

MARE GROUP

Sector: *Industrials*

BUY (unchanged)

Target: €8.40 (from €7.50)

La filiera UAV prende forma

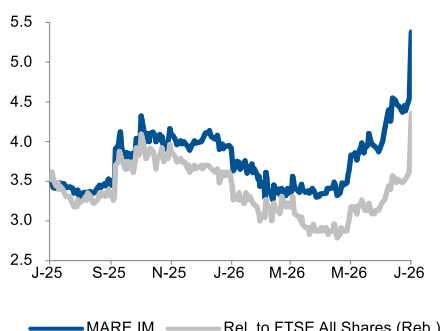
ANALYST(s)

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

Change (%)	2026E	2027E	2028E
Eps Adj.	1.0%	31.8%	25.2%

Key Data	July 29, 2026
Price (€)	5.38
Upside/(Downside)	56.1%
Sector	Industrials
Reuters Code	MARE.MI
Bloomberg Code	MARE IM

Performance (%)	1M	3M	12M
Absolute	35.5%	60.6%	50.7%
Relative	35.0%	49.5%	22.1%
12M (H/L)		5.38/3.27	
3M Average Volume (th):		47.05	



Shareholder data

Total no. of Shares (mn):	21.3
Mkt Cap (€ mn):	104.0
Mkt Float (€ mn):	33.1
Mkt Float (in %):	31.8%
Main Shareholder:	
Antonio Maria Zinno	15.7%

Balance Sheet Data

Book Value (€ mn)	49.8
BVPS (€)	2.12
P/BV	2.5
Net Financial Position (€ mn)	-26.0
Enterprise Value (€ mn)	130.1

Le recenti operazioni su NIDO, GMSPAZIO e CTMAVIO accelerano la trasformazione di Mare Group in una piattaforma integrata Aerospace & Defence, rafforzando il presidio lungo l'intera filiera UAV. Contestualmente, la cessione di Workgroup aumenta la focalizzazione strategica sui business a maggiore crescita e valore aggiunto. Le acquisizioni determinano una revisione significativamente positiva delle nostre stime dal 2027, con un forte miglioramento atteso di ricavi, marginalità e utili. Confermiamo il rating BUY e alziamo il Target Price a €8,4 per azione da €7.5.

- **Costruzione di una filiera UAV integrata:** Le recenti operazioni su NIDO, GMSPAZIO e CTMAVIO delineano una chiara strategia di integrazione verticale nel settore Aerospace & Defence. Mare Group amplia il proprio presidio lungo l'intera catena del valore, dalle tecnologie AI e di guida autonoma alla sensoristica avanzata, fino alla manifattura e certificazione di componenti aerospaziali. Riteniamo che tale approccio rafforzi il posizionamento competitivo del gruppo e favorisca la partecipazione a programmi europei e nazionali ad elevato contenuto tecnologico.
- **Acquisizioni accretive e valutazioni interessanti:** Le acquisizioni di GMSPAZIO e CTMAVIO sono state concluse a multipli che riteniamo particolarmente contenuti rispetto ai benchmark del settore. Entrambe le società presentano elevata redditività operativa, competenze proprietarie e forte complementarità con le attività del gruppo. Stimiamo che l'integrazione degli asset possa generare significative sinergie industriali e contribuire a un miglioramento strutturale della marginalità nei prossimi esercizi.
- **Revisione al rialzo delle stime dal 2027:** A seguito delle acquisizioni abbiamo rivisto significativamente le nostre previsioni, soprattutto a partire dal 2027. Le nuove stime incorporano una crescita dei ricavi del 14%, un incremento dell'Adj. EBITDA del 21%, dell'EBIT del 35% e dell'utile netto del 40% rispetto alle precedenti attese. Il 2026 sarà influenzato da costi straordinari di integrazione, mentre i benefici industriali emergeranno pienamente dal 2027 in avanti.
- **Cessione di Workgroup e maggiore focalizzazione strategica:** L'accordo per la cessione di Workgroup a Metriks AI rappresenta un ulteriore tassello del processo di rifocalizzazione del gruppo sulle attività a più elevato potenziale di crescita. L'operazione genera una plusvalenza potenziale di circa €5.7mn e consente a Mare Group di destinare risorse finanziarie e manageriali allo sviluppo delle attività Aerospace & Defence, mantenendo al contempo un'esposizione indiretta al futuro sviluppo dell'asset ceduto.
- **BUY confermato, Target Price a €8.4:** Riteniamo che Mare Group stia evolvendo rapidamente da società di ingegneria ad operatore industriale integrato nei sistemi autonomi e nelle tecnologie dual-use. Pur tenendo in considerazione i rischi di esecuzione connessi all'integrazione delle recenti acquisizioni e al temporaneo incremento della leva finanziaria, continuiamo a vedere un interessante potenziale di creazione di valore. Confermiamo pertanto il rating BUY e aggiorniamo il nostro Target Price a €8.4 per azione da €7.5.

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	5.1	11.7	15.7
EPS New Adj (€)	0.191	0.193	0.245	0.550	0.740
EPS Old Adj (€)	0.191	0.193	0.242	0.417	0.591
DPS (€)	0.017	0.030	0.050	0.090	0.130
EV/EBITDA Adj	7.1	6.2	5.9	4.0	3.2
EV/EBIT Adj	12.8	10.9	11.1	5.6	4.1
P/E Adj	21.3	19.8	22.0	9.8	7.3
Div. Yield	0.3%	0.6%	0.9%	1.7%	2.4%
Net Debt/EBITDA Adj	1.5	4.3	1.2	0.5	0.1

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	20.3	29.1	32.5
EBIT	4.8	2.2	-12.3	10.1	20.5	25.2
Financial Income (charges)	-1.1	-1.5	3.3	-4.2	-4.1	-3.5
Associates & Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax Profit	3.7	0.6	-9.0	5.9	16.5	21.7
Taxes	-1.3	-0.9	0.7	-1.6	-4.5	-5.9
Tax rate	34.9%	145.7%	7.5%	26.8%	27.4%	27.4%
Minorities & Discontinued Operations	0.0	0.0	-0.3	-0.4	-0.8	-0.5
Net Profit	2.4	-0.3	-8.7	3.9	11.2	15.3
EBITDA Adj	10.6	9.0	15.9	22.0	29.7	33.2
EBIT Adj	5.3	5.0	8.9	11.8	21.2	25.9
Net Profit Adj	2.9	2.5	3.6	5.1	11.7	15.7
Per Share Data (€)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	10.0	16.2	20.7	21.3	21.3	21.3
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	10.0	15.0	19.3	19.3	19.3	19.3
EPS f.d	0.237	-0.025	-0.469	0.187	0.527	0.717
EPS Adj f.d	0.293	0.191	0.193	0.245	0.550	0.740
BVPS f.d	1.869	2.246	2.067	2.118	2.572	3.207
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%	24.6%	15.5%	16.5%
Cash Flow (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Gross Cash Flow	2.1	8.3	2.5	14.0	19.8	22.1
Change in NWC	-1.4	-1.9	-11.0	12.0	-3.4	-1.4
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	13.8	11.8	15.0
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	-1.0	-1.7
Equity Financing/Buy-back	0.0	15.0	7.1	2.9	0.0	0.0
Change in Net Financial Position	-7.0	15.4	-55.5	46.9	10.9	11.8
Balance Sheet (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Fixed Assets	29.1	30.9	99.8	72.9	69.6	68.9
Net Working Capital	20.5	15.3	22.0	10.0	13.4	14.9
Long term Liabilities	-3.1	-3.3	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
Net Capital Employed	46.5	42.9	114.9	75.9	76.0	76.7
Net Cash (Debt)	-27.7	-13.4	-68.9	-26.0	-15.2	-3.4
Group Equity	18.7	29.5	38.2	44.5	54.7	68.2
Minorities	0.1	0.0	7.7	5.3	6.1	5.1
Net Equity	18.8	29.5	45.9	49.8	60.8	73.3
Enterprise Value (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Average Mkt Cap		60.8	73.6	104.0	104.0	104.0
Adjustments (Associate & Minorities)	-2.6	-10.4	-44.7	0.0	0.0	0.0
Net Cash (Debt)	-27.7	-13.4	-68.9	-26.0	-15.2	-3.4
Enterprise Value		63.8	97.8	130.1	119.2	107.4
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%	12.2%	17.5%	19.5%
Gearing - Debt/Equity	148.2%	45.5%	180.5%	58.6%	27.7%	5.0%
Interest Cover on EBIT	4.3	1.4	3.8	2.4	5.1	7.1
Net Debt/EBITDA Adj	2.6	1.5	4.3	1.2	0.5	0.1
ROACE*	11.2%	4.8%	-15.6%	10.6%	27.0%	33.1%
ROE*	15.9%	10.4%	9.4%	10.7%	21.1%	23.5%
EV/CE		1.4	1.2	1.4	1.6	1.4
EV/Sales		1.7	1.8	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA Adj		7.1	6.2	5.9	4.0	3.2
EV/EBIT Adj		12.8	10.9	11.1	5.6	4.1
Free Cash Flow Yield	-3.2%	0.2%	-15.9%	12.9%	10.7%	13.9%
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%	31.7%	80.0%	22.2%
Net Profit Adj	-21.8%	-14.2%	41.8%	44.4%	127.5%	34.6%
EPS Adj	-21.8%	-34.6%	0.7%	27.1%	124.5%	34.6%
DPS	nm	nm	77.5%	66.2%	80.0%	44.4%

