

# MARE GROUP

Sector: Technology

**BUY**

Price: Eu4.95 - Target: Eu8.00

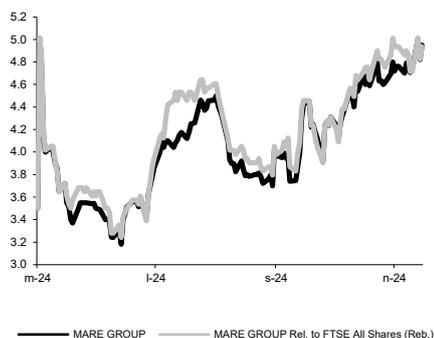
## Il genio italiano al servizio delle PMI

websim Team +39-02-76418200  
research@websim.it

### Stock Rating

Rating: BUY (New Coverage)  
Target Price (Eu): 8.00 (New Coverage)

### MARE GROUP - 12M Performance



### Stock Data

Reuters code: MARE.MI  
Bloomberg code: MARE IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	5.7%	30.6%	
Relative	4.4%	25.7%	
12M (H/L)			5.01/3.18
3M Average Volume (th):			21.61

### Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	12
Total no. of shares (mn):	13
Mkt Cap Ord (Eu mn):	60
Total Mkt Cap (Eu mn):	60
Mkt Float - Ord (Eu mn):	10
Mkt Float (in %):	17.0%
Main Shareholder:	
Antonio Maria Zinno	25.2%

### Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	29
BVPS (Eu):	2.56
P/BV:	1.9
Net Financial Position (Eu mn):	-14
Enterprise Value (Eu mn):	74

Mare Group, fondata nel 2001 e quotata sul segmento EGM dal maggio 2024, è una società a capo di un gruppo specializzato nell'ingegneria digitale, che copre l'intera catena del valore dell'innovazione tecnologica a favore di grandi imprese e PMI. Grazie alla combinazione di AI ed automazione avanzata è in grado di trasferire alle PMI la tecnologia proprietaria sviluppata per le grandi aziende, trasformando un'attività basata sull'utilizzo di risorse umane in un business altamente scalabile. Questo modello di business, associato ad una vocazione fortemente acquisitiva e ad un mercato in crescita, che beneficerà anche dei fondi del PNRR, fanno di Mare Group una realtà con un potenziale di sviluppo molto elevato nei prossimi anni. Avviamo la copertura sul titolo con rating BUY e TP di €8.0.

■ **Modello di business altamente scalabile.** Mare Group supporta grandi aziende, PMI ed enti pubblici nella realizzazione di progetti innovativi. Collaborando con nomi come Leonardo, Airbus e Stellantis, il gruppo offre consulenze per velivoli di nuova generazione, monitoraggio infrastrutturale e ambientale con droni e sensori, gestione dati su piattaforme digitali, abilita tecnologie di ingegneria digitale, forma personale per migliorare le performance operative, ecc. L'ultraventennale collaborazione con grandi gruppi le ha permesso di sviluppare tecnologie proprietarie, basate su AI ed automazione avanzata, che possono essere offerte a costi contenuti anche alle PMI, dando vita ad un business altamente scalabile.

■ **Mercato in crescita e frammentato.** Il Mercato Globale della Trasformazione Digitale, valutato \$752bn nel 2022, è stimato in crescita fino a \$7,033bn entro il 2032 (CAGR 25%). La spinta arriva da Sicurezza Informatica, AI, Big Data e Cloud Computing. In Italia, il Mercato Digitale, molto frammentato, è stimato pari a €79.2bn nel 2023 (+2.8% YoY) ed è previsto a €82.2bn nel 2024 ed a €90.4bn entro il 2026 (CAGR 4.9%), grazie anche ai fondi PNRR.

■ **Risultati trainati da M&A e crescita organica.** Nel 2023, Mare Group ha raggiunto un record di VoP a €39.4mn (CAGR 2020-2023 del 31%), trainato da M&A e crescita organica, mentre l'EBITDA ha raggiunto €10mn (CAGR 14%, margine 25.4%). L'utile netto è stato di €2.4mn (CAGR 11%). L'indebitamento netto è salito a €25.6mn da €8.0mn nel 2020, spinto dai forti investimenti intangibili (€24.5mn nel triennio), principalmente R&S, dall'intensa attività di M&A (12 operazioni dal 2019) e dalla crescita del circolante. Nei primi 9 mesi del 2024 il VoP è stato di €29.8mn (+u14% YoY), l'EBITDA €7.4mn (+23% YoY) e l'indebitamento netto è sceso a €17.9mn.

■ **Stime da growth company.** Nel 2024 le nostre stime sono in linea con la parte alta della guidance: VoP €45mn (+14% YoY), EBITDA €14mn (+40% YoY), indebitamento netto €14mn. Nel prossimo triennio, stimiamo un CAGR del 18% per il VoP (€74mn al 2027) e del 20% per l'EBITDA (€24mn), con un free cash flow cumulato di €34mn.

■ **Potenziale upside del 62%, BUY.** Sulla base del nostro modello DCF (WACC 9.6%, g 3%) e dei multipli dei peers, pesati entrambi al 50%, ed applicando uno sconto liquidità del 20%, otteniamo un TP di €8.0, pari ad un potenziale upside del 62%.

Key Figures & Ratios	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	39	45	58	65	74
EBITDA Adj (Eu mn)	10	14	17	20	24
Net Profit Adj (Eu mn)	2	4	6	9	13
EPS New Adj (Eu)	0.237	0.330	0.465	0.712	1.040
EPS Old Adj (Eu)					
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj		5.3	4.0	2.8	1.6
EV/EBIT Adj		11.8	7.6	4.3	2.2
P/E Adj	20.9	15.0	10.6	7.0	4.8
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	2.6	1.0	0.5	-0.2	-0.8

