

MARE GROUP

Sector: *Industrials*

BUY (unchanged)

Target: €8.40 (unchanged)

Crescita e margini accelerano, strategia in piena esecuzione

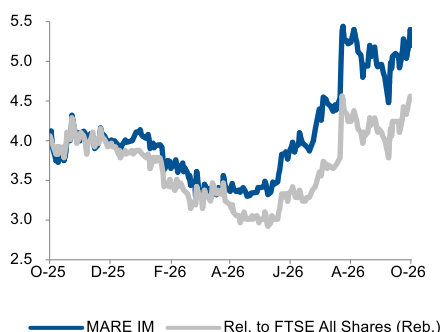
ANALYST(S)

Guglielmo Marco Opirari +39-02-77115.247
marco.opirari@intermonte.it

Change (%)	2026E	2027E	2028E
Eps Adj.	31.7%	4.3%	-2.2%

Key Data	October 07, 2026
Price (€)	5.20
Upside/(Downside)	61.5%
Sector	Industrials
Reuters Code	MARE.MI
Bloomberg Code	MARE IM

Performance (%)	1M	3M	12M
Absolute	4.8%	19.0%	28.1%
Relative	9.5%	24.9%	11.5%
12M (H/L)		5.44/3.27	
3M Average Volume (th):		40.93	



Shareholder data

Total no. of Shares (mn):	21.8
Mkt Cap (€ mn):	113.5
Mkt Float (€ mn):	38.6
Mkt Float (in %):	34.0%
Main Shareholder:	
Antonio Maria Zinno	14.5%

Balance Sheet Data

Book Value (€ mn)	61.2
BVPS (€)	2.75
P/BV	1.9
Net Financial Position (€ mn)	-47.7
Enterprise Value (€ mn)	161.2

Mare Group ha riportato solidi risultati 1H26, con crescita organica del 16.6% e Adj. EBITDA margin in aumento di 3.7pp al 20.9%, sostenuti da un order intake di €103.6mn. Confermiamo le stime di ricavi e Adj. EBITDA 2026-28, mentre rivediamo significativamente al rialzo l'utile netto grazie a minori ammortamenti, minori oneri finanziari e alla plusvalenza attesa dalla cessione di Workgroup. La revisione negativa riguarda la generazione di cassa 2026, penalizzata dal working capital, con un deciso recupero atteso dal 2027. Nel frattempo, il Gruppo accelera l'esecuzione della strategia attraverso integrazione del perimetro, portfolio reshaping, nuove risorse per l'M&A e il percorso verso Euronext Milan/STAR. Confermiamo BUY e TP a €8.40, con un upside di circa il 60%.

- **1H26 conferma crescita organica e forte miglioramento della redditività.** Mare Group ha chiuso il semestre con ricavi di €47.8mn, +105% YoY e +16.6% su base organica a perimetro omogeneo, mentre l'Adj. EBITDA è salito a €10.0mn (+149%), con il margine in aumento di 3.7pp al 20.9%. L'elevato order intake di €103.6mn e una pipeline commerciale di circa €124mn offrono buona visibilità sulla crescita futura. Confermiamo pertanto le nostre stime di ricavi e Adj. EBITDA per il 2026-28, con ricavi attesi a €99.6mn nel 2026 e Adj. EBITDA a €22.0mn, nonostante la cessione di Workgroup a fine 2026 (ricavi ~€6mn, EBITDA ~€3mn).
- **Prosegue a ritmo sostenuto la trasformazione in piattaforma industriale integrata.** Dopo la rapida espansione del perimetro attraverso M&A, il Gruppo sta accelerando sull'integrazione delle società acquisite e sulla focalizzazione del portafoglio, rafforzando in particolare il posizionamento nell'Aerospace & Defence. Le fusioni di Rack Peruzzi, EasyGo ed EMM, insieme alla cessione di Workgroup, vanno nella direzione di una struttura più semplice e focalizzata. Parallelamente, €10mn di nuovo equity e una acquisition facility da €20mn forniscono ulteriori risorse per sostenere investimenti e nuove operazioni di M&A.
- **Utile rivisto al rialzo, ma cash conversion 2026 rappresenta il principale elemento di attenzione.** Riduciamo gli ammortamenti attesi e incorporiamo minori oneri finanziari ricorrenti e la plusvalenza prevista dalla cessione di Workgroup (€5.7mn), portando l'utile netto 2026E a €7.7mn da €3.9mn. Al contempo, l'assorbimento di working capital registrato nel 1H26 e il minore ricorso al factoring ci inducono a ridurre il FCF 2026E a -€11.2mn e a rivedere la PFN a €47.7mn. Dal 2027 ci attendiamo tuttavia una significativa normalizzazione della cash conversion e un progressivo deleveraging, fino a €15.1mn di debito netto nel 2028 (le nostre stime non includono possibili nuove acquisizioni).
- **BUY confermato, TP €8.40: l'equity story continua a rafforzarsi.** Confermiamo il target price a €8.40, con le revisioni complessivamente positive delle stime compensate dall'effetto diluitivo degli aumenti di capitale. Il TP implica un upside di circa il 60%. Riteniamo che crescita organica, miglioramento dei margini, crescente esposizione all'Aerospace & Defence e ulteriore M&A possano sostenere la creazione di valore, mentre il percorso verso Euronext Milan e potenzialmente STAR potrebbe contribuire ad ampliare nel tempo visibilità, liquidità e base di investitori istituzionali.

Key Figures & Ratios	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales (€ mn)	40.7	59.1	99.6	124.7	137.3
EBITDA Adj (€ mn)	9.0	15.9	22.0	29.7	33.2
Net Profit Adj (€ mn)	2.5	3.6	7.2	13.6	17.2
EPS New Adj (€)	0.191	0.193	0.322	0.573	0.724
EPS Old Adj (€)	0.191	0.193	0.245	0.550	0.740
DPS (€)	0.017	0.030	0.050	0.090	0.130
EV/EBITDA Adj	7.1	6.2	7.3	4.8	3.9
EV/EBIT Adj	12.8	10.9	11.6	6.3	4.7
P/E Adj	21.3	19.8	16.1	9.1	7.2
Div. Yield	0.3%	0.6%	1.0%	1.7%	2.5%
Net Debt/EBITDA Adj	1.5	4.3	2.2	1.0	0.5