*Excluding extraordinary items Source: Intermonte SIM Estimates

Strategia di integrazione verticale nella filiera UAV: NIDO, GMSPAZIO e CTMAVIO

Investment Thesis

Le recenti operazioni annunciate da Mare Group rappresentano un'accelerazione significativa della strategia industriale nel comparto Aerospace & Defence, con focus particolare sulla costruzione di una filiera integrata nel settore UAV (Unmanned Aerial Vehicles). L'ingresso nel capitale di NIDO, l'acquisizione di GMSPAZIO e il successivo accordo per l'acquisizione di CTMAVIO delineano un chiaro progetto di integrazione verticale che punta a presidiare l'intera catena del valore: dalla progettazione software e AI, ai sistemi autonomi, fino alla produzione e certificazione di componenti e piattaforme aeronautiche.

A nostro avviso, questa strategia aumenta il posizionamento competitivo di Mare Group in un mercato europeo destinato a beneficiare dell'incremento della spesa per difesa, sorveglianza, sistemi autonomi e tecnologie dual-use.

La costruzione di una piattaforma UAV integrata

Negli ultimi mesi Mare Group ha sviluppato una strategia basata non sulla semplice crescita dimensionale, ma sull'acquisizione di asset complementari lungo la catena del valore dei sistemi unmanned.

L'obiettivo appare quello di creare un polo tecnologico integrato in grado di offrire:

- sviluppo di piattaforme autonome e AI;
- progettazione di sistemi UAV;
- sensoristica e capacità spaziali;
- manifattura di componenti critici;
- integrazione industriale;
- certificazione e testing.

Questo modello presenta caratteristiche simili a quelle adottate dai principali operatori internazionali della difesa e dell'aerospazio, che cercano di internalizzare le competenze critiche per ridurre le dipendenze esterne e migliorare il controllo tecnologico.

Rafforzamento nel testing A&D con nuovo investimento industriale

A fine maggio Mare Group ha annunciato il potenziamento delle proprie capacità industriali nel testing di qualifica attraverso l'installazione di un nuovo sistema di prova presso il sito di Limatola (BN). L'infrastruttura – uno shaker elettrodinamico da 350kN – consente di riprodurre vibrazioni e sollecitazioni meccaniche su componenti destinati a settori ad alta criticità tecnologica, tra cui aerospazio e difesa, automotive ed elettronica di potenza.

L'investimento complessivo è pari a circa €2mn, sostenuto nel biennio 2025-2026, e si inserisce nel percorso strategico di rafforzamento delle capacità industriali del Gruppo. Il nuovo impianto permette di ampliare significativamente la gamma di test eseguibili in termini di dimensioni dei carichi e intensità delle sollecitazioni, supportando qualifiche secondo standard militari, avionici e spaziali.

Dal punto di vista commerciale, la nuova infrastruttura consente a Mare Group di offrire servizi di testing sia come campagne stand-alone sia all'interno di pacchetti integrati che comprendono anche progettazione, sviluppo e qualifica.

Riteniamo l'investimento rafforzi il posizionamento di Mare Group lungo la catena del valore in ambiti a elevata specializzazione e barriere all'ingresso, come il testing di qualifica in ambito A&D.

L'introduzione di capacità interne avanzate di testing consente al gruppo di:

- ridurre la dipendenza da fornitori terzi e i tempi di accesso al mercato per i clienti;
- aumentare il contenuto tecnologico dell'offerta, migliorando marginalità e pricing power;
- consolidare il modello integrato "end-to-end" (dalla progettazione alla qualifica), elemento distintivo rispetto a operatori più focalizzati.

Inoltre, il segmento delle prove di qualifica rappresenta un "collo di bottiglia" nei programmi industriali A&D, con domanda strutturalmente sostenuta e capacità limitata, fattori che dovrebbero tradursi in buone prospettive di saturazione dell'impianto e ritorno sull'investimento.

Nel complesso, l'operazione appare coerente con la strategia di crescita per linee sia organiche sia per acquisizioni, e contribuisce a posizionare Mare Group in fasce più alte della catena del valore nei mercati target.

NIDO: il presidio del livello applicativo e dell'autonomia

La prima mossa strategica è stata l'investimento in **NIDO**, startup italiana specializzata in sistemi unmanned autonomi e tecnologie di Physical AI.

Nel giugno 2026 Mare Group ha acquisito il 20% della società con un investimento iniziale di €50k, ottenendo contestualmente un'opzione per salire fino al 51% entro 24 mesi. Tale opzione potrà essere esercitata mediante aumento di capitale, acquisto di quote dagli attuali soci o una combinazione delle due modalità; la valorizzazione della target ai fini dell'eventuale incremento è determinata applicando un multiplo di 7x EBITDA, con un floor minimo di €1.5mn di Enterprise Value. La struttura dell'operazione consente a Mare di limitare l'impegno iniziale di capitale mantenendo un'opzione di controllo, coerentemente con il modello di crescita per linee esterne già adottato.

NIDO sviluppa una piattaforma integrata composta da:

- drone proprietario H815;
- docking station automatizzata;
- modulo di elaborazione NIDO Core;
- sistemi di guida autonoma e AI onboard;
- operatività BVLOS (Beyond Visual Line of Sight).

Dal punto di vista strategico, NIDO rappresenta il "cervello" della futura piattaforma UAV di Mare Group.

L'operazione consente infatti di acquisire competenze proprietarie nei segmenti a maggiore crescita del mercato, con applicazioni in infrastrutture, energia, agricoltura e sicurezza:

- autonomia dei sistemi;
- edge computing;
- intelligenza artificiale applicata;
- droni dual-use civili e militari.