<b>MARE GROUP – Key Figures</b>						
<b>Profit &amp; Loss (Eu mn)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Sales	35	39	45	58	65	74
EBITDA	9	10	14	17	20	24
EBIT	4	5	6	9	13	18
Financial Income (charges)	-0	-1	-1	-1	-0	0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	3	4	5	8	13	18
Taxes	0	-1	-1	-2	-4	-5
Tax rate	-10.1%	34.9%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
Minorities & Discontinued Operations	-0	-0	0	0	0	0
Net Profit	4	2	4	6	9	13
EBITDA Adj	9	10	14	17	20	24
EBIT Adj	4	5	6	9	13	18
Net Profit Adj	4	2	4	6	9	13
<b>Per Share Data (Eu)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Total Shares Outstanding (mn) - Average	10	10	13	13	13	13
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	10	10	12	12	12	12
EPS f.d	0.374	0.237	0.330	0.465	0.712	1.040
EPS Adj f.d	0.374	0.237	0.330	0.465	0.712	1.040
BVPS f.d	1.792	1.869	2.558	2.746	3.458	4.498
Dividend per Share ORD	0.022	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Cash Flow (Eu mn)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Gross Cash Flow	8	10	14	18	21	25
Change in NWC	-7	-1	1	-4	-2	-1
Capital Expenditure	-10	-10	-8	-6	-3	-3
Other Cash Items	0	0	-1	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-8	-1	7	9	16	22
Acquisitions, Divestments & Other Items		0	0	0	0	0
Dividends	0	-1	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	0	0	7	0	0	0
Change in Net Financial Position	-8	-2	14	9	16	22
<b>Balance Sheet (Eu mn)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Total Fixed Assets	25	29	29	28	24	21
Net Working Capital	19	21	20	24	26	27
Long term Liabilities	-3	-3	-4	-4	-5	-6
Net Capital Employed	41	47	46	47	44	42
Net Cash (Debt)	-21	-26	-14	-8	4	20
Group Equity	18	19	29	35	44	57
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	18	19	29	35	44	57
<b>Enterprise Value (Eu mn)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Average Mkt Cap			60	60	60	60
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-21	-26	-14	-8	4	20
Enterprise Value			74	68	56	39
<b>Ratios (%)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
EBITDA Adj Margin	37.1%	36.6%	36.5%	32.7%	33.7%	36.0%
EBIT Adj Margin	15.0%	17.4%	16.3%	17.3%	21.9%	27.0%
Gearing - Debt/Equity	116.3%	137.1%	48.1%	24.1%	-8.8%	-35.6%
Interest Cover on EBIT	9.6	4.3	5.9	13.5	39.6	nm
Net Debt/EBITDA Adj	2.2	2.6	1.0	0.5	-0.2	-0.8
ROACE*	11.3%	10.9%	13.5%	19.1%	28.3%	42.2%
ROE*	23.6%	12.9%	15.7%	18.5%	22.9%	26.1%
EV/CE			1.6	1.5	1.2	0.9
EV/Sales			1.9	1.3	0.9	0.6
EV/EBITDA Adj			5.3	4.0	2.8	1.6
EV/EBIT Adj			11.8	7.6	4.3	2.2
Free Cash Flow Yield	-13.7%	-2.0%	12.5%	14.3%	27.1%	36.1%
<b>Growth Rates (%)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Sales	46.1%	11.7%	14.2%	28.2%	12.7%	14.2%
EBITDA Adj	37.1%	7.0%	39.8%	20.3%	18.1%	21.8%
EBIT Adj	18.5%	26.0%	31.1%	42.1%	45.4%	40.4%
Net Profit Adj	77.4%	-36.6%	58.2%	58.2%	53.1%	46.1%
EPS Adj	77.4%	-36.6%	38.9%	41.1%	53.1%	46.1%
DPS	nm	nm				

\*Excluding extraordinary items Source: Intermonte SIM estimates

## Company in Brief

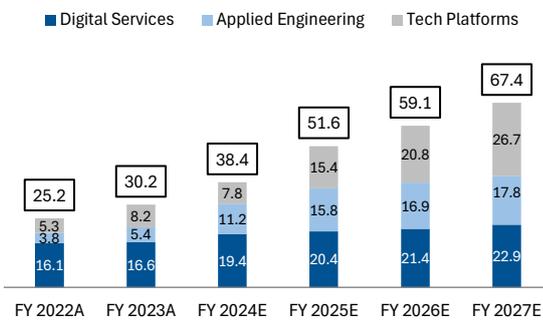
### Descrizione della Società

Fondata nel 2001, Mare Group è un'eccellenza nell'ingegneria digitale, supportando oltre 2,000 clienti con servizi digitali, ingegneria applicata e piattaforme tecnologiche. Con oltre 300 dipendenti, 16 sedi e 12 acquisizioni dal 2019, l'azienda investe in R&D per rendere la trasformazione digitale accessibile e sostenibile, consolidando la sua posizione nell'innovazione italiana.

### Punti di forza/Opportunità

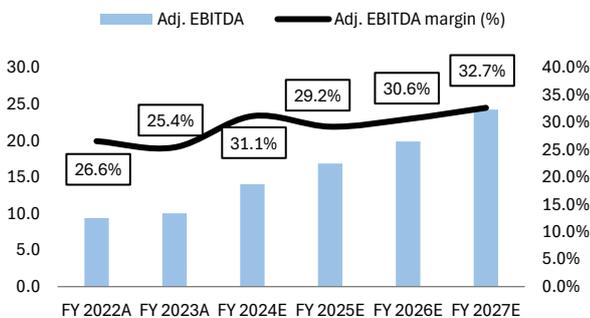
- Scalabilità ed innovazione tecnologica
- Ampia offerta di servizi integrati e prodotti, e scalabilità
- Partnership con operatori di primario standing internazionale
- Tecnologie proprietarie e rapida evoluzione
- Mercato inespresso, trainato dall'innovazione
- Strategia di acquisizioni

### Mare Group – 2022-2027 Revenue Trends (€ mn)



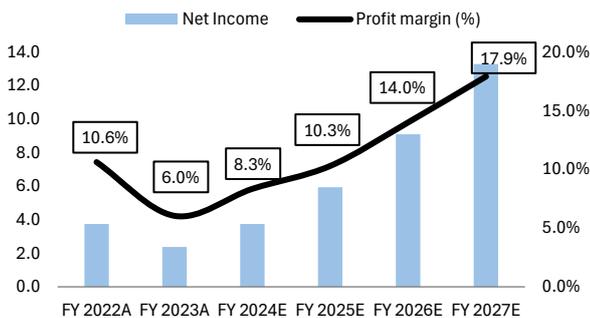
Source: Company data & Websim Corporate estimates

### Mare Group – 2022-2027 Adj EBITDA (€ mn) & Margin\* (%)



Source: Company data & Websim Corporate estimates, \*on VoP

### Mare Group – 2022-2027 Net Income (€ mn) & Margin\* (%)



Source: Company data & Websim Corporate estimates, \*on VoP

### Management

**CEO:** Antonio Maria Zinno  
**Presidente:** Marco Bellucci

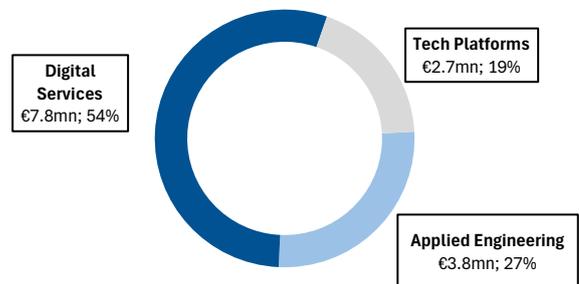
### Azionisti

Antonio Maria Zinno	25.2%
Marco Bellucci	18.4%
Valerio Griffa	14.8%
Invitalia S.p.A.	5.1%
Altri	24.6%
Mercato	11.9%