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

MARE GROUP - Key Figures

Profit & Loss (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	39.4	40.7	59.1	99.6	124.7	137.3
EBITDA	10.0	6.3	4.2	18.7	29.1	32.5
EBIT	4.8	2.2	-12.3	10.6	22.0	26.7
Financial Income (charges)	-1.1	-1.5	3.3	0.0	-4.0	-3.8
Associates & Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax Profit	3.7	0.6	-9.0	10.6	18.0	22.9
Taxes	-1.3	-0.9	0.7	-2.9	-4.9	-6.2
Tax rate	34.9%	145.7%	7.5%	27.0%	27.0%	27.0%
Minorities & Discontinued Operations	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
Net Profit	2.4	-0.3	-8.7	7.7	13.2	16.8
EBITDA Adj	10.6	9.0	15.9	22.0	29.7	33.2
EBIT Adj	5.3	5.0	8.9	13.9	22.7	27.4
Net Profit Adj	2.9	2.5	3.6	7.2	13.6	17.2
Per Share Data (€)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	10.0	16.2	20.7	23.8	23.8	23.8
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	10.0	15.0	19.3	21.8	21.8	21.8
EPS f.d	0.237	-0.025	-0.469	0.347	0.553	0.703
EPS Adj f.d	0.293	0.191	0.193	0.322	0.573	0.724
BVPS f.d	1.869	2.246	2.063	2.748	3.076	3.697
Dividend per Share ORD	0.000	0.017	0.030	0.050	0.090	0.130
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	-90.0%	-6.7%	14.1%	14.9%	16.9%
Cash Flow (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Gross Cash Flow	2.1	8.3	2.5	15.3	19.5	21.6
Change in NWC	-1.4	-1.9	-11.0	-14.3	-0.7	3.0
Capital Expenditure	-4.0	-6.1	-7.7	-12.2	-4.5	-5.7
Other Cash Items	-2.3	0.0	0.0	1.2	0.0	-1.5
Free Cash Flow (FCF)	-3.3	0.2	-16.2	-11.2	14.2	18.9
Acquisitions, Divestments & Other Items	-0.2	0.4	-46.1	29.5	0.0	0.0
Dividends	-1.3	-0.3	-0.3	-0.6	-1.1	-2.0
Equity Financing/Buy-back	0.0	15.0	7.1	15.9	0.0	0.0
Change in Net Financial Position	-7.0	15.4	-55.5	34.9	13.2	15.4
Balance Sheet (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Fixed Assets	29.1	30.9	99.9	89.5	83.7	84.6
Net Working Capital	20.5	15.3	21.9	36.2	36.9	33.9
Long term Liabilities	-3.1	-3.3	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
Net Capital Employed	46.5	42.9	114.8	118.7	113.7	111.5
Net Cash (Debt)	-27.7	-13.4	-68.9	-47.7	-30.5	-15.1
Group Equity	18.7	29.5	38.1	61.2	73.3	88.0
Minorities	0.1	0.0	7.7	0.0	0.0	0.0
Net Equity	18.8	29.5	45.8	61.2	73.3	88.0
Enterprise Value (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Average Mkt Cap		60.8	73.6	113.5	113.5	113.5
Adjustments (Associate & Minorities)	-2.6	-10.4	-44.7	0.0	0.0	0.0
Net Cash (Debt)	-27.7	-13.4	-68.9	-47.7	-30.5	-15.1
Enterprise Value		63.8	97.8	161.2	144.1	128.6
Ratios (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA Adj Margin	38.6%	24.6%	29.7%	22.8%	24.6%	24.9%
EBIT Adj Margin	19.5%	13.6%	16.7%	14.4%	18.8%	20.6%
Gearing - Debt/Equity	148.2%	45.5%	180.8%	77.9%	41.7%	17.1%
Interest Cover on EBIT	4.3	1.4	3.8	265.3	5.5	7.0
Net Debt/EBITDA Adj	2.6	1.5	4.3	2.2	1.0	0.5
ROACE*	11.2%	4.8%	-15.6%	9.1%	19.0%	23.8%
ROE*	15.9%	10.4%	9.5%	13.4%	20.3%	21.4%
EV/CE		1.4	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/Sales		1.7	1.8	1.7	1.2	1.0
EV/EBITDA Adj		7.1	6.2	7.3	4.8	3.9
EV/EBIT Adj		12.8	10.9	11.6	6.3	4.7
Free Cash Flow Yield	-2.9%	0.2%	-14.6%	-9.9%	12.5%	16.6%
Growth Rates (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	11.7%	3.3%	45.1%	68.6%	25.3%	10.1%
EBITDA Adj	23.4%	-14.6%	75.8%	38.4%	35.3%	11.7%
EBIT Adj	40.6%	-6.6%	79.3%	55.2%	63.6%	20.8%
Net Profit Adj	-21.8%	-14.2%	41.8%	101.6%	90.1%	26.3%
EPS Adj	-21.8%	-34.6%	0.7%	67.3%	77.8%	26.3%
DPS	nm	nm	77.5%	66.2%	80.0%	44.4%

*Excluding extraordinary items Source: Intermonde SIM Estimates

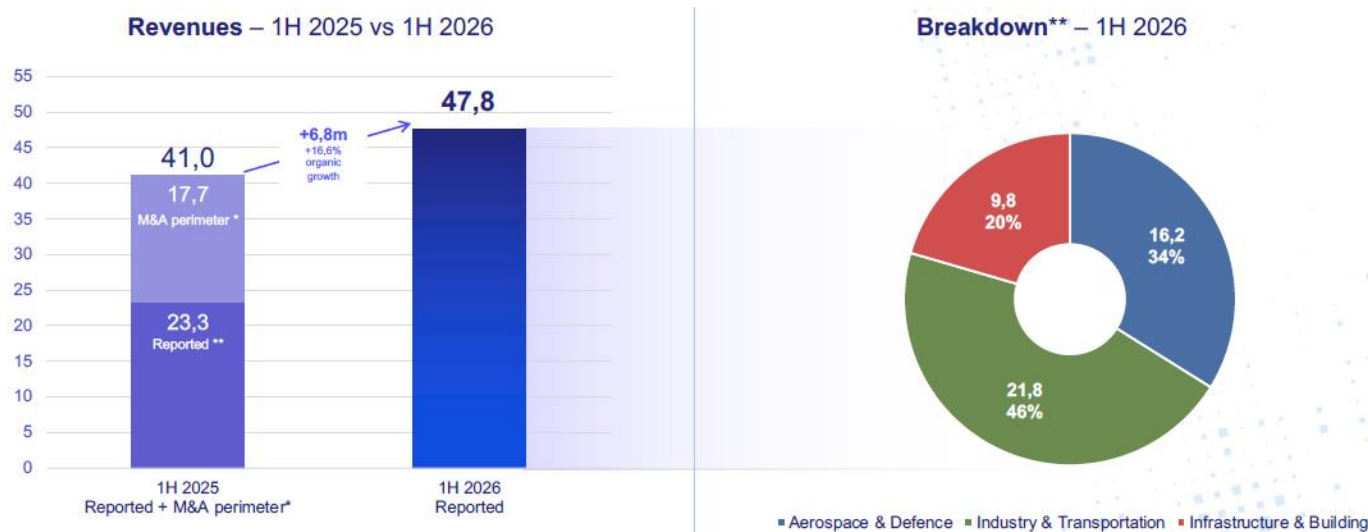
Risultati 1H26

Forte crescita dei ricavi, con +16.6% organico a perimetro omogeneo

Mare Group ha chiuso il 1H26 con ricavi pari a €47.8mn, più che raddoppiati rispetto a €23.3mn nel 1H25 (+105% YoY), grazie alla combinazione di crescita organica e ampliamento del perimetro. Per rendere maggiormente significativo il confronto, la società ha ricostruito ricavi pro-forma 1H25 per €41.0mn includendo Workgroup ed EMM, acquisite nel 2H25: su questa base omogenea, la **crescita organica è stata pari al 16.6%, corrispondente a circa €6.8mn di ricavi incrementali**.

La composizione dei ricavi evidenzia **€16.2mn da Aerospace & Defence, pari al 34% del totale, €21.8mn da Industry & Transportation (46%) e €9.8mn da Infrastructure & Building (20%)**. In particolare, Aerospace & Defence assume una crescente rilevanza strategica, coerentemente con il progressivo ampliamento del posizionamento di lungo la catena del valore, dalla progettazione alle attività di testing e qualifica fino alla produzione di sistemi complessi.

Mare Group – Revenues 1H26 (€ mn)



* 1H 2025 M&A perimeter: pro forma contribution of Workgroup and EMM, acquired in 2H 2025.

** 1H25 pro forma basis used for the 1H26 current perimeter YoY comparison. Figures are not subject to audit review.

Source: Company presentation

Significativa espansione della marginalità

L'Adj. EBITDA è cresciuto a €10.0mn da €4.0mn nel 1H25 (+149% YoY), con un margin in miglioramento di **3.7pp al 20.9% dal 17.3%**. L'espansione della redditività riflette, secondo la società, le sinergie derivanti dall'integrazione delle società acquisite, l'incremento della scala operativa e il crescente contributo delle attività a maggiore valore aggiunto. Anche l'EBITDA reported ha evidenziato una forte crescita, raggiungendo **€7.7mn rispetto a €2.0mn**, con una marginalità salita al 16.1% dall'8.7%.

Gli adjustment sono stati pari a **€2.3mn**, rispetto a circa €2.0mn nel 1H25, e includono principalmente €2.1mn di costi straordinari connessi alle operazioni di M&A e €0.3mn relativi a stock grant, parzialmente compensati da €0.1mn di componenti non di periodo nette positive. Depurando l'EBIT delle medesime componenti, la società evidenzia un **EBIT adjusted pari a €6.2mn, rispetto a -€3.8mn nel 1H25**, confermando il deciso miglioramento della redditività operativa sottostante.

EBIT torna positivo, bottom line penalizzata dalla gestione finanziaria

L'EBIT reported è tornato positivo a **€3.9mn, rispetto a -€5.8mn nel 1H25, con un EBIT margin dell'8.2% rispetto al -24.9% del periodo comparabile**. Oltre alla crescita dell'EBITDA, il miglioramento ha beneficiato di ammortamenti e svalutazioni scesi a €3.8mn rispetto a €7.8mn del 1H25.

