valore della produzione FY24E* pari a € 23,30 mln ed un EBITDA pari a € 4,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 38,60 mln (CAGR 24A*-26E: 28,7%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 7,55 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,6%), in crescita rispetto a € 3,43 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 12,7%).

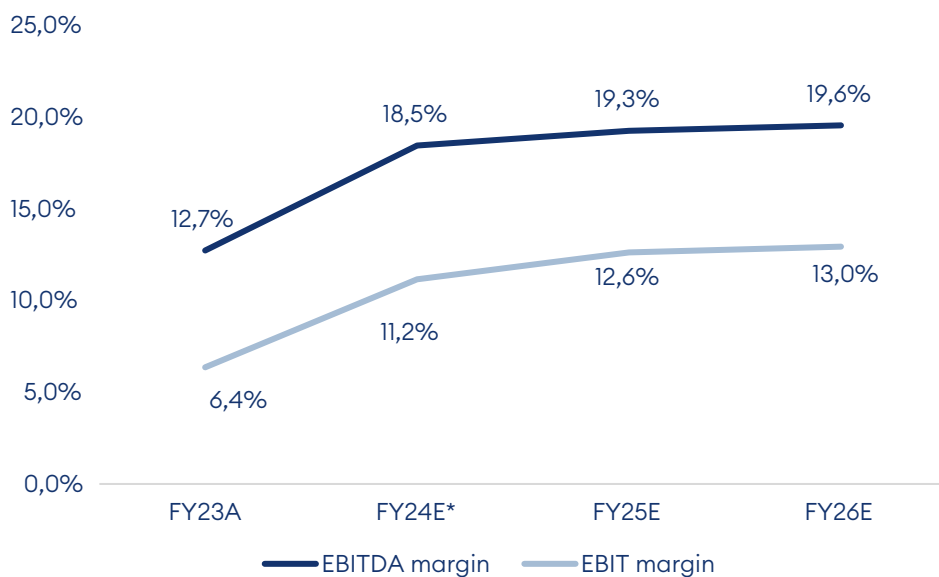
A livello patrimoniale, è stato incluso l'effetto della chiusura del terzo periodo di esercizio dei "Warrant Lindbergh 2021-2024", avvenuta in data 20 dicembre 2024, che ha permesso la sottoscrizione di n. 1.243.485 azioni ordinarie, per un controvalore complessivo pari a circa € 2,75 mln. Per il FY26E stimiamo, quindi, una NFP *cash positive* pari a € 5,91 mln.

CHART 1 – VOP AND EBITDA FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 2 – MARGIN FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY23A-26E