### Rischi/Debolezze

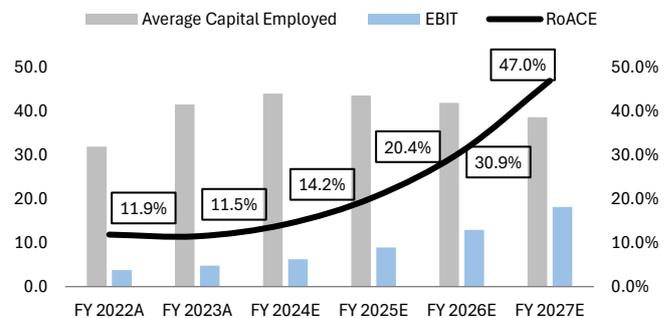
- Integrazione post-acquisizioni
- Ciclicità del mercato di riferimento
- Ambiente altamente competitivo

### Mare Group – 1H24 Revenue Breakdown by Division (%)



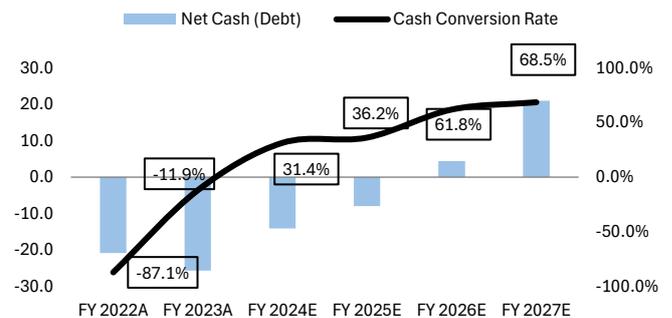
Source: Company data

### Mare Group – 2022-2027 RoACE Evolution (%)



Source: Company data & Websim Corporate estimates

### Mare Group – 2022-2027 NFP (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company data & Websim Corporate estimates

## Contents

<b>Company in Brief .....</b>	<b>3</b>
<b>Descrizione Societaria .....</b>	<b>5</b>
Group Milestones	6
Management e Struttura Societaria	7
<b>Business Model.....</b>	<b>10</b>
Tecnologia	10
Prodotti e Servizi	13
Automazione	14
Il Ciclo Commerciale: I processi e i brand	15
M&A Focus	17
Strategia	18
<b>Overview di Mercato .....</b>	<b>19</b>
Il Mercato Globale della Trasformazione Digitale	19
Il Mercato Italiano della Trasformazione Digitale	19
Focus: Digital Enablers	20
PMI: Transizione del business model	21
Posizionamento Competitivo	22
<b>Analisi finanziaria.....</b>	<b>24</b>
Analisi dei ricavi e del valore della produzione	24
Analisi dei margini	24
Analisi del cash flow e dell'indebitamento	26
<b>Stime 2024 - 2027 .....</b>	<b>28</b>
Stime 2024	28
Stime 2025-2027	28
<b>Valutazione e conclusioni.....</b>	<b>32</b>
Discounted Cash Flow Model	33
Peer Multiple Comparison	35
Conclusioni	36

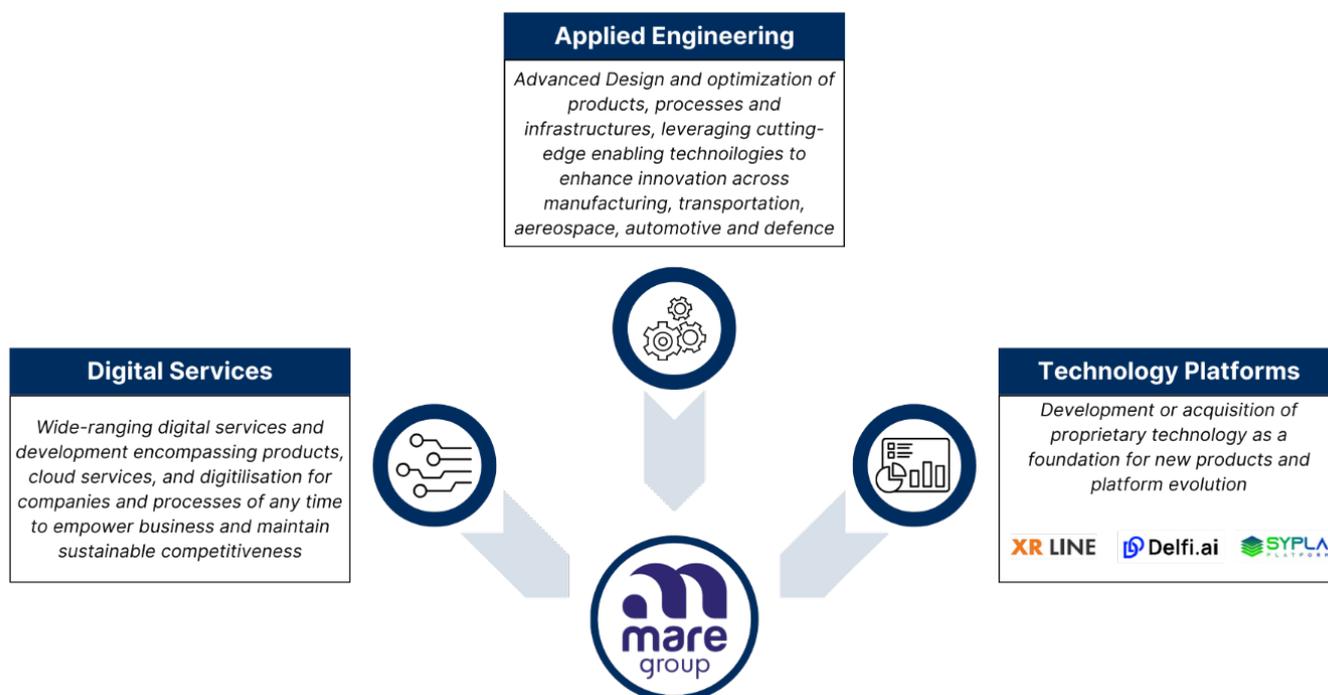
## Descrizione Societaria

Nata nel 2001 all'interno dell'Università Federico II di Napoli, **Mare Group S.p.A.** è un'azienda di **ingegneria digitale** che promuove l'innovazione, con un forte focus sulla transizione digitale e sulla sostenibilità. Grazie ad un'**intensa attività di ricerca e sviluppo**, Mare Group ha realizzato un'infrastruttura tecnologica basata su tre piattaforme, realizzate anche grazie ad una vocazione per le attività di M&A, con 12 deal dal 2019. Mare Group riesce così a spiccare grazie al proprio posizionamento unico all'interno del panorama italiano.