L'integrazione della tecnologia NIDO potrebbe generare sinergie industriali nelle attività A&D e nei servizi di testing, ampliando le opportunità di sviluppo in mercati dual-use, caratterizzati da elevati tassi di crescita nel medio-lungo termine.

GMSPAZIO: l'estensione nel dominio Space & Defence

Il secondo tassello è rappresentato dall'accordo per l'acquisizione del **51% di GMSPAZIO**, annunciato a fine giugno 2026, società italiana attiva nel dominio spazio e difesa, con closing atteso entro settembre 2026 (soggetto a Golden power). L'operazione valorizza la società circa €2.5mn e prevede un esborso iniziale di €1.275mn per il 51%, di cui €1.05mn in cash (42%) e €0.225mn in azioni Mare Group (9%). L'accordo prevede inoltre:

- earn-out legato alla marginalità delle commesse in essere;
- opzioni put & call sul restante 49%, esercitabili fino al 3° mese successivo all'approvazione del bilancio 2027, con valutazione basata su multiplo di 5x EBITDA adjusted medio 2025-2027.

L'operazione sarà finanziata tramite risorse proprie e azioni proprie e non costituisce operazione significativa né con parti correlate.

Nel 2025 GMSPAZIO ha registrato valore della produzione pari a €3.1mn, EBITDA di €1.0mn (margine 32.5%) e PFN sostanzialmente nulla.

GMSPAZIO, con sede a Roma e attiva dal 2005, amplia l'offerta del Gruppo lungo la catena del valore dei sistemi complessi, portando in dote competenze avanzate in:

- space domain awareness;
- remote sensing satellitare;
- simulazione di missioni spaziali;
- radar e difesa missilistica;
- sorveglianza integrata di asset terrestri, navali, aerei e spaziali.

L'acquisizione amplia il posizionamento di Mare Group oltre il solo mercato UAV, segnando l'ingresso nella space economy, coerente con la strategia di rafforzamento nel segmento Aerospace & Defence e con il modello di crescita per acquisizioni mirate a tecnologie ad alto contenuto proprietario. L'integrazione appare coerente con la piattaforma industriale del gruppo, che punta alla convergenza tra ricerca, progettazione e simulazione.

L'integrazione delle tecnologie satellitari con le piattaforme autonome consente infatti di sviluppare architetture multi-dominio, sempre più richieste nei programmi europei di difesa e sicurezza. Questo passaggio rafforza inoltre la capacità della società di partecipare a progetti complessi dove convergono dati provenienti da droni, sensori terrestri e infrastrutture spaziali.

A livello economico-finanziario, il target presenta profilo interessante:

- elevata marginalità (EBITDA margin >30%);
- struttura finanziaria neutra;
- dimensione contenuta, tipica delle acquisizioni bolt-on di Mare Group.

La valutazione implicita (circa **2.5x EV/EBITDA 2025**) appare molto contenuta, anche considerando il meccanismo di earn-out e la presenza di opzioni sulla quota residua, che consentono flessibilità nel percorso di integrazione e nel timing dell'acquisizione totale.

Riteniamo positivo anche il meccanismo di pagamento misto (cash + azioni), che limita l'assorbimento di cassa e mantiene allineamento di interesse con i venditori, che acquisiranno circa lo 0.2% del capitale di Mare Group.

Nel complesso, l'operazione è coerente con il track record M&A del gruppo (19 acquisizioni dal 2019) e rafforza il posizionamento in un segmento – quello della space economy – con prospettive di crescita superiori alla media e crescente rilevanza strategica a livello europeo.

CTMAVIO: l'integrazione verticale della manifattura

L'operazione più rilevante sotto il profilo industriale è probabilmente l'acquisizione del **100% di CTMAVIO**, annunciata lo scorso 24 luglio, con closing previsto entro il 15 novembre 2026 a seguito di autorizzazioni di legge, inclusa la procedura Golden Power.

CTMAVIO opera nella manifattura di precisione per:

- motori aeronautici;
- strutture aerospaziali;
- componentistica UAV;
- materiali metallici e compositi;
- assemblaggio e certificazione.

Con cinque stabilimenti in Italia, la società copre gran parte del ciclo produttivo industriale, dalla progettazione alla lavorazione meccanica, fino al controllo qualità.

Il corrispettivo complessivo è pari a **€9mn**, di cui €6mn in cash (€4mn al closing e €2mn in escrow account) e €3mn in azioni Mare Group, mediante emissione di massime 535,714 nuove azioni (2.6% del capitale fully diluted) valorizzate a €5.60 per azione e soggette a lock-up di 24 mesi. La componente cash sarà finanziata con risorse proprie della società.

CTMAVIO nasce dal conferimento del ramo aerospace di CTM S.r.l., finalizzato il 29 dicembre 2025, e pertanto non dispone ancora di un esercizio completo. Dal punto di vista economico, i dati 2025 del ramo conferito presentano caratteristiche particolarmente interessanti: Valore della Produzione €8.3mn, EBITDA €3.2mn, EBITDA margin ~39%. Al 30 giugno 2026 la società presentava una PFN positiva per circa €0.1mn.

A seguito dell'operazione, Mare Group prevede di concentrare le attività produttive A&D in un unico polo industriale nell'area metropolitana di Napoli, su un sito preesistente di CTM di 25,000mq, attraverso investimenti fino a €2mn, finalizzati al raddoppio della capacità produttiva entro l'1H27.

Il multiplo di acquisizione (**EV/EBITDA ~2,8x**) appare particolarmente contenuto rispetto ai benchmark del settore A&D - anche alla luce dell'elevata redditività della target e delle prospettive di crescita del business - e suggerisce la presenza di un significativo potenziale di creazione di valore attraverso l'integrazione industriale ed un effetto positivo sull'EPS adjusted superiore al 20% già dal 2027.

Riteniamo l'operazione strategicamente coerente con il percorso di crescita di Mare Group nel comparto Aerospace & Defence, dopo le recenti acquisizioni di NIDO e GMSPAZIO. L'acquisizione consente infatti di rafforzare in modo significativo la presenza lungo la catena del valore, aggiungendo capacità manifatturiera proprietaria e competenze industriali in ambiti critici quali motori, strutture aeronautiche e piattaforme UAV.

L'operazione dovrebbe inoltre generare benefici industriali attraverso la razionalizzazione dei siti produttivi, economie di scala e incremento della capacità produttiva. In prospettiva, la maggiore integrazione verticale potrebbe migliorare il posizionamento competitivo del gruppo nei programmi europei e nazionali legati a difesa, droni e sistemi autonomi, mercati che stanno beneficiando di una fase di forte espansione della domanda.

Le sinergie industriali attese

L'insieme delle tre operazioni consente a Mare Group di presidiare tre livelli fondamentali della catena del valore UAV:

- NIDO → AI e guida autonoma
- GMSPAZIO → Sensoristica avanzata e dominio spaziale
- CTMAVIO → Produzione e componentistica

L'integrazione tra questi asset permette di trasformare Mare Group da società prevalentemente focalizzata sull'ingegneria a piattaforma industriale completa nel settore Aerospace & Defence.

Le principali sinergie potenziali includono:

- internalizzazione della produzione di componenti UAV;
- riduzione dei costi di approvvigionamento;
- maggiore controllo della supply chain;
- incremento della capacità produttiva;
- razionalizzazione dei siti produttivi;
- sviluppo di sistemi proprietari end-to-end;
- migliore accesso a programmi europei e nazionali della difesa.

Particolarmente rilevante è il piano di investimento annunciato su CTMAVIO, che prevede fino a €2mn per il raddoppio della capacità produttiva entro l'1H27.