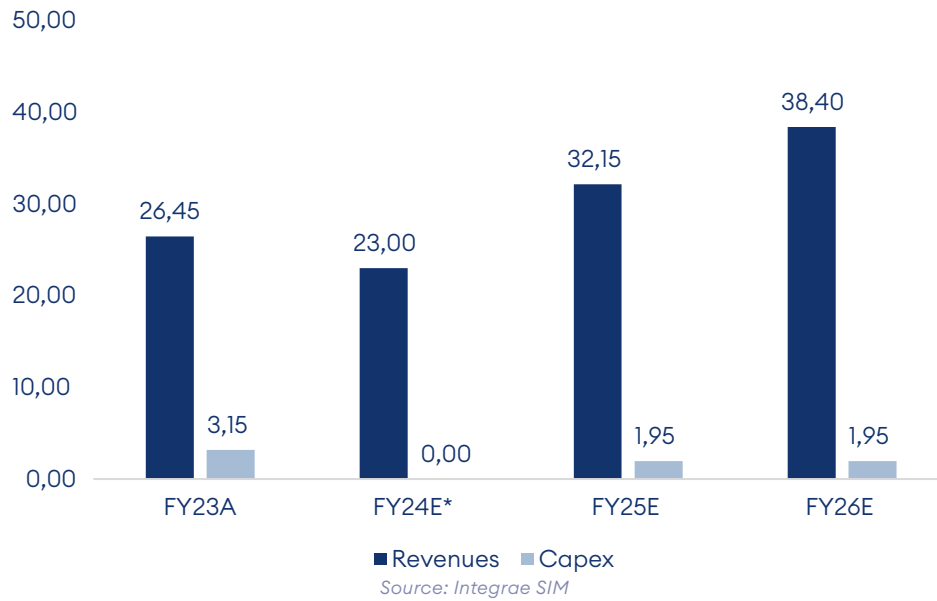
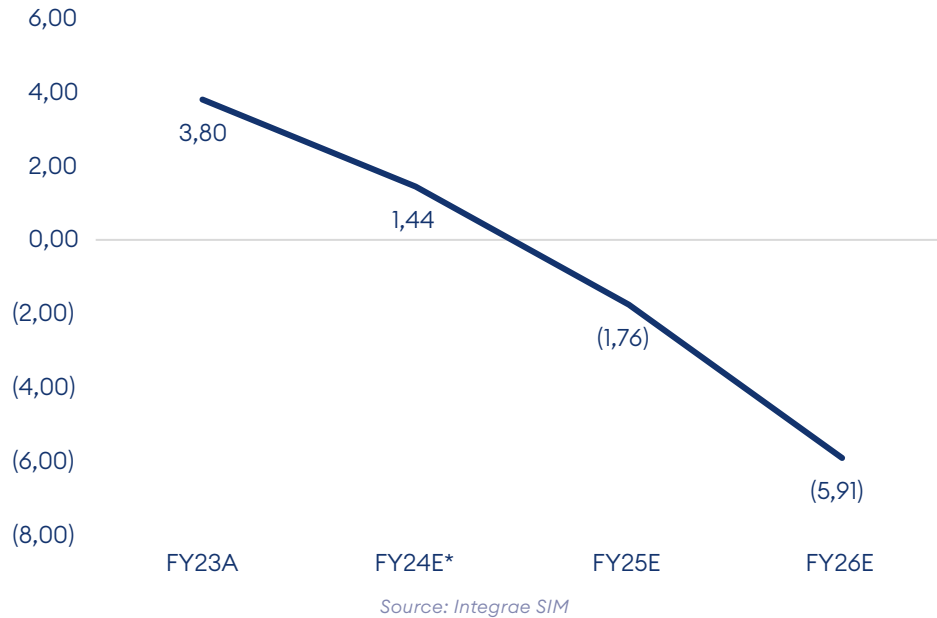


CHART 4 – NFP FY23A-26E



Valuation

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

DCF Method

TABLE 3 – WACC

WACC				7,31%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 2,52%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,50%	
K_d 1,50%	Market Premium 7,26%	β Relevered 1,0	K_e 12,41%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,31%.

TABLE 4 – DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	8,1	14%
TV actualized DCF	48,8	86%
Enterprise Value	56,9	100%
NFP (FY24E*)	1,4	
Equity Value	55,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 55,5 mln.**

TABLE 5 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)		5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%
	3,0%	113,6	95,8	82,6	72,5	64,4	57,9	52,5
	2,5%	97,6	84,1	73,8	65,6	59,0	53,5	48,9
	2,0%	85,7	75,2	66,8	60,1	54,5	49,8	45,8
	1,5%	76,6	68,1	61,2	55,5	50,7	46,6	43,1
	1,0%	69,3	62,3	56,5	51,6	47,4	43,8	40,7
	0,5%	63,5	57,5	52,6	48,3	44,6	41,5	38,6
	0,0%	58,6	53,5	49,2	45,5	42,2	39,3	36,8

Source: Integrae SIM

Market multiples

I nostri *panel* sono formati da società operanti nello stesso settore di Lindbergh. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. I *panel* sono composti da:

TABLE 6.1 – MARKET MULTIPLES NETWORK MANAGEMENT

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
XPO Logistics Inc.	13,6 x	11,9 x	10,5 x	22,8 x	18,8 x	16,0 x	30,3 x	24,0 x	19,2 x
Sinotrans Ltd.	5,8 x	5,8 x	5,9 x	38,7 x	9,9 x	10,1 x	9,5 x	9,0 x	8,4 x
Kerry Logistics Network Ltd.	5,1 x	5,2 x	5,3 x	9,0 x	9,6 x	9,0 x	10,0 x	9,9 x	9,0 x
DSV Panalpina A/S	16,2 x	14,2 x	12,2 x	21,6 x	19,1 x	16,5 x	28,4 x	25,0 x	21,6 x
Peer median	9,7 x	8,9 x	8,2 x	22,2 x	14,4 x	13,0 x	19,2 x	17,0 x	14,1 x

Source: *Infinancials*

TABLE 6.2 – MARKET MULTIPLES WASTE MANAGEMENT

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Groupe Pizzorno Environnement SA	6,3 x	5,6 x	5,5 x	15,8 x	12,5 x	12,2 x	19,6 x	15,7 x	15,4 x
Waste Management Inc.	15,5 x	14,0 x	13,0 x	23,3 x	20,8 x	19,1 x	28,8 x	26,1 x	23,3 x
Renewi Plc	4,9 x	4,5 x	4,1 x	10,0 x	8,7 x	7,9 x	10,4 x	8,5 x	6,8 x
Stericycle Inc.	16,2 x	14,2 x	11,8 x	21,0 x	17,6 x	n/a	27,0 x	22,4 x	17,4 x
Peer median	10,9 x	9,8 x	8,7 x	18,4 x	15,0 x	12,2 x	23,3 x	19,0 x	16,4 x

Source: *Infinancials*

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E*	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	44,29	58,43	63,59
EV/EBIT	52,84	60,28	63,21
P/E	38,24	52,24	53,36
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	33,21	43,83	47,69
EV/EBIT	39,63	45,21	47,41
P/E	28,68	39,18	40,02
Equity Value			
EV/EBITDA	31,77	45,59	53,60
EV/EBIT	38,19	46,97	53,31
P/E	28,68	39,18	40,02
Average	32,88	43,91	48,98

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Lindbergh è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta **un equity value di € 41,9 mln.**

TABLE 8 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	48,7
Equity Value DCF (€/mln)	55,5
Equity Value multiples (€/mln)	41,9
Target Price (€)	5,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 48,7 mln. **Il target price è quindi di € 5,00 (prev. € 5,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 9 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E*	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	14,6 x	11,5 x	8,0 x	6,6 x
EV/EBIT	29,3 x	19,3 x	12,2 x	10,0 x
P/E	41,3 x	27,1 x	16,8 x	13,9 x

Source: Integrae SIM

TABLE 10– CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E*	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	11,7x	9,4x	6,4x	5,3x
EV/EBIT	23,5x	15,5x	9,8x	8,0x
P/E	32,9x	21,5x	13,4x	11,1x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, and Alessia di Florio are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
08/03/2024	2,62	Buy	4,60	Medium	Breaking News
17/04/2024	2,92	Buy	4,60	Medium	Update
28/06/2024	3,82	Buy	4,60	Medium	Breaking News
01/08/2024	3,72	Buy	4,60	Medium	Breaking News
10/10/2024	3,88	Buy	5,00	Medium	Update

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or esti-

mates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræ SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the upside potential may temporarily fall outside the proposed range.

Upside Potential (for different risk categories)			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10.0%	Upside $\geq$ 15.0%
HOLD	-5.0% < Upside < 7.5%	-5.0% < Upside < 10%	0% < Upside < 15.0%
SELL	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use to value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integræ SIM states that:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Lindbergh SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Lindbergh SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of Lindbergh SpA.