Nel dettaglio, la Società opera su tre linee di business:

- **Digital Services, 54% dei ricavi nell'1H24.** Servizi digitali e sviluppo software che comprendono prodotti, servizi cloud e digitalizzazione per aziende e processi di qualsiasi dimensione, per **potenziare le imprese** e mantenere una competitività sostenibile. Alcuni progetti includono (i) **l'implementazione di infrastrutture cloud** per archiviare, gestire, e accedere ai dati aziendali, (ii) la **protezione dei sistemi** da minacce informatiche, e (iii) **trasformazione di dati aziendali** in informazioni strategiche per facilitare il *decision-making* aziendale.
- **Applied Engineering, 27% dei ricavi nell'1H24.** Progettazione avanzata e **ottimizzazione di prodotti**, processi e infrastrutture, sfruttando tecnologie abilitanti all'avanguardia per migliorare l'innovazione nei settori della manifattura, dei trasporti, dell'aerospazio, dell'automotive e della difesa. Alcuni progetti includono (i) la **progettazione meccanica** di alcuni componenti e sistemi, (ii) **l'ingegneria di processi** per migliorare l'efficienza e produttività e (iii) **servizi di prototipazione** per testare e sviluppare nuove idee.
- **Technology Platforms, 19% dei ricavi nell'1H24.** Sviluppo o acquisizione di **tecnologie proprietarie** come base per nuovi prodotti e l'evoluzione delle piattaforme: (i) **XR Line**, una raccolta di prodotti nell'ambito dell'Extended Reality che permettono al cliente di creare autonomamente sessioni di **addestramento operativo e progettazione virtuale**, collaborando in ambienti multiutente immersivi e interattivi; (ii) **Delfi.AI**, una piattaforma che elabora autonomamente il livello di **innovazione e posizionamento competitivo** dell'azienda, identificando le eventuali aree di miglioramento e proponendo percorsi di innovazione personalizzati; (iii) **Sypla**, un'infrastruttura software flessibile che raccoglie dati in tempo reale per **monitorare e diagnosticare predittivamente** lo stato di infrastrutture ed impianti, con un focus sui settori edilizio, ferroviario ed energetico.

### Mare Group – Business Units



Source: Websim Corporate on Company Presentation

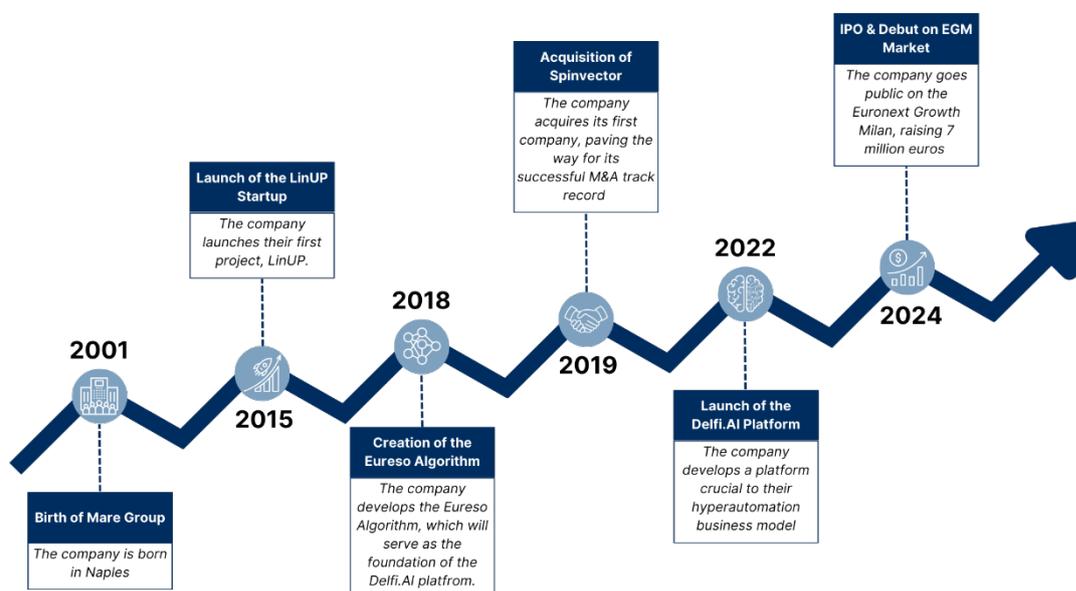
## Group Milestones

**Mare Group nasce nel 2001** con sede a Pomigliano d'Arco (NA) con le idee di Antonio Maria Zinno, Luigi Di Palma e Marco Bellucci. La visione alla base della fondazione era quella di colmare il divario tra la ricerca accademica e l'applicazione industriale, posizionando l'azienda come un **alleato fondamentale nel promuovere l'innovazione all'interno delle imprese**. Questa lungimiranza ha allineato Mare Group non solo ai progressi dell'Industria 4.0, ma anche alla successiva transizione tecnologica verso l'Industria 5.0, sottolineando il proprio **ruolo di pioniere nell'innovazione e nella trasformazione digitale** in vari settori.

**Nel 2015, per rispondere alla domanda generata da Industria 4.0**, il Gruppo lancia la sua prima **digital startup, LinUp**, dedicata all'implementazione delle tecnologie abilitanti (tra cui *Extended Reality* e *Intelligenza Artificiale*) per l'ottimizzazione dei flussi di lavoro nell'**industria manifatturiera**.

Mare Group continua il proprio percorso di innovazione, sviluppando l'**algoritmo proprietario Eureso nel 2018**. La tecnologia utilizza modelli euristici per **facilitare il decision-making delle aziende** in ottica strategica, a partire da dati reali secondo determinati KPI di innovazione. L'algoritmo semplifica il raggiungimento di risultati tangibili in termini di flessibilità, produttività ed efficienza, segnando un significativo avanzamento nella pianificazione strategica aziendale e nell'ottimizzazione operativa.

### Mare Group – Group Milestones



Source: Websim Corporate on Company Presentation

Oltre ad una crescita organica, Mare Group intraprende un **percorso di crescita esterna** che inizia con la **prima acquisizione nel 2019, Spinvector**, specializzata nella XR (extended reality: realtà aumentata e virtuale). L'esperienza della società permette di estendere il *know-how* in ambito di Industria 4.0 con tecnologie avanzate di XR basate su computer-grafica 3D in tempo reale.

L'espansione esterna comprende anche un **percorso di internazionalizzazione**, che ha permesso alla Società di affermarsi in diversi mercati europei ed extraeuropei. Sebbene la maggior parte delle attività si concentri sul territorio nazionale (11 uffici), la Società avvia la propria espansione internazionale nei seguenti territori:

- **Slovacchia**, con un ufficio a Jihlava
- **Repubblica Ceca**, con un ufficio a Bratislava
- **Brasile**, con due uffici a Contagem e Golana



Source: Websim Corporate on Company Presentation

**Nel 2022**, Mare Group compie un altro passo significativo verso la trasformazione digitale sviluppando **Delfi.ai**, una piattaforma basata su tecnologie avanzate di intelligenza artificiale e big data che permette di **analizzare automaticamente i fabbisogni di innovazione delle PMI** nel loro specifico contesto di mercato, offrendo percorsi di innovazione personalizzati in ogni fase, dalla **definizione dell’offerta** all’erogazione e al **post-vendita**. Tale processo, fortemente automatizzato, consente una significativa riduzione dei costi, mantenendo al contempo un **alto grado di personalizzazione e flessibilità**, rendendo l’intero sistema efficiente e scalabile.

Nel **maggio del 2024**, Mare Group **debutta sull’Euronext Growth Milan** della Borsa Italiana, con un prezzo di 3.5€/azione, raggiungendo una capitalizzazione di mercato di 42.2 milioni di euro. Nella fase di collocamento, la Società raccoglie **7.2 milioni di euro**, destinati a sostenere la propria crescita futura principalmente tramite: i) **investimenti in ricerca e sviluppo**, elemento centrale per lo sviluppo di nuove tecnologie innovative e ii) **la crescita tramite operazioni di M&A** per raggiungere nuovi settori ed un ampio bacino di clienti.