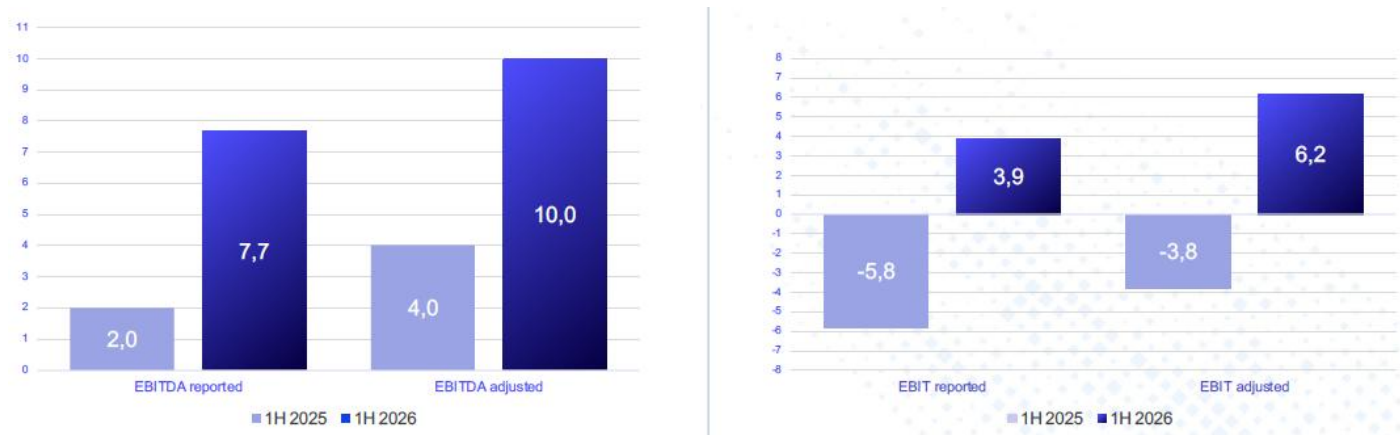
Il forte recupero operativo è stato tuttavia in larga misura assorbito dalla gestione finanziaria. Il saldo netto di proventi e oneri finanziari è risultato **negativo per €3.7mn**, rispetto a proventi netti per €1.6mn nel 1H25, e comprende circa **€1.7mn di oneri finanziari non ricorrenti relativi alla chiusura del finanziamento connesso all'operazione Eles**. Il risultato ante imposte è conseguentemente migliorato a €0.3mn da -€4.2mn, mentre il risultato netto consolidato si è attestato a **-€0.2mn rispetto a -€3.3mn nel 1H25**.

Elevato order intake a supporto della visibilità sul business

Il semestre ha evidenziato un order intake particolarmente sostenuto, pari a **€103.6mn, a conferma della forte domanda nei mercati di riferimento**. Di questi, €72.7mn sono relativi a commesse con esecuzione prevista nell'esercizio 2026 e €30.9mn ad accordi quadro e contratti pluriennali. A questi si aggiunge una pipeline commerciale di circa €124mn.

Gli investimenti realizzati nel semestre sono stati indirizzati in particolare al potenziamento delle capacità industriali nell'Aerospace & Defence e alle infrastrutture tecnologiche AI e High Performance Computing. Tra gli interventi più rilevanti figura l'installazione presso il sito di Limatola dello **shaker elettrodinamico da 350 kN**, con un investimento di circa €2mn, sul quale sono già stati acquisiti i primi ordini.

Mare Group – EBITDA & EBIT 1H26 vs 1H25 (€ mn)



Source: Company presentation

Generazione di cassa penalizzata da working capital e investimenti

La crescita della redditività non si è ancora tradotta in generazione di cassa, con un operating cash flow negativo per €6.8mn rispetto a -€6.6mn nel 1H25. Il principale fattore di assorbimento è stato il capitale circolante, che ha generato un cash outflow di €8.9mn, principalmente per effetto dell'aumento dei crediti commerciali e degli altri crediti correnti. Al contrario, prima delle variazioni del working capital, degli interessi e delle imposte, il cash flow operativo era positivo per €7.3mn.

Gli investimenti materiali e immateriali sono stati pari complessivamente a circa €7.4mn, di cui €1.9mn relativi a immobilizzazioni materiali e €5.5mn a immobilizzazioni immateriali. Il semestre riflette quindi una fase di investimento significativo, con la società che ha anticipato parte degli interventi necessari a sostenere l'espansione dell'order book e della capacità industriale.

PFN reported sostanzialmente stabile, ma aumenta il debito adjusted

L'indebitamento finanziario netto reported si è attestato a €70.8mn a fine giugno rispetto a €68.9mn a fine 2025, risultando sostanzialmente stabile nonostante gli investimenti e le operazioni realizzate nel semestre. Diversa la dinamica della PFN adjusted, salita a €51.9mn da €24.2mn a dicembre.

La differenza è riconducibile soprattutto alla riduzione delle attività finanziarie considerate nell'adjustment, passate da €35.8mn a €8.4mn principalmente per effetto della dismissione della partecipazione in Eles. Il bridge presentato dalla società evidenzia inoltre €22.5mn di proventi netti dalla cessione di Eles, compensati tra l'altro dall'acquisizione delle minorities di EasyGo/EMM per €10.0mn, dagli investimenti accelerati per €3.4mn e dall'assorbimento di €8.9mn di working capital.

Il capitale circolante netto è contestualmente aumentato a €28.6mn dai €21.9mn di fine 2025, mentre il patrimonio netto consolidato è diminuito a €37.9mn da €45.8mn, principalmente per effetto dell'acquisizione del restante 49% di EasyGo e della conseguente riduzione di circa €7mn del patrimonio netto di pertinenza delle minorities.

Prosegue la trasformazione verso un gruppo di ingegneria industriale ad alta tecnologia

I risultati del semestre fotografano un gruppo significativamente più grande e profittevole, ma anche nel pieno di una trasformazione del proprio modello di business, da realtà prevalentemente orientata ai servizi a gruppo di ingegneria industriale con crescenti capacità manifatturiere. La strategia combina sviluppo delle capacità industriali nell'Aerospace & Defence, investimenti in AI, HPC e digital engineering e una progressiva rifocalizzazione del portafoglio verso le attività ritenute maggiormente strategiche.

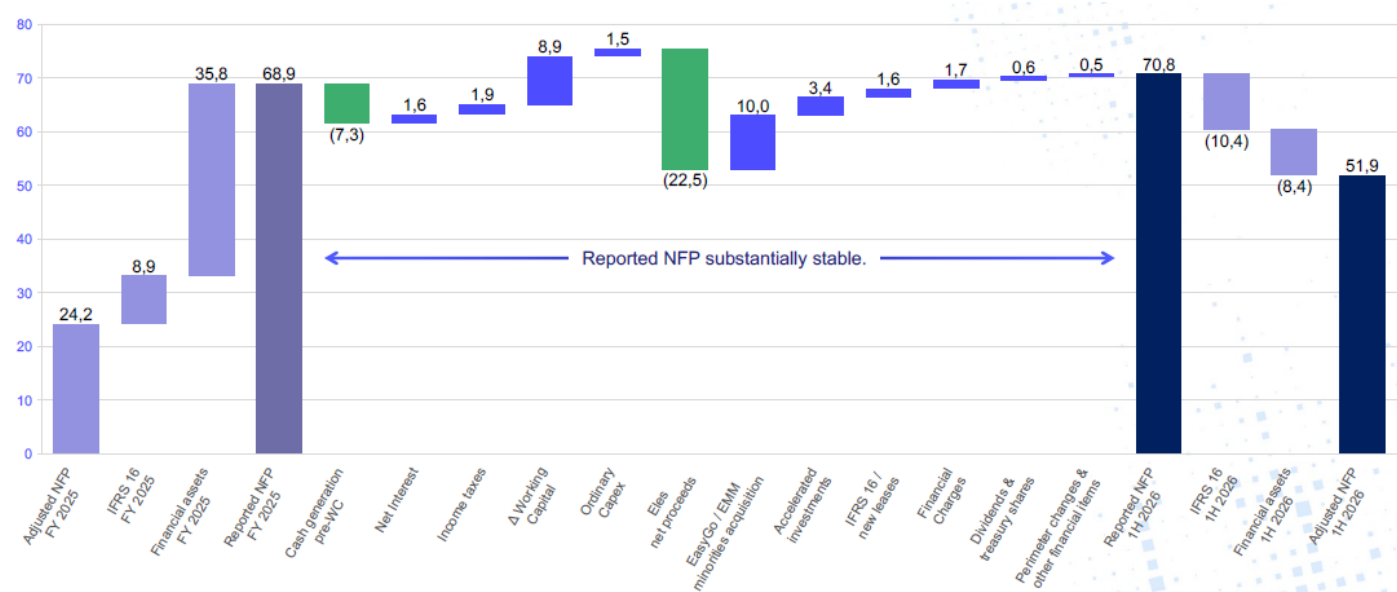
In questo contesto, riteniamo particolarmente positiva la crescita organica del 16.6% e l'espansione di 3.7pp dell'Adj. EBITDA margin, che mostrano come l'aumento dimensionale sia stato accompagnato da un miglioramento della redditività operativa sottostante. Al tempo stesso, l'assorbimento di capitale circolante e la conseguente debole generazione di cassa rappresentano i principali elementi da monitorare dopo il forte sviluppo del business registrato nel semestre.