Valutazione strategica

Riteniamo che le recenti operazioni confermino la volontà del management di costruire un campione nazionale specializzato nei sistemi autonomi e nelle tecnologie dual-use.

La strategia appare coerente con alcuni macrotrend strutturali:

1. aumento della spesa europea per difesa;
2. crescita del mercato UAV civile e militare;
3. diffusione dell'AI nei sistemi autonomi;
4. crescente integrazione tra tecnologie spaziali e piattaforme unmanned;
5. esigenza di sovranità tecnologica nelle filiere critiche europee.

Conclusioni

Le acquisizioni di **GMSPAZIO** e **CTMAVIO**, insieme all'investimento strategico in **NIDO**, rappresentano un progetto industriale organico e non una semplice strategia di crescita per linee esterne.

Mare Group sta costruendo una filiera UAV integrata che unisce:

- software e AI,
- progettazione di sistemi autonomi,
- capacità spaziali,
- manifattura proprietaria,
- certificazione industriale.

Se l'integrazione verrà eseguita con successo, il gruppo potrà evolvere da società di ingegneria ad operatore verticale dell'Aerospace & Defence, con un posizionamento distintivo nei mercati dei droni, dei sistemi autonomi e delle applicazioni dual-use

Cessione di Workgroup a Metriks AI con €5.7mn di plusvalenza

L'operazione

Mercoledì 29 luglio Mare Group ha annunciato la sottoscrizione di un accordo vincolante con **Metriks AI** finalizzato all'acquisizione da parte di quest'ultima del **100% di Workgroup**, società attiva nello sviluppo di piattaforme software e soluzioni digitali per le imprese. L'operazione valorizza Workgroup **€20.0mn di Equity Value**, corrispondenti a un multiplo implicito di **7.5x l'EBITDA 2026 atteso**, assumendo EBITDA cash 2026 pari ad almeno €2.9mn e PFN pari a €2.0mn al closing,

Prima del closing, Mare Group incrementerà la propria partecipazione in Workgroup dal 55% al 95%, acquisendo da WGS S.r.l. un ulteriore 40% per **€7.9mn**, di cui **€3.0mn in azioni Mare Group** valorizzate €5.60 per azione e **€4.9mn cash**.

Successivamente Mare Group cederà il 95% di Workgroup a Metriks AI per un corrispettivo complessivo di **€18.9mn**, composto da:

- €7.0mn cash al closing;
- €1.0mn in azioni Metriks AI di nuova emissione;
- €10.9mn in obbligazioni convertibili Metriks AI con scadenza giugno 2028 e valore a rimborso pari a €11.0mn.

La società indica una plusvalenza potenziale di circa **€5.7mn** ante imposte e costi di transazione. L'operazione include inoltre meccanismi di aggiustamento prezzo e un earn-out fino a **€3.0mn in azioni Metriks AI** in caso di performance superiori alle attese. Il closing è previsto entro il **30 settembre 2026**, subordinatamente all'approvazione dell'assemblea di Metriks AI e al reperimento delle risorse finanziarie necessarie.

Valutazione strategica

Riteniamo l'operazione positiva e coerente con la strategia annunciata dal management di rifocalizzazione del gruppo sui mercati ad elevata crescita e maggiore contenuto tecnologico, in particolare **Aerospace & Defence**. La cessione di Workgroup consente infatti di valorizzare un asset non più pienamente core a una valutazione interessante, mantenendo allo stesso tempo un'esposizione indiretta alla futura creazione di valore attraverso la partecipazione azionarie e gli strumenti convertibili di Metriks AI.

Dal punto di vista industriale, l'operazione rappresenta un ulteriore tassello del percorso di trasformazione di Mare Group in una piattaforma integrata focalizzata su **Aerospace & Defence, Industry & Transportation e Infrastructure & Building**. Le risorse finanziarie liberate potranno sostenere il processo di integrazione delle reenti operazioni **NIDO, GMSPAZIO e CTMAVIO**, che stanno ampliando il presidio del gruppo lungo l'intera catena del valore dei sistemi UAV, dalle tecnologie AI e di guida autonoma fino alla manifattura e certificazione di componenti e piattaforme aerospaziali.

Sotto il profilo finanziario, la componente cash dell'operazione contribuisce a rafforzare la flessibilità finanziaria del gruppo, mentre il **prezzo** implicito di **7.5x EBITDA** appare coerente con le valutazioni di mercato delle software house verticali e superiore ai multipli pagati recentemente da Mare Group nelle acquisizioni industriali in ambito Aerospace & Defence.

Nel complesso, consideriamo l'operazione **value-accretive e strategicamente rilevante**, in quanto aumenta la focalizzazione del gruppo sui business a maggior potenziale di crescita e rafforza la capacità di esecuzione della strategia di consolidamento nel settore Aerospace & Defence.

Revisione stime

Le acquisizioni di **GMSPAZIO** e **CTMAVIO** determinano una revisione complessivamente positiva delle stime di Mare Group, con un impatto particolarmente evidente dal 2027 in avanti. L'effetto principale è rappresentato dall'ampliamento del perimetro di consolidamento, che si traduce in una crescita più sostenuta dei ricavi e soprattutto della redditività operativa.

Non includiamo per ora nella revisione stime gli effetti della cessione di Workgoup a Metriks AI, in quanto il closing dell'operazione, previsto entro fine settembre, è subordinato all'approvazione dell'Assemblea di Metriks AI e al reperimento delle risorse finanziarie necessarie.

Ricavi in aumento

Le nuove stime prevedono **ricavi totali pari a €99.6mn nel 2026, €124.7mn nel 2027 e €137.3mn nel 2028**, rispetto alle precedenti previsioni di €97.5mn, €109.7mn e €120.7mn. La revisione è limitata nel 2026 (+2%), in quanto entrambi i closing sono previsti negli ultimi mesi dell'anno, ma diventa significativa nel 2027 e 2028 (+14%).

Miglioramento della marginalità

L'aspetto più interessante riguarda l'**adj. EBITDA**, che cresce più dei ricavi:

- +3% nel 2026
- +21% nel 2027
- +21% nel 2028

L'Adj. EBITDA è ora atteso a **€29.7mn nel 2027 e €33.2mn nel 2028**, contro le precedenti stime di €24.5mn e €27.4mn.

Di conseguenza il margine EBITDA migliora:

- dal 22.3% al 23.8% nel 2027
- dal 22.7% al 24.2% nel 2028

Questo grazie al fatto che GMSPAZIO e CTMAVIO presentano profili di redditività superiori alla media del gruppo e consentono di estrarre importanti sinergie operative.

Effetto inizialmente diluitivo per l'EBIT 2026

Nel 2026 emerge un lieve peggioramento dell'**EBIT (-5%)** e dell'**utile netto (-10%)**. Tale dinamica è dovuta unicamente a maggiori costi non ricorrenti legati alle acquisizioni (**€1.7mn** contro €0.7mn precedentemente stimati).

Si tratta tuttavia di un effetto temporaneo, poiché già dal 2027 l'EBIT viene rivisto al rialzo del **35%** e nel 2028 del **28%**.

Forte crescita dell'utile netto dal 2027

Le nuove stime portano l'utile netto a:

- **€11.2mn nel 2027** (da €8.0mn, +40%);
- **€15.3mn nel 2028** (da €11.6mn, +31%).

Anche l'**utile netto adjusted** evidenzia una crescita significativa:

- +35% nel 2027;
- +28% nel 2028.

Inoltre, il **margine netto** passa dal **7.3% al 9.0% nel 2027** e dal **9.6% all'11.1% nel 2028**, segnalando una maggiore capacità di trasformare i ricavi in profitti.