### Management e Struttura Societaria

Di seguito riportiamo i membri chiave di Mare Group, specificando le loro cariche e posizioni all’interno del Consiglio di amministrazione.

- **Antonio Maria Zinno: Fondatore e Amministratore Delegato di Mare Group.** Laureato in Ingegneria dei Materiali presso l'Università Federico II di Napoli nel 2001, lo stesso anno in cui nasce Mare Engineering. La sua attività imprenditoriale si è ampliata nel tempo, portandolo a ricoprire il ruolo di azionista e amministratore in numerose aziende nel settore dell'Ingegneria Digitale. Nel 2022 riceve l'onorificenza di Cavaliere al Merito della Repubblica Italiana.
- **Marco Bellucci: Presidente e Responsabile della Ricerca e Sviluppo di Mare Group.** Nato in Italia nel 1973, si è laureato in Ingegneria dei Materiali presso l'Università Federico II di Napoli, ed è uno dei soci fondatori di Mare Group. Ha diretto, coordinato e partecipato direttamente ad oltre cento progetti di ricerca legati alla simulazione di prodotti e processi, allo sviluppo di materiali, tecnologie innovative, e all'Intelligenza Artificiale.
- **Giovanni Caturano: Amministratore e Direttore di Innovazione e Comunicazione,** un ruolo assunto nel 2019 dopo l'acquisizione di SpinVector. Pioniere della *Extended Reality*, programmatore ed imprenditore, ha iniziato sviluppando software commerciali e, successivamente, con SpinVector S.p.A., ha ideato e realizzato videogiochi utilizzati da milioni di utenti. È anche docente presso l'Università di Benevento, dove insegna *Videogames & Virtual Reality* nel corso di laurea magistrale in Ingegneria Informatica.
- **Francesco Grillo, Amministratore indipendente.** Laureato con lode alla LUISS e con un MBA presso la Boston University, è Professore alla Bocconi e *Visiting Fellow* presso l'Istituto Universitario Europeo. Consulente del Ministro delle Infrastrutture italiano, dirige *Vision and Value*, concentrandosi su politiche pubbliche e tecnologie digitali. Scrive per importanti testate giornalistiche e guida il *think tank Vision*. I suoi lavori si focalizzano su democrazia, crescita e governance climatica.

## Mare Group – Board of Directors



Source: Websim Corporate on Company Presentation

- **Valeria Conti, Amministratrice indipendente.** Laureata con lode in Economia e Commercio presso l'Università La Sapienza di Roma, ha conseguito un master in diritto tributario presso la LUISS. Vanta una vasta esperienza nel settore, avendo lavorato con Deloitte e Studio Gianni & Origoni, prima di fondare CD Tax nel 2021. È esperta in operazioni di acquisizione, riorganizzazioni societarie e quotazioni in borsa.

Oltre alle figure riportate, elenchiamo alcune figure importanti all'interno di Mare Group che non sono membri del Consiglio di amministrazione.

- **Luigi di Palma: Direttore Generale.** Ingegnere e manager esperto nel settore aeronautico, conseguendo lauree presso l'Università di Perugia e l'Università di Napoli. Attualmente Direttore Generale di Mare Group, in precedenza ha guidato la progettazione di aerostutture al Centro Italiano Ricerche Aereospaziali (CIRA) dal 2003 fino al 2021 ed è stato ricercatore e docente in Ingegneria dei Materiali.

## Mare Group – Other Key Figures

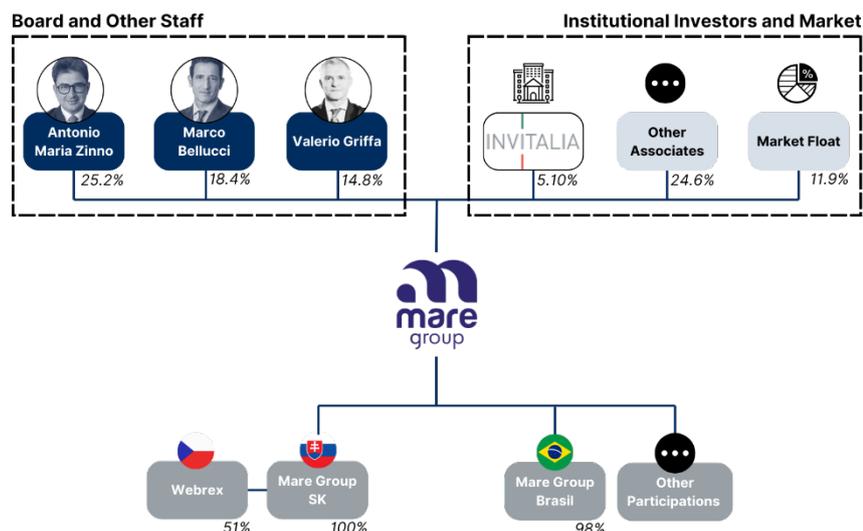


Source: Websim Corporate on Company Presentation

- **Domenico Soriano: Direttore Tecnologico (CTO),** a guida dello sviluppo di tecnologie legate all'Intelligenza Artificiale, *Big Data* ed *Extended Reality*. Co-fondatore di Innoida S.r.l., è stato precedentemente CEO di Eclettica, acquisita da Mare Group. Inoltre, ha collaborato con aziende come Ericsson e Accenture e co-fondato diverse *startup* tecnologiche, tra cui Techintouch e Skillme.
- **Gennaro Tesone: Direttore Crescita (CGO).** Ingegnere e imprenditore napoletano nato nel 1975, fonda la sua prima azienda ICT nel 2004. Nel 2011 lancia il primo incubatore privato in Campania, seguito da un altro presso un'università privata nel 2017. Nel 2012 fonda Eclettica, fornendo soluzioni innovative per grandi aziende italiane. Nel 2020, Eclettica si fonde con Mare Group, dove ora si occupa di gestione commerciale e attività di M&A.
- **Vincenzo Grosso: Direttore Finanziario e Amministrativo (CFO).** Nato nel 1988, ottiene un MBA presso l'*Universidad Politécnica de Cartagena* ed un Master in Economia e *Management* all'Università Roma Tre. Dopo esperienze come consulente e-business *controller*, entra in Mare Group nel 2020 come Direttore Finanziario e Amministrativo, gestendo finanza, risorse umane e *operations*, concentrato sull'ottimizzazione dei processi aziendali.
- **Debora Mautone: Responsabile Gestione Finanziamenti e Fondi Pubblici.** Laureata in Economia del Commercio Internazionale, Debora entra in Mare Group nel 2006 come Responsabile Gestione Finanziamenti e Fondi Pubblici. Ha gestito oltre cento progetti di Ricerca e Sviluppo in collaborazione con organizzazioni come CNR, Fiat, Ferrari ed Airbus. Esperta in finanziamenti europei e progetti di innovazione, offre consulenza alle PMI su creazione d'impresa, gestione finanziaria e pianificazione. Recentemente ha ricoperto il ruolo di assistente manageriale.