Mare Group – 1H26 results (€ mn)

	1H25A	1H26A	YoY	2H25A	2H26E Old	YoY	2025A	2026E Old	YoY
Sales	22.1	42.4	92%	31.3	54.1	73%	53.5	96.6	81%
Total Revenues	23.3	47.8	105%	35.7	51.7	45%	59.1	99.6	69%
Adj. EBITDA	4.0	10.0	149%	11.8	12.0	1%	15.9	22.0	38%
<i>% of Revenues</i>	17.3%	20.9%		33.2%	23.1%		26.9%	22.1%	
Non-recurring costs	-2.0	-2.3		-9.7	0.6		-11.7	-1.7	
D&A and Provisions	-7.8	-3.8		-8.6	-6.4		-16.5	-10.2	
EBIT	-5.8	3.9	nm	-6.5	6.2	nm	-12.3	10.1	nm
<i>% of Revenues</i>	-24.9%	8.2%		-18.1%	12.0%		-20.8%	10.2%	
Net Interest Costs	1.6	-2.0		-5.3	-2.4		-3.7	-4.4	
Other Financial Items	0.0	-1.7		7.0	1.9		7.0	0.2	
EBT	-4.2	0.3	nm	-4.8	5.7	nm	-9.0	5.9	nm
Taxes	0.9	-0.5		-0.2	-1.1		0.7	-1.6	
<i>tax rate</i>	22%	187%		-5%	20%		8%	27%	
Consolidated Net Profit	-3.3	-0.2	nm	-5.1	4.6	nm	-8.3	4.3	nm
<i>% of Revenues</i>	-14.0%	-0.5%		-14.2%	8.8%		-14.1%	4.3%	
Minorities	-0.1	-0.3		-0.2	-0.1		-0.3	-0.4	
Net Profit	-3.4	-0.6	nm	-5.3	4.5	nm	-8.7	3.9	nm
<i>% of Revenues</i>	-14.5%	-1.2%		-14.8%	8.7%		-14.7%	3.9%	
Operating Cash Flow	-6.6	-6.8		-2.0	32.8		-8.5	26.0	
CapEx	-8.7	-7.4		1.0	-4.8		-7.7	-12.2	
Free Cash Flow	-15.3	-14.2		-0.9	28.0		-16.2	13.8	
Other Cash Flow	-5.2	13.0		-41.0	14.9		-46.1	27.8	
Dividends	-0.3	-0.6		0.0	0.0		-0.3	-0.6	
Capital increase / Buyback	-0.7	0.0		7.8	3.0		7.1	2.9	
NFP	-34.8	-70.8		-68.9	44.7		-68.9	-26.0	
Net operating working capital	35.6	18.0					18.5	15.8	
Other current assets/(liabilities)	0.9	10.6					3.4	-5.8	
Net Working Capital	36.5	28.6					21.9	10.0	
Fixed assets	56.3	86.9					99.9	72.9	
(Long term liabilities)	-5.2	-6.8					-7.0	-7.0	
Net Invested Capital	87.6	108.7					114.8	75.9	
Net equity (B)	52.7	37.9					45.8	49.8	
Net financial debt (A)	34.8	70.8					68.9	26.0	
<i>Gearing [A/(A+B)]</i>	39.8%	65.1%					60.1%	34.3%	
<i>Debt/Equity (A/B)</i>	66.1%	186.6%					150.4%	52.3%	

Source: Company data, Websim Corporate estimates

Mare Group – Bridge from adj. NFP FY25 to adj. NFP 1H26 (€ mn)



Source: Company presentation

Sviluppi recenti

Dalla pubblicazione della nostra precedente nota del **30 luglio 2025**, Mare Group ha proseguito rapidamente nel percorso di trasformazione da gruppo di engineering services a piattaforma industriale integrata, combinando **semplificazione societaria, rafforzamento della struttura finanziaria, ulteriore attività di M&A e progressivo upgrading della governance e del profilo borsistico**. I principali sviluppi recenti sono sintetizzati di seguito.

Prosegue la semplificazione della struttura societaria

Nel luglio 2026 il CdA ha approvato la fusione per incorporazione di Rack Peruzzi, società acquisita al 100% nel novembre 2025, con l'obiettivo di semplificare la struttura di gruppo e valorizzare le sinergie operative, amministrative e gestionali; la fusione non prevede concambio né variazioni del capitale sociale di Mare Group. A settembre è stato avviato un percorso analogo per EasyGo ed EMM, entrambe interamente controllate, con il medesimo rationale di integrazione e razionalizzazione della struttura societaria. Nel complesso, riteniamo che queste operazioni rappresentino il naturale step successivo alla forte espansione del perimetro realizzata tramite M&A, con benefici attesi in termini di minore complessità organizzativa e maggiore integrazione industriale.

€10mn di nuovo equity da investitori istituzionali

A fine luglio 2026 Mare Group ha deliberato un aumento di capitale riservato complessivamente pari a **€10mn**, attraverso l'emissione di massime 2.0mn nuove azioni a **€5.00 per azione**, sottoscritto in parti uguali da Invitalia, attraverso il Fondo Cresci al Sud, e Deep Value Club tramite DVC2. Le risorse sono destinate a sostenere lo sviluppo delle piattaforme proprietarie, gli investimenti tecnologici e la crescita per linee esterne. A nostro avviso, oltre all'apporto finanziario, l'ingresso di due investitori istituzionali rappresenta un elemento qualitativamente positivo per il profilo azionario del gruppo e fornisce ulteriore capacità per finanziare la pipeline di crescita.

Ulteriori €20mn dedicati all'M&A

Il 6 agosto Mare Group ha sottoscritto con BNL BNP Paribas e Banca Ifis una **committed acquisition facility da circa €20mn**, destinata esclusivamente a finanziare acquisizioni. La facility non genera debito alla firma, ma viene utilizzata al closing delle singole operazioni; presenta un periodo di utilizzo di 12 mesi e scadenza finale nel 2032. Sommando la facility all'aumento di capitale da €10mn, il gruppo ha quindi predisposto circa **€30mn di risorse finanziarie destinate prioritariamente all'M&A**, con focus su Aerospace & Defence, Industry & Transportation e Infrastructure & Building. Riteniamo che la nuova struttura finanziaria aumenti sensibilmente la flessibilità nell'esecuzione di nuove acquisizioni, preservando al contempo la possibilità di modulare il ricorso al debito in funzione degli effettivi closing.

Governance in evoluzione, anche in vista del passaggio al mercato regolamentato

Il CdA ha convocato per il **20 ottobre 2026** l'assemblea straordinaria, chiamata ad approvare una serie di modifiche statutarie riguardanti, tra l'altro, disposizioni in materia di OPA, partecipazioni rilevanti, intervento e voto in assemblea, nomina degli amministratori e Collegio Sindacale. Tra le principali modifiche proposte figura l'introduzione del **voto maggiorato**, con 2 voti per azione dopo il periodo di maturazione e un voto aggiuntivo ogni ulteriori 12 mesi, fino a un massimo di 10 voti per azione. Gli azionisti che non concorreranno all'approvazione del voto maggiorato potranno esercitare il diritto di recesso a **€4.06 per azione**; la delibera è tuttavia soggetta a una condizione risolutiva qualora l'esborso complessivo per i recessi ecceda €250k. A nostro avviso, la revisione della governance è coerente con l'aumento dimensionale del gruppo e con la necessità di adottare standard societari più vicini a quelli richiesti dal mercato regolamentato.

Avviato il percorso verso Euronext Milan e STAR

Il 17 settembre il CdA ha formalmente avviato l'iter per il trasferimento delle azioni da Euronext Growth Milan a **Euronext Milan**, con l'obiettivo, ove ne ricorrano i requisiti, dell'accesso al segmento **Euronext STAR Milan** entro 12 mesi. Il completamento del translisting resta subordinato, tra l'altro, all'approvazione assembleare, all'approvazione del prospetto da parte di Consob e all'ammissione alle negoziazioni da parte di Borsa Italiana. Nell'ambito dello stesso percorso, Intermonte SIM assumerà il ruolo di Specialist dal 14 ottobre 2026. Consideriamo il potenziale passaggio allo STAR un'importante evoluzione dell'equity story: oltre a riflettere la maggiore scala raggiunta da Mare Group, potrebbe nel tempo **ampliare l'universo degli investitori istituzionali potenzialmente interessati al titolo e favorirne visibilità e liquidità**.