Impatto sulla generazione di cassa e sulla leva finanziaria

Le acquisizioni comportano tuttavia un assorbimento di cassa nel breve termine.

Gli **investimenti** aumentano sensibilmente nel 2026 (€12.2mn contro €2.0mn precedentemente previsti), con conseguente riduzione del Free Cash Flow a €13.8mn rispetto ai €24.1mn stimati in precedenza.

Anche la **PFN** peggiora:

- 2026: -€26.0mn rispetto a -€20.2mn;
- 2027: -€15.2mn rispetto a -€8.6mn;
- 2028: -€3.4mn rispetto a +€4.2mn.

Pertanto, le acquisizioni generano un aumento dell'indebitamento iniziale, coerente con l'esborso necessario per completare le operazioni, caratterizzate da una componente cash di circa €7.1mn ed una componente in azioni di circa €3.2mn, che comporterà un aumento del 2.8% del numero di azioni totali fully diluted.

Conclusioni

Nel complesso, l'acquisizione di **GMSPAZIO** e **CTMAVIO** appare **fortemente accrescitiva** per Mare Group. Se nel 2026 gli effetti straordinari dell'integrazione penalizzano temporaneamente EBIT e utile netto, dal 2027 emerge chiaramente il valore industriale dell'operazione:

- ricavi +14% rispetto alle stime precedenti;
- Adj. EBITDA +21%;
- EBIT +35%;
- utile netto +40%;
- miglioramento della marginalità a tutti i livelli.

Il rovescio della medaglia è rappresentato da una maggiore leva finanziaria e da una minore generazione di cassa nel breve periodo. Tuttavia, alla luce dell'espansione degli utili e dei margini, le acquisizioni dovrebbero creare valore e rafforzare il posizionamento di Mare Group nei settori ad alta tecnologia di Aerospace & Defence, con benefici che diventano pienamente visibili a partire dal 2027.

Mare Group – Estimates revision

(€ 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	94.6	106.4	117.0	2%	14%	14%
% YoY growth	80.6%	25.3%	10.1%	76.9%	12.5%	10.0%			
Total revenues	99.6	124.7	137.3	97.5	109.7	120.7	2%	14%	14%
% YoY growth	68.6%	25.3%	10.1%	65.1%	12.5%	10.0%			
Adj. EBITDA	22.0	29.7	33.2	21.3	24.5	27.4	3%	21%	21%
% of Revenues	22.1%	23.8%	24.2%	21.9%	22.3%	22.7%			
% YoY growth	38.4%	35.3%	11.7%	34.4%	14.7%	12.2%			
Non-recurring costs	-1.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7			
EBITDA	20.3	29.1	32.5	20.7	23.8	26.8	-2%	22%	21%
D&A and Provisions	-10.2	-8.5	-7.3	-10.0	-8.5	-7.1	2%	0%	3%
EBIT	10.1	20.5	25.2	10.7	15.3	19.7	-5%	35%	28%
% of Revenues	10.2%	16.5%	18.4%	11.0%	13.9%	16.3%			
% YoY growth	-165.6%	178.7%	31.7%	-172.4%	77.8%	43.4%			
Net Financial Charges	-4.4	-4.4	-4.0	-4.4	-4.0	-3.5			
Associates	0.2	0.4	0.5	0.2	0.4	0.5			
Pretax Profit	5.9	16.5	21.7	6.5	11.6	16.6	-9%	42%	30%
Taxes	-1.6	-4.5	-5.9	-1.8	-3.2	-4.5			
tax rate	27%	27%	27%	27%	27%	27%			
Cons. Net Profit	4.3	12.0	15.8	4.8	8.5	12.1	-9%	42%	30%
% of Revenues	4.3%	9.6%	11.5%	4.9%	7.7%	10.0%			
Minorities	-0.4	-0.8	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5			
Net Profit	3.9	11.2	15.3	4.4	8.0	11.6	-10%	40%	31%
% of Revenues	3.9%	9.0%	11.1%	4.5%	7.3%	9.6%			
Adj. Net Profit	5.1	11.7	15.7	5.0	8.7	12.3	2%	35%	28%
% of Revenues	5.2%	9.4%	11.5%	5.2%	7.9%	10.2%			
Operating Cash Flow	26.0	16.3	20.7	26.1	15.1	17.2			
Capex	-12.2	-4.5	-5.7	-2.0	-2.5	-2.7			
Free Cash Flow	13.8	11.8	15.0	24.1	12.6	14.5			
Other Cash Flow	27.8	-1.0	-1.7	24.6	-1.0	-1.7			
NFP	-26.0	-15.2	-3.4	-20.2	-8.6	4.2			

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

Confermiamo il rating BUY e alziamo il target price a €8.4 da €7.5, includendo, come sempre, uno sconto liquidità del 20%, in presenza di una valutazione su base DCF, pesata al 50%, che aumenta del 6% a €11.6 (€9.3 al netto dello sconto liquidità), e di una valutazione basata sui multipli di settore, pesata per il restante 50%, che migliora del 22% a €9.5 (€7.6 al netto dello sconto liquidità) grazie anche ad un incremento dei multipli di settore del 9% sul 2026 (EV/EBITDA 9.6x da 8.8x) e del 14% sul 2027 (EV/EBITDA 8.7x da 7.6x).

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	246.7	(49.3)	197.4	21.3	9.3	50%
B) Peer Multiple Comparison	201.4	(40.3)	161.1	21.3	7.6	50%
Weighted average value	224.0	(44.8)	179.2		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)	21.3	21.3	21.3
Market Cap.	178.7	178.7	178.7
Enterprise Value	219.9	209.7	196.7
EV/Sales	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.0	7.1	5.9
EV/ EBIT	18.7	9.9	7.6
EV/Capital Employed	2.9	2.8	2.6
P/E	34.8	15.3	11.4
P/CEPS	12.0	9.1	8.0

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	(10.2)	(8.5)	(7.3)	(6.5)	(5.5)	(5.0)
EBIT	11.8	21.2	25.9	27.4	30.1	31.7
EBIT margin	11.8%	17.0%	18.9%	18.6%	19.5%	19.9%
Taxes	(3.3)	(5.9)	(7.3)	(7.7)	(8.4)	(8.9)
tax rate	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
NOPAT	8.2	11.5	14.6	17.5	19.3	20.3
D&A	10.2	8.5	7.3	6.5	5.5	5.0
Δ NWC	12.0	(3.4)	(1.4)	(1.1)	(0.8)	(0.5)
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	18.5	15.9	18.8	20.6	21.4	21.8
Discounting factor	1.00	0.92	0.84	0.77	0.70	0.64
Discounted Free Cash Flow	18.5	14.6	15.8	15.8	15.0	14.0

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 21.276mn (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 (1.5mn) e dall’aumento di capitale legato all’acquisizione CTMAVIO (0.536mn).

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un WACC a regime pari al 9.2% (dal 9.3%).

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un **Enterprise Value pari a €305mn**, di cui il **74% riconducibile al valore terminale della Società**, e in un **Equity Value pari a €247mn**, equivalente a **€11.6 per azione fully diluted**.