Attualmente, la composizione azionaria è distribuita (i) al **25.2% da Antonio Maria Zinno**, (ii) al 18.4% da Marco Bellucci, (iii) al 14.8% da Valerio Griffa (Direttore Internazionale di Mare Group) e (iv) 24.6% riconducibili ad investitori individuali, ciascuno con una partecipazione inferiore al 5%. Tra gli investitori istituzionali, **Invitalia detiene il 5.10%** del capitale sociale, mentre il **flottante di mercato rimanente rappresenta l'11.9%** delle azioni.

**Mare Group – Group Structure**



Source: Websim Corporate on Company Presentation

Ad oggi il perimetro di consolidamento è composto dalle seguenti società:

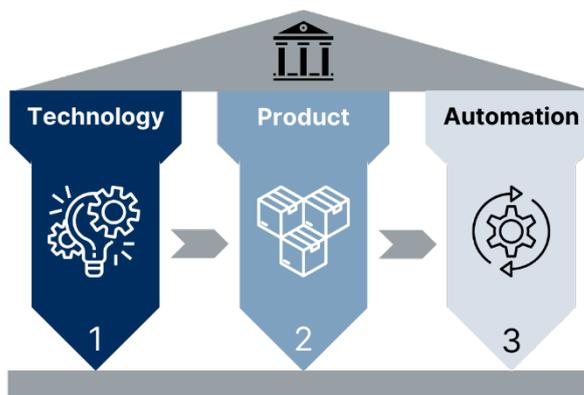
- **Mare Group SK S.r.o., detenuta al 100% da Mare Group.** Sede legale a Bratislava (Slovacchia), con un capitale sociale pari a 650,171 euro. Inoltre, detiene anche il 51% del capitale sociale di **Webrex**, sede legale a Jihlava (Repubblica Ceca) con un capitale sociale pari a 8,098 euro.
- **Mare Group Brasil LTDA, detenuta al 98% da Mare Group.** Sede legale a Contagem (Brasile), con un capitale sociale pari a 31,695 euro.

## Business Model

Il modello di business del Gruppo si fonda su tre pilastri strategici: **(i) lo sviluppo di tecnologia e innovazione, (ii) l'offerta di soluzioni innovative attraverso prodotti e servizi, e (iii) l'automazione del processo totale**, soprattutto per le PMI

Nel dettaglio, **la tecnologia** viene sviluppata principalmente attraverso l'intensa attività di **ricerca e sviluppo** condotta in collaborazione con grandi imprese e Università, e rappresenta il nucleo centrale del sistema. Ciò consente la creazione di **soluzioni innovative (in formato di prodotti o servizi)** che vengono adattate e **trasferite alle PMI** per favorirne la competitività sul mercato. A supporto dell'offerta è presente **l'automazione** che costituisce l'elemento distintivo del modello, garantendo un'elevata scalabilità e l'erogazione di prodotti e servizi in modalità disintermediata tramite la piattaforma proprietaria **Delfi.AI**, una piattaforma che accompagna il cliente in ogni fase del modello di business.

### Mare Group – Key Strategic Pillars

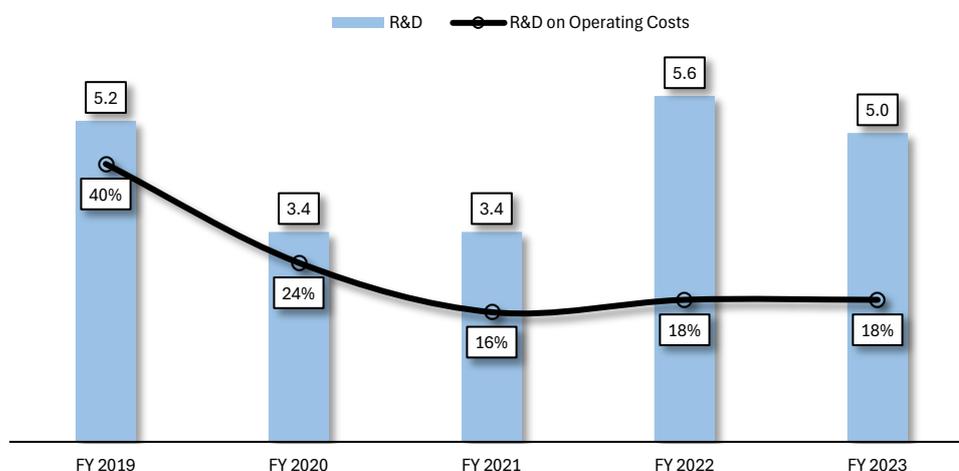


Source: Company presentation

## Tecnologia

Mare Group dedica **una parte significativa dei suoi ricavi alla ricerca e sviluppo (R&S)**, destinando annualmente **oltre il 15% del fatturato** a tali attività. Parte di questi investimenti è co-finanziata tramite contributi da enti governativi regionali, nazionali ed europei, che rimborsano parte dei costi sostenuti dall'azienda. Il Gruppo dispone di una funzione R&S trasversale alle diverse aree operative, incaricata di **sviluppare tecnologie strategiche** attraverso la partecipazione a progetti di ricerca co-finanziati. Questi progetti sono gestiti con un approccio di *project management* per **garantire il trasferimento delle innovazioni alle aree operative**.

### Mare Group – R&D on Operating Costs



Source: Websim Corporate on Company presentation

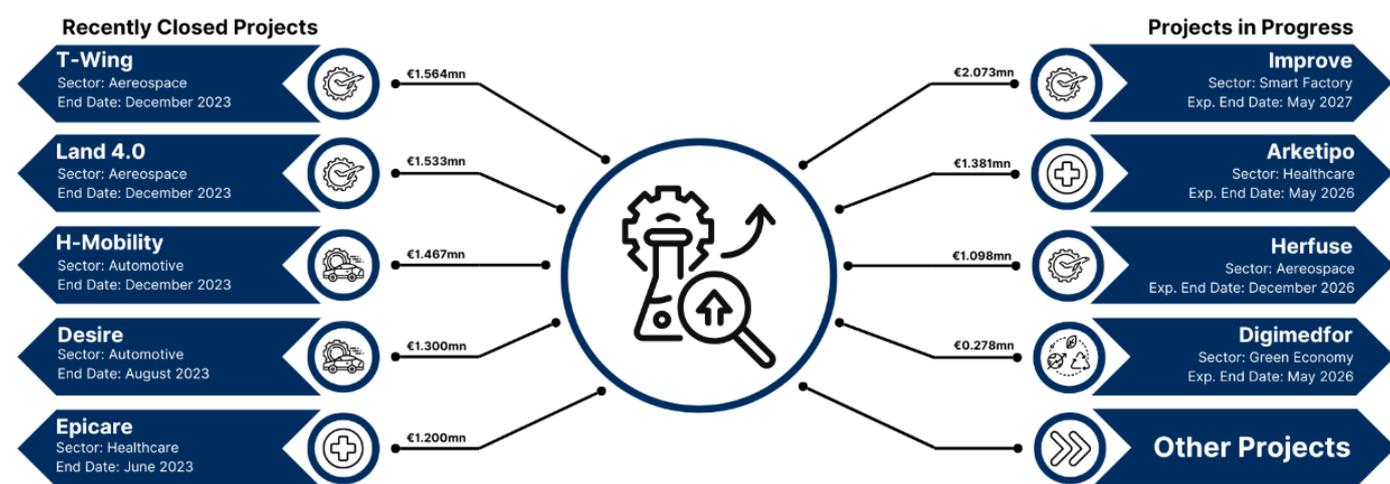
Mare Group è fortemente impegnata nello sviluppo e nella validazione di tecnologie innovative, applicate a prodotti e servizi all'avanguardia, **al centro dei progetti di ricerca e sviluppo** sviluppati internamente dal gruppo. Nel dettaglio:

- **Tecnologie aerospaziali.** Mare Group collabora con i principali costruttori di aeromobili europei, come Leonardo e Airbus, per lo sviluppo di macchine volanti di nuova generazione, tra cui convertiplani, elicotteri *compound* e velivoli alimentati a idrogeno.
- **Extended Reality.** Il Gruppo investe nello sviluppo di tecnologie avanzate per creare esperienze immersive che integrano il mondo reale con elementi virtuali, favorendo applicazioni innovative.
- **Intelligenza Artificiale (AI).** Mare Group sviluppa algoritmi intelligenti per ottimizzare l'efficienza e automatizzare processi aziendali, migliorando la produttività e l'accuratezza.
- **Big Data.** Il Gruppo dedica risorse all'analisi e interpretazione di grandi volumi di dati, con l'obiettivo di estrarre conclusioni significativi e supportare decisioni strategiche per i clienti.
- **Digital Twin e simulazioni ingegneristiche.** Vengono sviluppate tecniche avanzate per creare modelli virtuali e digitali di prodotti, processi e sistemi, consentendo di progettare, qualificare, monitorare e ottimizzare in modo rapido e affidabile.

Il successo di questi progetti è anche grazie alla collaborazione della Società con i vari centri di ricerca. In oltre 20 anni di attività, Mare Group ha costruito un **ampio e network consolidato** di collaborazioni nel campo della Ricerca e Sviluppo, coinvolgendo università, centri di ricerca, aziende e associazioni. Questo ecosistema consente al Gruppo di portare avanti un costante processo di innovazione nei settori in cui opera. Di seguito, un elenco delle principali partnership:

- **Partecipazione a Progetti e Associazioni Europee.** Mare Group è membro di Clean Sky 2, il principale programma europeo di ricerca aerospaziale, di GAIA-X, un'iniziativa per lo sviluppo di una piattaforma cloud europea, e di INSIDE Industry, dedicata alla digitalizzazione di frontiera.
- **Collaborazioni con Enti di Ricerca.** Il Gruppo collabora con il CIRA (Centro Italiano di Ricerche Aerospaziali), il CNR (Consiglio Nazionale delle Ricerche), il Fraunhofer Institute, il Max Planck Institute, l'ILOT (centro di ricerca aeronautico polacco) e il DLR (centro aerospaziale tedesco).
- **Collaborazioni con Università Italiane.** Mare Group mantiene rapporti consolidati con numerose università italiane, tra cui: Università di Napoli Federico II, Università della Campania Luigi Vanvitelli, Politecnico di Torino, Politecnico di Milano, Università del Sannio, Università di Salerno, Università della Calabria, Università di Cassino e del Lazio Meridionale.
- **Adesione a Consorzi e Poli Tecnologici.** Ad oggi, (i) un Membro del Consorzio Meditech, Centro di Competenza per il trasferimento di competenze 4.0, (ii) fa parte del polo tecnologico MESAP, specializzato nella Fabbrica Intelligente (iii) è associato al Distretto Aerospaziale Campano (DAC), che comprende 192 attori della filiera aerospaziale tra enti di ricerca, grandi imprese e PMI e (iv) partecipa al progetto Subacquea, promosso dal Ministero della Difesa per innovare il settore marittimo della difesa.

#### Mare Group – R&D Projects: Closed and in Progress



Source: Websim Corporate on Company presentation

Le attività di ricerca e sviluppo del Gruppo si concentrano principalmente su mercati strategici, tra cui: **automotive, aerospazio, ferroviario, manifatturiero, sanità e beni culturali**. Nel concreto, di seguito sono riportati i progetti di Ricerca e Sviluppo conseguiti dalla Società, con il fine di essere applicati e venduti alle società clienti.

Tra i progetti passati, ovvero completati alla pubblicazione di questo studio:

- **T-Wing: Settore aerospaziale, costo ca. €1.564mn, chiusura dicembre 2023.** Il progetto mira a sviluppare, prototipare e collaudare un'ala innovativa realizzata in materiale composito per il NextGenCTR.

- **Land 4.0: Settore aerospaziale, costo ca. €1.533mn, chiusura dicembre 2023.** Il progetto si propone di sviluppare un sistema intelligente per la gestione del ciclo di vita dei prodotti aeronautici, con un focus specifico sui carrelli di atterraggio.
- **SAIS: Settore aerospaziale, costo ca. €1.197mn, chiusura novembre 2023.** Il progetto è rivolto alla progettazione e allo sviluppo di una nuova architettura di controllo di volo per convertiplani di nuova generazione, con caratteristiche ergonomiche specifiche.
- **T-Tech: Settore aerospaziale, costo ca. €1.0mn, chiusura dicembre 2023.** Il progetto si propone di sviluppare un prototipo di superficie mobile per convertiplani di nuova generazione, realizzato con materiali compositi termoplastici.
- **V-Crash: Settore aerospaziale, costo ca. €0.742mn, chiusura giugno 2023.** Il progetto V-CRASH si propone di sviluppare una procedura innovativa per la progettazione di velivoli a decollo e atterraggio verticale (VTOL) destinati alla categoria UAM (Urban Air Mobility).
- **Dayyd: Settore aerospaziale, costo ca. €0.711mn, chiusura luglio 2023.** Il progetto si propone di sviluppare tecnologie innovative per ridurre l'impatto ambientale dei velivoli di tipo Tiltrotor/Compound Rotorcraft.
- **H-Mobility: Settore automobilistico, costo ca. €1.467mn, chiusura dicembre 2023.** Il progetto si propone di sviluppare una piattaforma *underbody* per veicoli a propulsione ibrida idrogeno-ossigeno, con l'obiettivo di renderli più efficienti e sicuri per il trasporto di persone e merci.
- **Desire: Settore automobilistico, costo ca. €1.300mn, chiusura agosto 2023.** Il progetto si propone di sviluppare metodologie e strumenti innovativi per la simulazione digitale di postazioni di lavoro reali all'interno di contesti industriali.
- **Epicare: Settore sanitario, costo ca. €1.200mn, chiusura giugno 2023.** Il progetto si propone di sviluppare una piattaforma avanzata per l'analisi dei dati provenienti da pazienti oncologici, integrando algoritmi di intelligenza artificiale e tecnologie IoT.
- **I-Care.Me: Settore sanitario, costo ca. €0.157mn, chiusura ottobre 2024.** Il progetto ha l'obiettivo di creare una piattaforma informativa per rispondere alle esigenze degli anziani e dei pazienti oncologici, fornendo supporto in termini di cure mediche e sanitarie.
- **Immateria: Settore della consulenza manageriale, costo ca. €0.372mn, chiusura novembre 2023.** Il progetto si propone di sviluppare una piattaforma capace di elaborare un piano di investimenti industriali per consentire alle aziende di allinearsi a realtà simili nel settore.
- **Debora: Settore automazione, costo ca. €0.142mn, chiusura prevista gennaio 2024.** Il progetto mira ad automatizzare il processo di controllo qualità degli aghi concentrici bipolari mediante un sistema di Computer Vision integrato con algoritmi di Intelligenza Artificiale.