Closing di GMSPAZIO e CTMAVIO

Il **30 settembre Mare Group ha inoltre completato le acquisizioni di GMSPAZIO e CTMAVIO** (quest'ultima in anticipo rispetto alla tempistica inizialmente prevista entro il 15 novembre), rafforzando ulteriormente il proprio posizionamento nell'Aerospace & Defence. Le due operazioni ampliano le competenze del Gruppo lungo la catena del valore del settore, contribuendo alla trasformazione da provider di engineering services a piattaforma industriale integrata con crescenti capacità tecnologiche e produttive. Il closing anticipato di CTMAVIO rappresenta, a nostro avviso, un'ulteriore conferma della capacità di Mare Group di accelerare l'esecuzione della propria strategia di crescita per linee esterne e integrare rapidamente nel perimetro attività considerate strategiche.

Workgroup: Mare Group sale al 95% prima dell'exit verso Metriks AI

Nell'ambito del processo di focalizzazione del portafoglio, a luglio Mare Group ha raggiunto un accordo vincolante con Metriks AI per la cessione del **100% di Workgroup**, valorizzata **€20mn di Equity Value** nell'accordo, sulla base di un EBITDA cash 2026-27 di almeno €2.9mn. L'operazione mira a concentrare maggiormente capitale e management sui core verticals del gruppo, in particolare Aerospace & Defence e sulle piattaforme proprietarie nei segmenti Industry & Transportation e Infrastructure & Building. Propedeuticamente alla cessione, il **5 ottobre 2026** Mare Group ha anticipato l'esecuzione dell'acquisto da WGS di un ulteriore **40% di Workgroup**, aggiuntivo al 55% già detenuto, portando così la partecipazione al **95%**. Il corrispettivo dell'operazione è pari a €7.9mn, di cui €3.0mn in azioni Mare Group emesse a €5.60 per azione e €4.9mn cash con pagamento dilazionato. La validità dell'accordo con Metriks AI per la successiva cessione dell'intero capitale di Workgroup è stata nel frattempo **estesa al 15 novembre 2026**.

Gli sviluppi recenti evidenziano il forte attivismo nell'esecuzione della strategia

Nel complesso, leggiamo positivamente gli sviluppi successivi alla nostra precedente nota. Mare Group sta procedendo contemporaneamente su tre direttrici: **(i)** integrazione e semplificazione del perimetro acquisito, **(ii)** rafforzamento della capacità finanziaria per sostenere ulteriori operazioni di M&A e **(iii)** progressivo upgrading di governance e standing borsistico in vista del passaggio a Euronext Milan/STAR. La prevista uscita da Workgroup appare inoltre coerente con una maggiore disciplina nell'allocazione del capitale, liberando risorse da un'attività non core pur mantenendo, attraverso il corrispettivo previsto nell'operazione con Metriks AI, un'esposizione alla futura creazione di valore della piattaforma software/AI.

Revisione stime

Stime operative confermate nonostante il riassetto del perimetro

Confermiamo le nostre stime di ricavi e Adj. EBITDA sull'intero periodo 2026-28, nonostante la prevista evoluzione del perimetro conseguente alla cessione di Workgroup (le altre operazioni di M&A in corso erano già incluse nelle stime). In particolare, manteniamo ricavi attesi a **€99.6mn nel 2026, €124.7mn nel 2027 e €137.3mn nel 2028**, con Adj. EBITDA rispettivamente pari a **€22.0mn, €29.7mn e €33.2mn** e una marginalità in progressivo aumento dal 22.1% del 2026 al 24.2% del 2028.

La decisione di lasciare invariate le stime riflette l'ipotesi che **il venire meno del contributo di Workgroup sia compensato da una maggiore crescita delle restanti attività del Gruppo**, supportata dall'elevato order intake e dagli investimenti realizzati per ampliare la capacità industriale. La strategia di Mare Group prevede inoltre una crescente focalizzazione sull'Aerospace & Defence attraverso, tra l'altro, CTMAVIO, GMSPAZIO e gli investimenti in nuove capacità produttive e di testing.

Per il 2026, i nostri €99.6mn di ricavi implicano **€51.7mn nel 2H26, +45% YoY reported**. Tale crescita non deve tuttavia essere interpretata come interamente organica, poiché il confronto con il 2H25 risente del diverso perimetro di consolidamento. Riteniamo comunque il livello di ricavi raggiungibile alla luce dei **€103.6mn di ordini acquisiti nel 1H26, di cui €72.7mn con esecuzione prevista nell'esercizio, e della pipeline commerciale di circa €124mn**.

Maggiori one-off nel 2026, ma Adj. EBITDA invariato

Manteniamo l'Adj. EBITDA 2026 a **€22.0mn**, mentre riduciamo l'EBITDA reported dell'8%, da **€20.3mn a €18.7mn**, per riflettere una maggiore incidenza degli oneri non ricorrenti. Portiamo infatti gli adjustment attesi nel 2026 a **€3.3mn da €1.7mn**, alla luce dei €2.3mn già contabilizzati nel primo semestre e dell'intensa attività di M&A e riorganizzazione societaria in corso. Nel 1H26 gli adjustment comprendevano €2.1mn di costi legati alle operazioni di M&A e €0.3mn relativi a stock grant.

Dal 2027 manteniamo invece invariata la nostra previsione di €0.7mn annui di adjustment, con EBITDA reported pari a €29.1mn nel 2027 e €32.5mn nel 2028.

Minori ammortamenti determinano una revisione al rialzo dell'EBIT

Riduciamo le nostre stime di ammortamenti e accantonamenti di circa il 20% sull'intero periodo di previsione, alla luce del dato del 1H26, quando D&A e svalutazioni si sono attestati a €3.8mn. La nuova previsione è pari a **€8.1mn nel 2026, €7.0mn nel 2027 e €5.8mn nel 2028**, rispetto rispettivamente a €10.2mn, €8.5mn e €7.3mn precedentemente stimati. Nel 1H26 ammortamenti e svalutazioni erano risultati pari a €3.8mn, rispetto a €7.8mn nel periodo comparabile.

Nonostante la revisione al ribasso dell'EBITDA reported 2026, i minori D&A determinano pertanto una **revisione al rialzo dell'EBIT a €10.6mn nel 2026 (+5%), €22.0mn nel 2027 (+7%) e €26.7mn nel 2028 (+6%)**. L'EBIT margin sale così al 10.7% nel 2026, 17.7% nel 2027 e 19.5% nel 2028.

Revisione positiva dell'utile netto

Rivediamo al rialzo le nostre stime di utile netto, principalmente per effetto dei minori ammortamenti, di una più favorevole gestione finanziaria e della plusvalenza attesa dalla cessione di Workgroup. Riduciamo gli oneri finanziari ricorrenti attesi a **€4.0mn nel 2026-27 e €3.8mn nel 2028**, rispetto rispettivamente a €4.4mn, €4.4mn e €4.0mn delle precedenti stime. La revisione riflette da un lato il **venire meno dell'ammortamento dei costi finanziari connessi all'operazione Eles, interamente spesi nel 1H26**, dall'altro **minori costi attesi per il factoring pro-soluto**, conseguenti al minore utilizzo dello strumento. Quest'ultimo effetto più che compensa l'impatto negativo derivante dal maggiore indebitamento finanziario medio incorporato nelle nostre nuove stime.

Per il 2026 stimiamo inoltre €4.0mn di altre componenti finanziarie positive nette, rispetto a €0.2mn precedentemente attesi. Il saldo riflette **€5.7mn di plusvalenza attesa dalla cessione della partecipazione in Workgroup**, parzialmente compensata dai **€1.7mn di oneri finanziari non ricorrenti contabilizzati nel 1H26**. L'accordo prevede la cessione a Metriks AI del 95% di Workgroup detenuto da Mare Group, per un corrispettivo di €18.9mn, sulla base di un Equity Value di €20.0mn, con perfezionamento dell'operazione previsto entro il 15 novembre 2026.

Sul fronte fiscale, **manteniamo invariato il tax rate di conto economico al 27% sull'intero periodo di previsione**. Abbiamo infatti distinto l'effetto economico delle imposte dall'impatto sulla cassa derivante dall'utilizzo delle DTA: quest'ultimo viene incorporato nel **cash tax rate e nella generazione di cassa**, senza determinare una riduzione dell'aliquota fiscale applicata a conto economico.