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

A) 2026-30 Discounted Free Cash Flows	79.6	26%
Terminal Value	350.4	
Discounting factor	0.64	
B) Discounted Terminal Value	225.4	74%
C) = (A+B) Enterprise Value	305.0	100%
NFP @ 31.12.2025	(68.9)	
Minorities	(9.2)	
Associates	38.2	
Pro-soluto	(20.0)	
Cash-in from capital increases	1.6	
Equity Value	246.7	
Number of fully diluted shares (mn)	21.3	
Fair Value per share (€)	11.6	

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”

	Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth				
	7.2%	8.2%	9.2%	10.2%	11.2%
1.0%	12.5	10.5	9.0	7.8	6.8
1.5%	13.6	11.2	9.5	8.2	7.2
2.0%	14.8	12.1	10.1	8.6	7.5
2.5%	16.3	13.0	10.8	9.1	7.9
3.0%	18.1	14.2	11.6	9.7	8.3
3.5%	20.5	15.7	12.6	10.4	8.8
4.0%	23.6	17.4	13.7	11.2	9.4
4.5%	27.7	19.7	15.1	12.1	10.0
5.0%	33.8	22.6	16.7	13.2	10.8

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 11.2%, vale a dire in uno scenario che definiamo **Worst Case**, le nostre stime supporterebbero una valutazione per azione fully diluted pari a **€6.8**.

Peer Multiple Comparison

Il campione di società selezionate per calcolare i multipli di settore comprende gruppi unicamente europei, di cui tre italiani (TXT e-solutions, Tinexta 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 (Seco) e €10.1bn (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	37.08	4,672	22.6%	30.4%	-15.1%	-2.4%
IONOS Group SE	33.88	4,743	25.8%	27.3%	12.8%	-17.9%
Indra Sistemas, S.A. Class A	57.36	10,133	21.1%	12.7%	4.6%	57.6%
TXT e-solutions S.p.A.	47.35	616	23.6%	35.4%	59.1%	41.2%
Tinexta SpA	15.00	708	0.5%	0.1%	0.1%	3.5%
SECO S.p.A.	3.48	463	7.6%	22.4%	12.7%	47.0%
Bouvet ASA	45.85	431	9.3%	-10.5%	-20.1%	-38.6%
Average		3,110	15.8%	16.8%	7.7%	12.9%
Median		708	21.1%	22.4%	4.6%	3.5%
Mare Group	5.00	97	35.9%	57.5%	34.2%	53.4%

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	9.3x	8.7x	13.7x	12.6x	19.4x	17.8x
IONOS Group SE	10.3x	9.3x	13.1x	11.7x	17.4x	15.1x
Indra Sistemas, S.A. Class A	9.6x	8.3x	13.1x	11.1x	20.6x	17.4x
TXT e-solutions S.p.A.	10.5x	9.3x	16.6x	13.8x	17.2x	14.9x
Tinexta SpA	8.4x	7.7x	12.2x	n.a.	16.6x	14.4x
SECO S.p.A.	11.5x	9.8x	21.6x	16.4x	34.6x	24.8x
Bouvet ASA	8.6x	7.9x	10.6x	9.6x	14.5x	13.2x
Average	9.6x	8.7x	14.4x	12.5x	20.0x	16.8x
Median	9.6x	8.7x	13.1x	12.1x	17.4x	15.1x
Mare Group	6.7x	4.6x	12.5x	6.5x	20.4x	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 (Eu mn)	Equity Value (Eu mn)	F.d. shares (mn)	FV/share (Eu)	% WEIGHT
2026 median EV/EBITDA	9.6	209.9	172.0	21.3	8.1	50.0%
2027 median EV/EBITDA	8.7	258.5	230.8	21.3	10.8	50.0%
Weighted FV/share						9.5
						100.0%

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

Riteniamo che le recenti operazioni annunciate da Mare Group rappresentino un passaggio strategico rilevante nel percorso di trasformazione del gruppo verso un modello industriale più integrato e maggiormente esposto ai segmenti a più elevato potenziale di crescita dell'Aerospace & Defence. L'investimento in NIDO, l'acquisizione di GMSPAZIO e l'accordo per l'acquisizione di CTMAVIO non costituiscono infatti semplici operazioni di crescita per linee esterne, ma appaiono parte di un progetto industriale coerente volto a presidiare in maniera diretta l'intera catena del valore dei sistemi UAV, dalle applicazioni software e AI fino alla produzione e certificazione di componenti e piattaforme aerospaziali.

A nostro avviso, la combinazione di competenze nei sistemi autonomi, nelle tecnologie spaziali e nella manifattura avanzata consente a Mare Group di rafforzare significativamente il proprio posizionamento competitivo all'interno di mercati che stanno beneficiando di trend strutturalmente favorevoli, quali l'aumento della spesa europea per la difesa, la crescente diffusione dei sistemi unmanned, l'integrazione tra intelligenza artificiale e piattaforme autonome e la necessità di sviluppare filiere tecnologiche nazionali ed europee sempre più indipendenti.

Le acquisizioni di GMSPAZIO e CTMAVIO determinano inoltre un miglioramento significativo delle nostre stime a partire dal 2027, con una crescita dei ricavi del 14%, dell'EBITDA del 21%, dell'EBIT del 35% e dell'utile netto del 40% rispetto alle precedenti previsioni. Pur in presenza di un temporaneo incremento della leva finanziaria e di maggiori costi di integrazione nel breve termine, riteniamo che il profilo reddituale del gruppo risulti oggi più solido, più scalabile e caratterizzato da una maggiore esposizione ad attività a elevato valore aggiunto.

Valutiamo inoltre positivamente la cessione di Workgroup a Metriks AI, operazione che contribuisce ad aumentare il focus strategico del gruppo sui business industriali e tecnologici maggiormente coerenti con il piano di sviluppo del management, liberando al contempo risorse finanziarie e capacità manageriali da destinare all'integrazione delle recenti acquisizioni nel comparto Aerospace & Defence.

Nel complesso, riteniamo che Mare Group stia evolvendo da società di ingegneria e consulenza tecnologica a piattaforma industriale integrata nei settori Aerospace & Defence, caratterizzata da una crescente integrazione verticale, una maggiore proprietà tecnologica e un posizionamento distintivo nei mercati dei sistemi autonomi e delle applicazioni dual-use. Alla luce della revisione delle stime e del rafforzamento del profilo strategico del gruppo, confermiamo la nostra visione positiva sul titolo e il rating **BUY**, aggiornando il **Target Price a €8.4 per azione**.

Rischi principali

Riteniamo che il principale fattore di rischio sia rappresentato dall'esecuzione del piano di integrazione delle recenti acquisizioni. La strategia perseguita da Mare Group si fonda infatti sulla capacità di integrare efficacemente società caratterizzate da competenze, processi industriali e culture aziendali differenti, estraendo le sinergie operative e commerciali attese.

Ulteriori elementi di rischio riguardano eventuali ritardi nell'ottenimento delle autorizzazioni necessarie per il completamento delle operazioni, incluse quelle legate alla normativa Golden Power, una crescita della domanda nei mercati Aerospace & Defence inferiore alle attese, nonché possibili slittamenti nell'esecuzione dei programmi industriali e degli investimenti previsti.

Sul piano finanziario, le acquisizioni comportano inoltre un temporaneo incremento della leva e un maggiore assorbimento di cassa nel breve termine, rendendo il gruppo più esposto a eventuali ritardi nella realizzazione dei benefici operativi attesi.

Infine, la valorizzazione del titolo continua a incorporare aspettative di crescita elevate, il cui raggiungimento dipenderà dalla capacità del management di consolidare il nuovo perimetro industriale e trasformare in risultati economici il rafforzamento competitivo costruito negli ultimi mesi.