Complessivamente, le revisioni sopra descritte, insieme ai minori ammortamenti, determinano un significativo incremento dell'utile netto atteso, che portiamo a **€7.7mn nel 2026 da €3.9mn (+97%)**, a **€13.2mn nel 2027 da €11.2mn (+17%)** e a **€16.8mn nel 2028 da €15.3mn (+10%)**. L'Adj. Net Profit viene conseguentemente rivisto a €7.2mn nel 2026, €13.6mn nel 2027 e €17.2mn nel 2028, con incrementi rispettivamente del **40%, 17% e 9%**.

Forte revisione al ribasso della generazione di cassa 2026, recupero dal 2027

La principale revisione negativa riguarda la generazione di cassa nel 2026. Alla luce dell'assorbimento di capitale circolante registrato nel 1H26 e assumendo un **minore ricorso al factoring pro-soluto**, riduciamo la stima di operating cash flow 2026 a **€1.0mn dai precedenti €26.0mn**. Nel 1H26 l'operating cash flow si è attestato a -€6.8mn, principalmente per effetto di €8.9mn di assorbimento di working capital, a fronte di una generazione di cassa prima delle variazioni del circolante positiva per €7.3mn. Il minore utilizzo del pro-soluto determina, nelle nostre nuove stime, una maggiore permanenza dei crediti commerciali in bilancio e quindi una **cash conversion significativamente inferiore nel breve termine**, pur a fronte di minori costi finanziari associati al factoring.

Manteniamo invariata la previsione di **CapEx 2026 a €12.2mn**, riflettendo gli investimenti sostenuti per l'espansione della capacità industriale e tecnologica. Ne deriva un **Free Cash Flow 2026 negativo per €11.2mn**, rispetto ai +€13.8mn precedentemente stimati. La società ha peraltro anticipato nel 1H26 parte degli investimenti destinati a sostenere l'espansione dell'order book e della capacità produttiva, inclusi quelli nelle attività Aerospace & Defence.

Dal 2027 ci attendiamo invece una **significativa normalizzazione del capitale circolante e un miglioramento della conversione dell'EBITDA in cassa**. Rivediamo quindi al rialzo l'operating cash flow a **€18.7mn nel 2027 dai precedenti €16.3mn** e a **€24.6mn nel 2028 da €20.7mn**. A parità di CapEx, il Free Cash Flow sale conseguentemente a **€14.2mn nel 2027 e €18.9mn nel 2028**, rispetto rispettivamente a €11.8mn e €15.0mn delle precedenti stime. Il profilo di cassa risulta pertanto più penalizzato nel breve termine, ma più favorevole nel medio periodo con la normalizzazione del working capital.

Debito netto rivisto al rialzo per minore cash conversion e operazioni straordinarie

Per effetto della minore generazione di cassa nel 2026 e delle operazioni straordinarie, rivediamo **significativamente al rialzo l'indebitamento finanziario netto atteso a fine anno a €47.7mn dai precedenti €26.0mn**. Il dato implica comunque un netto miglioramento rispetto ai €70.8mn di fine giugno, supportato dagli aumenti di capitale e dalle operazioni di portfolio reshaping previste nella seconda parte dell'anno. La PFN di giugno non incorporava infatti l'aumento di capitale da €10mn deliberato a luglio.

Le nuove stime incorporano **€15.9mn di aumenti di capitale nel 2026**, rispetto ai €2.9mn precedentemente considerati, e tengono conto degli effetti delle operazioni straordinarie in corso. Tra queste, la prevista cessione del 95% di Workgroup a Metriks AI per un corrispettivo di €18.9mn (dopo averne acquisito a inizio ottobre 2026 il 40% per €7.9mn), sulla base di un Equity Value di €20.0mn, e le acquisizioni che rafforzano il posizionamento del Gruppo nell'Aerospace & Defence.

Il maggiore debito di fine 2026 determina una revisione al rialzo della PFN anche negli esercizi successivi, **nonostante la migliore generazione di cassa attesa dal 2027**. Stimiamo ora un indebitamento netto di **€30.5mn a fine 2027**, rispetto ai precedenti €15.2mn, e di **€15.1mn a fine 2028**, rispetto a €3.4mn. Il profilo finanziario continua quindi a evidenziare un progressivo deleveraging, con una riduzione della PFN di oltre €32mn tra il 2026 e il 2028, ma **su livelli di debito strutturalmente più elevati rispetto alle nostre precedenti stime**, principalmente per effetto della minore cash conversion nel breve termine e della nuova configurazione delle operazioni straordinarie.

Mare Group – Estimate revisions

(€ mn)	2026 New	2027 New	2028 New	2026 Old	2027 Old	2028 Old	2026 ch.	2027 ch.	2028 ch.
Sales	96.6	121.0	133.2	96.6	121.0	133.2	0%	0%	0%
% YoY growth	80.6%	25.3%	10.1%	80.6%	25.3%	10.1%			
Total revenues	99.6	124.7	137.3	99.6	124.7	137.3	0%	0%	0%
% YoY growth	68.6%	25.3%	10.1%	68.6%	25.3%	10.1%			
Adj. EBITDA	22.0	29.7	33.2	22.0	29.7	33.2	0%	0%	0%
% of Revenues	22.1%	23.8%	24.2%	22.1%	23.8%	24.2%			
% YoY growth	38.4%	35.3%	11.7%	38.4%	35.3%	11.7%			
Non-recurring costs	-3.3	-0.7	-0.7	-1.7	-0.7	-0.7			
EBITDA	18.7	29.1	32.5	20.3	29.1	32.5	-8%	0%	0%
D&A and Provisions	-8.1	-7.0	-5.8	-10.2	-8.5	-7.3	-21%	-18%	-21%
EBIT	10.6	22.0	26.7	10.1	20.5	25.2	5%	7%	6%
% of Revenues	10.7%	17.7%	19.5%	10.2%	16.5%	18.4%			
% YoY growth	-217.2%	70.6%	27.3%	-165.6%	178.7%	31.7%			
Net Interest Costs	-4.0	-4.0	-3.8	-4.4	-4.4	-4.0			
Other Financial Items	4.0	0.0	0.0	0.2	0.4	0.5			
EBT	10.6	18.0	22.9	5.9	16.5	21.7	79%	9%	6%
Taxes	-2.9	-4.9	-6.2	-1.6	-4.5	-5.9			
tax rate	27%	27%	27%	27%	27%	27%			
Cons. Net Profit	7.7	13.2	16.8	4.3	12.0	15.8	78%	10%	6%
% of Revenues	7.8%	10.6%	12.2%	4.3%	9.6%	11.5%			
Minorities	0.0	0.0	0.0	-0.4	-0.8	-0.5			
Net Profit	7.7	13.2	16.8	3.9	11.2	15.3	97%	17%	10%
% of Revenues	7.8%	10.6%	12.2%	3.9%	9.0%	11.1%			
Adj. Net Profit	7.2	13.6	17.2	5.1	11.7	15.7	40%	17%	9%
% of Revenues	7.2%	10.9%	12.6%	5.2%	9.4%	11.5%			
Operating Cash Flow	1.0	18.7	24.6	26.0	16.3	20.7			
Capex	-12.2	-4.5	-5.7	-12.2	-4.5	-5.7			
Free Cash Flow	-11.2	14.2	18.9	13.8	11.8	15.0			
Other Cash Flow	15.9	4.0	0.0	27.8	0.0	0.0			
(Dividends)	-0.6	-1.1	-2.0	-0.6	-1.0	-1.7			
Capital increase (Buy-back)	15.9	0.0	0.0	2.9	0.0	0.0			
NFP	-47.7	-30.5	-15.1	-26.0	-15.2	-3.4			

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

Confermiamo il rating BUY e il target price a €8.4, includendo, come sempre, uno sconto liquidità del 20%, in presenza di una valutazione su base DCF, pesata al 50%, che si conferma sostanzialmente a €11.7 (€9.3 al netto dello sconto liquidità), e di una valutazione basata sui multipli di settore, pesata per il restante 50%, che si conferma a €9.5 (€7.6 al netto dello sconto liquidità). In definitiva, le variazioni apportate nelle nostre stime, che hanno avuto complessivamente un impatto positivo sulla valutazione, sono compensate dall'effetto diluitivo degli aumenti di capitale, che hanno determinato un incremento del numero totale azioni fully diluted dell'11.9% (da 21.28mn di azioni a 23.81 mn di azioni).

Mare Group – Valuation Summary

Valuation Method	Equity Value	20% Liq. Disc.	Fair Equity Value	Fully Diluted shares (mn)	Fair Value per share (Eu)	% Weight
A) Discounted Cash Flow Model	277.6	(55.5)	222.0	23.8	9.3	50%
B) Peer Multiple Comparison	225.7	(45.1)	180.6	23.8	7.6	50%
Weighted average value	251.6	(50.3)	201.3		8.4	100%

Source: Websim Corporate estimates

A meri fini espositivi, riportiamo qui di seguito una tabella che evidenzia i multipli ai quali Mare Group tratterebbe al target price di €8.4.

Mare Group – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2026	2027	2028
F.d. shares (mn)	23.8	23.8	23.8
Market Cap.	200.0	200.0	200.0
Enterprise Value	223.0	209.7	194.1
EV/Sales	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.2	7.1	5.8
EV/ EBIT	16.1	9.2	7.1
EV/Capital Employed	1.9	1.8	1.7
P/E	27.9	14.7	11.6
P/CEPS	13.5	10.0	9.0

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").

Mare Group – Discounted Cash Flow Model (€ mn)

	AS OF	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030E	TV
Revenues		99.6	124.7	137.3	147.6	154.9	159.6
YoY growth		68.6%	25.3%	10.1%	7.5%	5.0%	3.0%
EBITDA		22.0	29.7	33.2	33.9	35.6	36.7
EBITDA margin		22.1%	23.8%	24.2%	23.0%	23.0%	23.0%
D&A and Provisions		(8.1)	(7.0)	(5.8)	(6.5)	(5.5)	(5.0)
EBIT		13.9	22.7	27.4	27.4	30.1	31.7
EBIT margin		13.9%	18.2%	20.0%	18.6%	19.5%	19.9%
Taxes		(0.8)	(1.3)	(3.5)	(7.4)	(8.1)	(8.6)
tax rate		5.6%	5.6%	12.6%	27.0%	27.0%	27.0%
NOPAT		13.1	21.4	24.0	20.0	22.0	23.1
D&A		8.1	7.0	5.8	6.5	5.5	5.0
Δ NWC		(14.3)	(0.7)	3.0	(3.1)	(2.3)	(1.2)
Capex		(12.2)	(4.5)	(5.7)	(4.5)	(5.0)	(5.5)
% Capex on net turnover		12.3%	3.6%	4.2%	3.0%	3.2%	3.4%
Free Cash Flow		(5.4)	23.2	27.0	18.9	20.2	21.5
Discounting factor		1.00	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65
Discounted Free Cash Flow		(5.4)	21.3	22.7	14.5	14.3	13.9

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 0.96 (invariato), corrispondente al beta del settore Software (System & Application) europeo fornito da Damodaran
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al 3.0% (invariato) che corrisponde ad un tasso reale dell'1%, che riteniamo prudente in relazione alle prospettive di crescita dei mercati di riferimento
- **Azioni fully diluted** pari a 23.812mn (al netto delle azioni proprie, pari a 0.095mn dopo l'assegnazione di 0.045mn di azioni agli attuali azionisti di GMSPAZIO), che includono il numero di azioni potenzialmente rivenienti dall'esecuzione dei piani di incentivazione (1.0mn) e dall'aumento di capitale legato all'acquisizione CTMAVIO (0.536mn) ed al 40% di Workgroup (0.536mn).

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

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un **Enterprise Value pari a €300mn**, di cui il **76% riconducibile al valore terminale della Società**, e in un **Equity Value pari a €276mn**, equivalente a **€11.6 per azione fully diluted**.

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

A) 2027-30 Discounted Free Cash Flows	72.9	24%
Terminal Value	351.7	
Discounting factor	0.65	
B) Discounted Terminal Value	227.5	76%
C) = (A+B) Enterprise Value	300.4	100%
NFP @ 31.12.2026	(47.7)	
Associates and other financial assets	23.3	
Cash-in from capital increases	1.6	
Equity Value	277.6	
Number of fully diluted shares (mn)	23.8	
Fair Value per share (€)	11.7	

Source: Websim Corporate estimates

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

Mare Group – DCF Sensitivity Analysis to WACC and "g" (€ ps)

Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth					
	7.1%	8.1%	9.1%	10.1%	11.1%
1.0%	12.7	10.8	9.4	8.3	7.4
1.5%	13.6	11.4	9.8	8.6	7.7
2.0%	14.7	12.2	10.4	9.0	8.0
2.5%	16.1	13.0	11.0	9.5	8.3
3.0%	17.7	14.1	11.7	9.9	8.7
3.5%	19.8	15.3	12.5	10.5	9.1
4.0%	22.6	16.9	13.5	11.2	9.6
4.5%	26.5	18.9	14.7	12.0	10.1
5.0%	32.2	21.6	16.1	12.9	10.7

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi svolta emerge come, anche ipotizzando un tasso di crescita terminale dell'1% 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 una valutazione per azione fully diluted pari a €7.4**.

Peer Multiple Comparison

Il campione di società selezionate per calcolare i multipli di settore comprende gruppi unicamente europei, di cui due italiani (TXT e-solutions, e Seco), due tedeschi (Bechtle e Ionos Group), uno spagnolo (Indra Sistemas) e uno norvegese (Bouvet ASA). Il campione include società di media e grande dimensione con capitalizzazioni di mercato comprese tra €0.5bn (Bouvet) e €10.4bn (Indra Sistemas).

Mare Group – Comparable Companies Market Capitalization and Share Price Performance

	Price	Mkt Cap. (€ mn)	Share Price Performance			
			1M	3M	6M	12M
Bechtle AG	34.38	4,332	-3.8%	6.9%	16.7%	-9.4%
IONOS Group SE	32.62	4,567	-5.7%	9.2%	31.5%	-4.1%
Indra Sistemas, S.A. Class A	58.74	10,377	1.5%	14.3%	20.0%	47.5%
TXT e-solutions S.p.A.	50.60	658	4.4%	14.2%	68.4%	41.3%
SECO S.p.A.	4.51	599	28.0%	43.5%	79.5%	33.3%
Bouvet ASA	46.95	455	-4.7%	6.7%	-6.3%	-28.5%
Average		3,498	3.3%	15.8%	35.0%	13.4%
Median		2,495	-1.2%	11.7%	25.7%	14.6%
Mare Group	5.20	114	4.8%	19.0%	54.8%	28.1%

Source: FactSet and Websim Corporate estimates

Mare Group – Comparable Companies Trading Multiples (x)

	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Bechtle AG	9.1x	8.5x	13.4x	12.3x	17.3x	15.8x
IONOS Group SE	10.2x	8.8x	12.9x	11.0x	17.7x	14.4x
Indra Sistemas, S.A. Class A	9.8x	8.5x	13.6x	11.5x	21.1x	17.8x
TXT e-solutions S.p.A.	10.5x	8.9x	21.8x	13.8x	18.1x	15.1x
SECO S.p.A.	15.2x	11.4x	28.4x	18.2x	47.0x	27.4x
Bouvet ASA	9.1x	8.5x	11.2x	10.3x	14.3x	13.0x
Average	10.6x	9.1x	16.9x	12.8x	22.6x	17.2x
Median	10.0x	8.7x	13.5x	11.9x	17.9x	15.5x
Mare Group	6.7x	4.5x	10.6x	5.9x	16.1x	9.1x

Source: FactSet and Websim Corporate estimates

Abbiamo scelto di utilizzare come benchmark i **multipli mediani del campione riferiti agli anni 2026 e 2027**, considerando come parametro di riferimento l'**EV/EBITDA**, ritenuto il più rappresentativo ai fini valutativi.

Seguendo questa impostazione, sulla base di una media semplice tra il multiplo 2026 ed il multiplo 2027, abbiamo stimato un **equity value per azione fully diluted Mare Group pari a Eu9.5**.

Mare Group – Trading Multiples Valuation Summary

Trading Multiples Valuation Map	Multiple (x)	EV (€ mn)	Equity Value (€ mn)	F.d. shares (mn)	FV/share (€)	% WEIGHT
2026 median EV/EBITDA	10.0	219.8	200.4	23.8	8.4	50.0%
2027 median EV/EBITDA	8.7	257.3	251.1	23.8	10.5	50.0%
Weighted FV/share						9.5
						100.0%

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

Confermiamo la nostra view positiva su Mare Group, con rating BUY e target price invariato a €8.40 per azione. I risultati del 1H26 confermano la solidità del percorso di crescita del Gruppo: a fronte di ricavi più che raddoppiati YoY, la crescita organica a perimetro omogeneo si è attestata al **16.6%**, accompagnata da un'espansione di **3.7pp dell'Adj. EBITDA margin al 20.9%**. L'elevato order intake, pari a **€103.6mn**, e una pipeline commerciale di circa **€124mn** forniscono inoltre buona visibilità sul prosieguo dell'esercizio e supportano la conferma delle nostre stime operative 2026-28.