Company in Brief

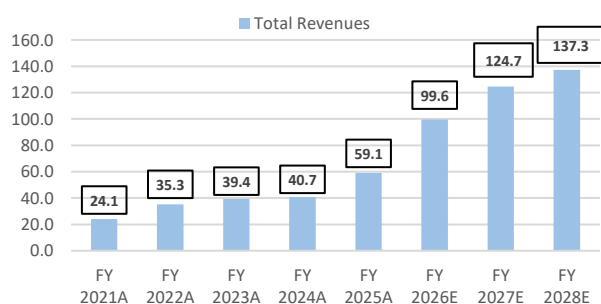
Descrizione della Società

Fondata nel 2001, Mare Group è oggi un Polo Italiano di Ingegneria ad Alta Tecnologia che opera nei settori strategici dell'Aerospazio & Difesa, dell'Industria, delle Infrastrutture Critiche e della Twin Transition. Quotata su EGM nel 2024, opera con un modello asset-light basato su piattaforme proprietarie. Ha realizzato 19 acquisizioni dal 2019, rappresentando uno dei principali aggregatori dell'innovazione in Italia ed Europa.

Punti di forza/Opportunità

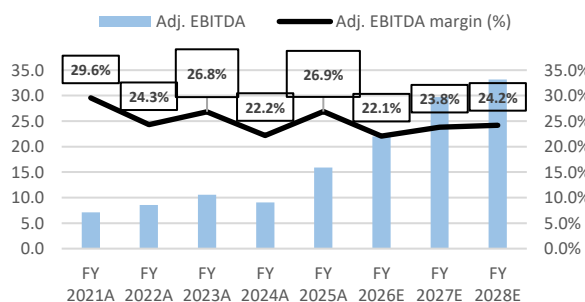
- Scalabilità ed innovazione tecnologica
- Ampia offerta di servizi integrati e prodotti
- Partnership con operatori di primario standing internazionale
- Tecnologie proprietarie e rapida evoluzione
- Mercato inespresso, trainato dall'innovazione
- Strategia di acquisizioni

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



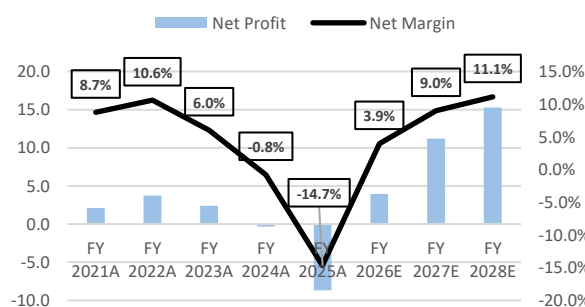
Source: Company data & Websim Corporate est.; 2021A-2023A OIC, 2024A-2028E IFRS

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	15.7%
Marco Bellucci	11.5%
Valerio Griffa	9.3%
CSE Holding S.r.l.	5.3%
Others	12.9%
Treasury shares	0.7%
Free float	44.6%

Rischi/Debolezze

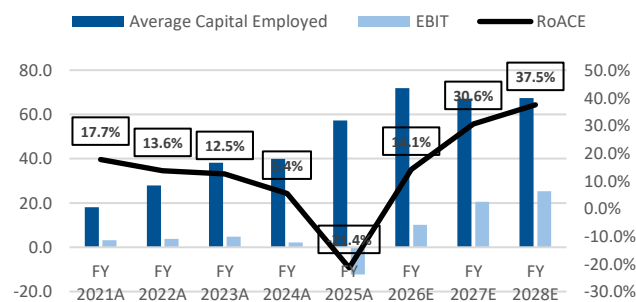
- Integrazione post-acquisizioni
- Elevata dipendenza da settori pubblici o para-pubblici
- Ambiente altamente competitivo

Mare Group – FY25 M&A



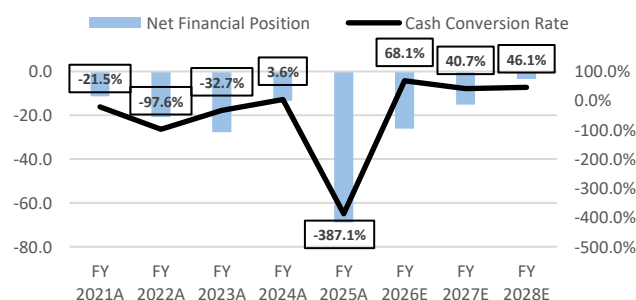
Source: Company data

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 (€):	7.50
Current Price (€):	5.38	Previous Price (€):	3.35
Date of report:	30/07/2026	Date of last report:	19/05/2026

AVVERTENZE IMPORTANTI

La riproduzione delle informazioni, delle raccomandazioni e della ricerca prodotte da Intermonte SIM, contenute nel presente documento, e di qualsiasi loro parte, è strettamente vietata. Nessun contenuto di questo documento può essere condiviso con terze parti senza autorizzazione da parte di Intermonte.

Questo documento è indirizzato esclusivamente a professionisti del mercato e ad altri investitori istituzionali e non è destinato alla distribuzione a persone diverse dalla clientela istituzionale, che non dovrebbero fare affidamento su questo materiale. Inoltre, eventuali investimenti o servizi a cui potrebbe riferirsi questo documento non saranno resi disponibili ad una clientela non istituzionale.

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono stati ottenuti da fonti che riteniamo affidabili, anche se l'accuratezza di questi non può essere garantita da Intermonte. Nel caso in cui vi sia qualsiasi dubbio sulla loro affidabilità, ciò sarà chiaramente indicato. Lo scopo principale del documento è offrire informazioni aggiornate e accurate in conformità con le normative vigenti in materia di "raccomandazioni" e non è destinato né dovrebbe essere interpretato come una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli.

Questo avviso legale è costantemente aggiornato sul sito web di Intermonte www.intermonte.it sotto la voce Avvertenze Legali. Valutazioni e raccomandazioni possono essere trovate nel testo delle ricerche e/o dei documenti più recenti sulle società in questione. Per un elenco di tutte le raccomandazioni emesse da Intermonte su qualsiasi strumento finanziario o emittente negli ultimi dodici mesi, consultare la pagina web AREA CLIENTI.

Intermonte distribuisce ricerche e si impegna in altre attività approvate nei confronti dei Principali Investitori Istituzionali degli Stati Uniti ("Majors") e di altri Acquirenti Istituzionali Qualificati ("QIBs"), negli Stati Uniti, tramite Plural Securities LLC ai sensi delle linee guida SEC 15a-6. Intermonte non è registrata come broker dealer negli Stati Uniti ai sensi del Securities Exchange Act del 1934, come emendato (il "Exchange Act"), e non è membro della Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC è registrata come broker-dealer ai sensi del Exchange Act e è membro della SIPC.

CERTIFICAZIONE DELL'ANALISTA

Per ciascuna società menzionata in questo documento l'analista, autore della ricerca, certifica che tutte le opinioni espresse in questo documento riflettono accuratamente le proprie opinioni personali su uno o più degli emittenti o dei titoli oggetto della ricerca. L'analista (o gli analisti) certifica anche che nessuna parte della propria compensazione è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, correlata alla specifica raccomandazione o opinione contenuta in questo documento.

L'analista (o gli analisti) responsabile della preparazione di questa ricerca riceve una retribuzione basata su vari fattori, compresi i profitti totali di Intermonte, una parte dei quali è generata dalle attività di Investment Banking di Intermonte, anche se questa è minima rispetto a quella generata dalle attività di intermediazione.