Al di là dei risultati semestrali, riteniamo che **l'investment case stia progressivamente evolvendo** con la trasformazione di Mare Group da società prevalentemente focalizzata sui servizi di engineering a **piattaforma industriale integrata ad alto contenuto tecnologico**, con un crescente posizionamento nell'Aerospace & Defence e lo sviluppo di competenze proprietarie in AI, HPC e digital engineering. L'attivismo degli ultimi mesi, che comprende la semplificazione della struttura societaria, il rafforzamento patrimoniale, la nuova acquisition facility, il portfolio reshaping e l'avvio dell'iter per il passaggio a Euronext Milan con l'obiettivo STAR, ci sembra coerente con questa evoluzione e potrebbe contribuire nel tempo ad ampliare visibilità e base di investitori istituzionali del titolo.

Il principale elemento di attenzione rimane la generazione di cassa. L'assorbimento di working capital registrato nel 1H26 e il minore ricorso atteso al factoring pro-soluto ci portano a ridurre significativamente la stima di Free Cash Flow 2026 e a rivedere la PFN attesa a fine anno a **€47.7mn (debito)**. Ci attendiamo tuttavia un deciso miglioramento della cash conversion dal 2027, supportato dalla normalizzazione del capitale circolante e dalla crescita della redditività, con un progressivo deleveraging fino a una PFN stimata di **€15.1mn nel 2028**. L'esecuzione su working capital e deleveraging rappresenta quindi, a nostro avviso, il principale elemento da monitorare nei prossimi trimestri.

Nel complesso, **riteniamo che il profilo rischio/rendimento rimanga interessante.** Le revisioni apportate alle stime hanno un impatto complessivamente positivo sulla valutazione, grazie soprattutto ad una maggiore crescita organica, ai minori ammortamenti, a una gestione finanziaria più favorevole e alla plusvalenza attesa dalla cessione di Workgroup, ma tale beneficio è sostanzialmente compensato dalla diluizione derivante dagli aumenti di capitale. Confermiamo pertanto il **target price a €8.40**, basato per il 50% sul DCF e per il 50% sui multipli di settore e comprensivo di uno sconto di liquidità del 20%. Rispetto al prezzo corrente indicato nella nota di **€5.40**, il target implica un **upside di circa il 60%**, a supporto della conferma del rating **BUY**.

Company in Brief

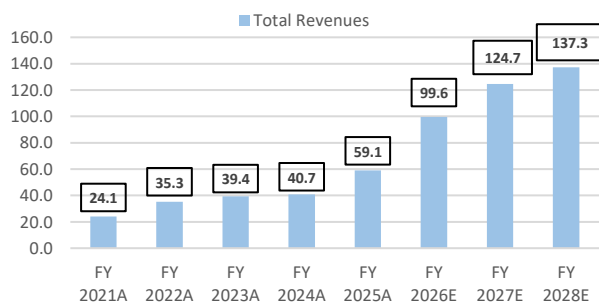
Descrizione della Società

Mare Group, fondata nel 2001, è una società di ingegneria ad alta tecnologia attiva nei settori Aerospace & Defence, Industry & Transportation e Infrastructure & Building. Quotata su Euronext Growth Milan, opera come piattaforma industriale integrata facendo leva su tecnologie e soluzioni proprietarie, con oltre 700 persone e 35 sedi in 5 Paesi. Grazie anche a una strategia di crescita per acquisizioni avviata nel 2019, il Gruppo si è affermato tra i principali operatori indipendenti nell'ingegneria innovativa in Italia e in Europa.

Punti di forza/Opportunità

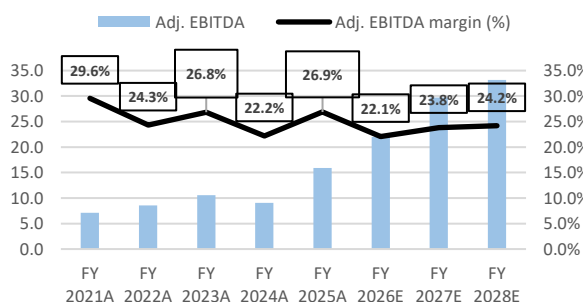
- Scalabilità ed innovazione tecnologica
- Ampia offerta di servizi integrati e prodotti
- Partnership con operatori di primario standing internazionale
- Tecnologie proprietarie e rapida evoluzione
- Mercato inespresso, trainato dall'innovazione
- Strategia di acquisizioni

Mare Group – 2021-2028E Revenues Trend (€ mn)



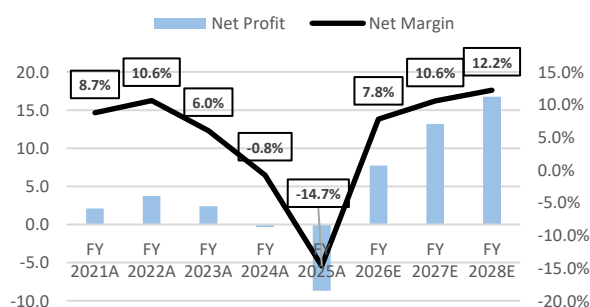
Source: Company data & Websim Corporate est.; 2021A-2023A OIC, 2024A-2028E IFRS

Mare Group – 2021-2028E Adj EBITDA (€ mn) & Margin (%)



Source: Company data & Websim Corporate est.; 2021A-2023A OIC, 2024A-2028E IFRS

Mare Group – 2021-2028E Net Income (€ mn) & Margin* (%)



Source: Company data & Websim Corporate est.; 2021A-2023A OIC, 2024A-2028E IFRS

Management

CEO: Antonio Maria Zinno
Presidente: Marco Bellucci

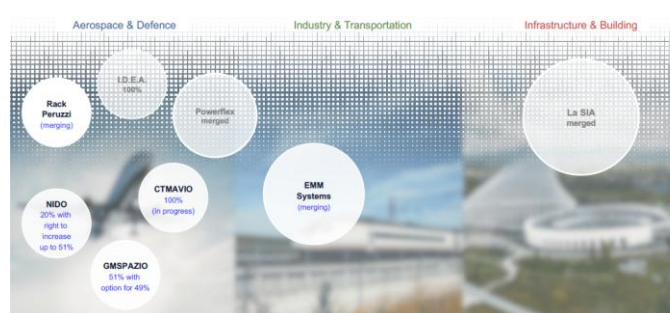
Azionisti

Antonio Maria Zinno	14.5%
Marco Bellucci	10.6%
Valerio Griffa	8.2%
DVC2 S.r.l.	7.4%
Invitalia S.p.A.	7.3%
CSE Holding S.r.l.	4.7%
Others	7.0%
Treasury shares	0.6%
Free float	39.7%

Rischi/Debolezze

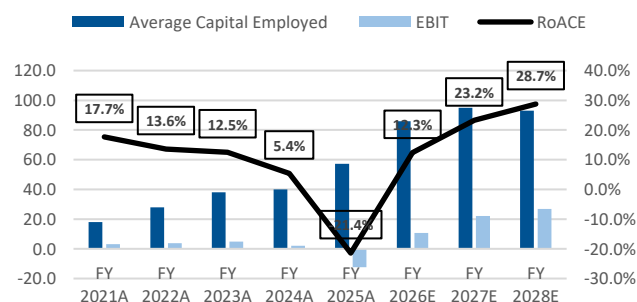
- Integrazione post-acquisizioni
- Elevata dipendenza da settori pubblici o para-pubblici
- Ambiente altamente competitivo

Mare Group – 2025-2026 M&A



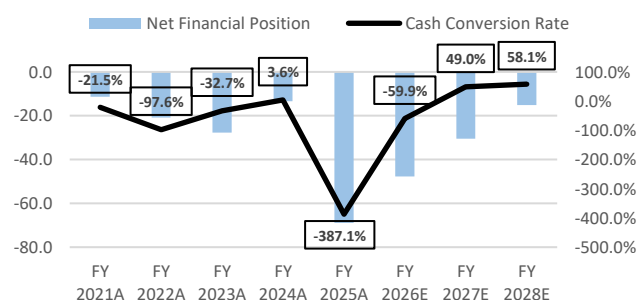
Source: Company presentation

Mare Group – 2021-2028E RoACE Evolution (%)



Source: Company data & Websim Corporate est.; 2021A-2023A OIC, 2024A-2028E IFRS

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



Source: Company data & Websim Corporate est.; 2021A-2023A OIC, 2024A-2028E IFRS

DETAILS ON STOCK RECOMMENDATION			
Stock NAME	MARE GROUP		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (€):	8.40	Previous Target (€):	8.40
Current Price (€):	5.20	Previous Price (€):	5.38
Date of report:	08/10/2026	Date of last report:	7/30/2026

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 8 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, GIOCOMONDO 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.