Le procedure interne e i codici di condotta di Intermonte sono mirati a garantire l'imparzialità dei suoi analisti finanziari. Lo scambio di informazioni tra il settore Investment Banking e il Dipartimento di Ricerca è vietato, così come lo scambio di informazioni tra quest'ultimo e il desk di equity proprietario al fine di prevenire conflitti di interesse quando vengono formulate raccomandazioni. L'analista responsabile del presente documento non è: a) residente negli Stati Uniti; b) una persona associata a un broker-dealer statunitense; c) supervisionato da un supervisore principale di un broker-dealer statunitense. Questo documento di ricerca è distribuito negli Stati Uniti tramite Plural Securities LLC, 950 3rd Avenue, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDA ALL'ANALISI FONDAMENTALE

I principali metodi utilizzati per valutare strumenti finanziari e stabilire un prezzo obiettivo per i 12 mesi successivi alla raccomandazione di investimento sono i seguenti:

- modello di flussi di cassa attualizzati (DCF) o metodi simili come il modello di attualizzazione dei dividendi (DDM);
- confronto con i multipli di società comparabili, utilizzando i metodi più appropriati per l'azienda analizzata: tra i principali rapporti utilizzati per i settori industriali ci sono il prezzo/utili (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, prezzo/vendite;
- il rendimento del capitale e i multipli del valore contabile netto rettificato sono i principali metodi utilizzati per le azioni del settore bancario, mentre per le azioni del settore assicurativo vengono utilizzati il rendimento del capitale allocato e i multipli del valore contabile netto e del valore intrinseco del portafoglio assicurativo;
- per il settore delle utilities vengono effettuati confronti tra i rendimenti attesi e il ritorno sul capitale regolato (RAB).

Alcuni dei parametri utilizzati nelle valutazioni, come il tasso privo di rischio e il premio al rischio degli investimenti azionari, sono gli stessi per tutte le aziende trattate e vengono aggiornati per riflettere le condizioni di mercato. Attualmente viene utilizzato un tasso privo di rischio del 4,0% e un premio al rischio compreso tra il 5,5% e il 6%.

Frequenza della ricerca: trimestrale.

I report su tutte le società quotate sull'indice FTSEIMB40, sulla maggior parte di quelle sull'indice MIDEX e sui principali small caps (copertura regolare) vengono pubblicati almeno una volta al trimestre per commentare i risultati e le importanti novità.

Una copia preliminare di ciascun rapporto può essere inviata alla società oggetto per la sua informazione (senza prezzo obiettivo e/o raccomandazioni), ma a meno che non sia espressamente indicato nel testo del rapporto, non vengono apportate modifiche prima della pubblicazione.

Spiegazione del nostro sistema di valutazione:

BUY: azione prevista in grado di superare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi;

OUTPERFORM: azione prevista in grado di superare il mercato tra il 10% e il 25% in un periodo di 12 mesi;

NEUTRAL: prevista una performance dell'azione compresa tra +10% e -10% rispetto al mercato in un periodo di 12 mesi;

UNDERPERFORM: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato tra -10% e -25% in un periodo di 12 mesi;

SELL: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi.

Prezzi: i prezzi riportati nella ricerca si riferiscono al prezzo alla chiusura della giornata di negoziazione precedente salvo diversamente specificato.

DISTRIBUZIONE ATTUALE DELLE RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO

Intermonte SIM è autorizzata dalla CONSOB alla prestazione di servizi di investimento ed è iscritta al n° 246 dell'albo delle società di intermediazione.

Al 30 Luglio 2026 l'Ufficio Studi di Intermonte copre 137 aziende. La distribuzione delle raccomandazioni effettuate da Intermonte è la seguente:

BUY:	29.93%
OUTPERFORM:	41.61%
NEUTRAL:	28.46%
UNDERPERFORM:	00.00%
SELL:	00.00%

La distribuzione delle raccomandazioni, sulle azioni di società che hanno ricevuto servizi di corporate finance da parte di Intermonte, negli ultimi 12 mesi (80 in totale) è la seguente:

BUY:	51.25%
OUTPERFORM:	28.75%
NEUTRAL:	18.75%
UNDERPERFORM:	01.25%
SELL:	00.00%

CONFLITTI DI INTERESSE

Al fine di rendere noti i propri eventuali conflitti di interesse Intermonte SIM dichiara che:

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale soggetto incaricato di realizzare il piano di riacquisto azioni deliberato dall'assemblea di AZIMUT, ECOSUNTEK, ELEN., ELICA, FILA, FINCANTIERI, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SESA, SG COMPANY, STAR7, SYS-DAT, TMP GROUP, UNIDATA, VALSOLA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. presta o ha prestato negli ultimi 12 mesi servizi di corporate brokerage a favore di AATECH, ABC COMPANY, AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI DI BOLOGNA, ALLCORE, ALMAWAVE, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CYAGATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EVISIO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FRANCHI UMBERTO MARMI, GPI, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVÉ, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDELF, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TECNO, ULISSE BIOMED, WIIT, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale Financial Content Provider sulla società AATECH, ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, COFLE, COM.TEL, CUBE LABS, CYAGATE, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, ELES, ELICA, ENERGY, EVISIO, 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, REDELF, REDFISH LONGTERM CAPITAL, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TAMBURI, TECNO, TMP GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di intermediario incaricato nell'operazione di offerta pubblica di acquisto e/o scambio di ANTARES VISION, BANCA SISTEMA, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale liquidity provider di BANCA SISTEMA, Zest Group SpA

Intermonte SIM agisce in qualità di advisor di Poste Italiane S.p.A. nell'ambito dell'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio promossa su TIM S.p.A., in relazione agli aspetti di borsa e ai rapporti con gli investitori istituzionali, nonché come intermediario incaricato del coordinamento della raccolta delle adesioni all'offerta.

Intermonte SIM ha agito come controparte di WIIT Fin S.r.l. in relazione a opzioni call e put aventi come sottostante di riferimento le azioni e i dividendi di WIIT S.p.A..

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di financial advisor per BANCA GENERALI, BANCO BPM, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE, TELECOM ITALIA, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale market maker su strumenti finanziari aventi come sottostante le azioni emesse da AZA, 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, FINECOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIOBANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STIMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte Sim S.p.A. ha o ha avuto negli ultimi 12 mesi un contratto di marketing su strumenti emessi da BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di specialist su strumenti finanziari emessi da 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, SOMEC, STAR7, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA con obbligo di diffusione studi

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di sponsor per UNIDATA S.p.A.

© Copyright 2026 da Intermonte SIM - Tutti i diritti riservati

La riproduzione di tutta o di una parte di questa pubblicazione, tramite email, xerografia, fax o qualsiasi altro mezzo costituisce una violazione delle leggi nazionali e internazionali sul copyright. Le leggi sul copyright impongono pesanti responsabilità per tali violazioni. I report di Intermonte SIM sono forniti solo ai suoi clienti. Se non sei un cliente di Intermonte SIM e ricevi email, fax o copia dei report da una fonte diversa da Intermonte SIM, stai violando le leggi sul copyright. Questo documento non può essere pubblicato né diffuso, distribuito o copiato senza il consenso scritto esplicito di Intermonte SIM.

Intermonte SIM intraprenderà azioni legali contro chiunque trasmetta/pubblichi i suoi prodotti di ricerca senza la sua autorizzazione esplicita.

Intermonte SIM crede fermamente che il suo prodotto di ricerca su azioni italiane sia un prodotto a valore aggiunto e meriti di essere adeguatamente pagato.

I rappresentanti commerciali di Intermonte SIM possono essere contattati per discutere i termini e le condizioni con cui ricevere la ricerca prodotta da Intermonte.

INTERMONTE SIM è MiFID compliant - per la nostra Politica di Best Execution si prega di consultare il nostro Sito

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

Ulteriori informazioni sono disponibili sul nostro sito.