Per quanto riguarda i progetti in corso, invece:

- **Arketipo: Settore sanitario, costo €1.381mn, chiusura prevista maggio 2026.** Il progetto sviluppa un modello predittivo basato su IA per il riconoscimento precoce dello scompenso cardiaco in pazienti diabetici e dializzati, integrando biomarcatori innovativi e approcci di Medicina Personalizzata, con un'app digitale interoperabile conforme alle normative su dispositivi medici, privacy e sicurezza.
- **Digimedfor: Settore Green Economy, costo €0.278mn, chiusura prevista maggio 2026.** Il progetto impiega strumenti innovativi di Intelligenza Artificiale e Realtà Estesa per sviluppare soluzioni digitali avanzate a supporto della gestione sostenibile delle risorse ambientali, con particolare focus sull'economia verde.
- **Improve: Settore fabbrica intelligente, costo €2.073mn, chiusura prevista maggio 2027.** Il progetto mira a progettare e standardizzare sistemi avanzati di supporto decisionale basati su Intelligenza Artificiale e Machine Learning, per ottimizzare i processi produttivi e migliorare l'efficienza operativa nelle industrie manifatturiere.
- **Herfuse: Settore aerospaziale, costo €1.098mn, chiusura prevista dicembre 2026.** Il progetto, parte di Horizon Europe e della Clean Aviation Joint Undertaking, mira a progettare fusoliera e impennaggi innovativi per un aereo regionale ibrido-elettrico, affrontando sfide legate al layout strutturale, ai materiali, alla produzione e all'assemblaggio, contribuendo alla riduzione delle emissioni di gas serra

## Prodotti e Servizi

A seguito dell'aspetto tecnologico, Mare Group offre una vasta gamma di servizi ai propri clienti, in formato di soluzioni innovative. Nel dettaglio:

- **Innovation Management.** Soluzioni tecnologiche per lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi (innovazione di prodotto) e per il miglioramento della competitività e dell'efficienza dei processi aziendali (innovazione di processo).
- **Transizione 4.0.** Progettazione, gestione e rendicontazione di misure finanziate specifiche (bonus sud, credito d'imposta per beni strumentali, credito d'imposta per ricerca, sviluppo e innovazione, bonus formazione, *patent box*).
- **Green Management.** Gestione del processo di transizione verso l'economia circolare, sfruttando le opportunità offerte dalla tecnologia 4.0 e dalle leve finanziarie legate all'ambito green.
- **Gestione Infrastrutture IT.** Implementazione e gestione delle infrastrutture fisiche e virtuali aziendali.
- **Security Operation Center.** Unificazione e coordinamento degli strumenti e delle pratiche di sicurezza per rispondere in modo efficace agli incidenti di sicurezza e garantire il rispetto delle normative sulla privacy, sia nazionali sia sovranazionali.
- **Cloud Computing.** Servizi di migrazione, infrastruttura, trasformazione dei dati, sostenibilità e sicurezza del cloud.
- **Servizi di Prima Digitalizzazione.** Assistenza hardware e software, progettazione impiantistica.
- **Ingegneria di Prodotto e di Processo.** Servizi specialistici per la progettazione e realizzazione di componenti, modelli e attrezzature, ottimizzazione dei processi produttivi e creazione di soluzioni innovative per il settore manifatturiero.

Per quanto riguarda i prodotti venduti, l'Emittente distingue tra prodotti propri e di terzi. **I prodotti di terzi comprendono la rivendita di hardware e software**, principalmente legati alla prima digitalizzazione delle imprese (personal computer, stampanti, server, sistemi operativi, digital workplace).

L'offerta di prodotti propri include:

- **Software Custom.** Sviluppo di software personalizzati per i clienti e moduli integrati in progetti proprietari.
- **App Aziendali.** Realizzazione di software e web app compatibili con i principali dispositivi tecnologici.

Inoltre, Mare Group dispone di un portafoglio di prodotti proprietari, con caratteristiche distintive che rispondono alle specifiche esigenze dei propri clienti. Nel concreto:

### Mare Group – Digital Products Portfolio

 <p><b>SolveUp</b> Soluzione completa e avanzata per operazioni di assistenza remota con il supporto della Realtà Aumentata.</p> <p><a href="#">Visita il sito</a></p>	 <p><b>Marker</b> Software per analisi di mercato che usa l'Intelligenza Artificiale e unisce tutti gli strumenti di data studio in un'unica piattaforma.</p> <p><a href="#">Visita il sito</a></p>	 <p><b>DriveMyJob</b> Job Management System in cloud dedicato alle PMI che monitora le performance e ottimizza i flussi di lavoro nella gestione delle commesse.</p> <p><a href="#">Visita il sito</a></p>	 <p><b>VideoSop</b> Sistema completo per l'authoring e la gestione di videoguide a bordo linea in ambiente produttivo: guida l'operatore passo per passo.</p> <p><a href="#">Visita il sito</a></p>
 <p><b>XR Line - Platform</b> Suite di prodotti in Realtà Virtuale con applicazioni per i layout, l'addestramento e il design. Include collaborazione interattiva online.</p> <p><a href="#">Visita il sito</a></p>	 <p><b>Ergoky</b> Combina hardware e software per l'analisi dettagliata delle attività operative sulla linea di produzione.</p> <p><a href="#">Visita il sito</a></p>	 <p><b>Avikana</b> ERP (Enterprise Resource Planning) completo che offre una vasta gamma di funzionalità per la gestione aziendale.</p> <p><a href="#">Visita il sito</a></p>	 <p><b>Sypla - Platform</b> Suite prodotti Sypla: Sypla Industry 4.0, Sypla Energy, Sypla Building e Sypla Rail, per il monitoraggio, l'efficiamento e la manutenzione predittiva.</p> <p><a href="#">Visita il sito</a></p>

Source: Websim Corporate on Company presentation

- **Marker, utilizzato per analisi di mercato e intelligenza artificiale.** Software avanzato che integra strumenti di analisi di mercato e intelligenza artificiale in un'unica piattaforma. Grazie al data lake, consente analisi approfondite su clienti e concorrenti, migliorando le azioni di marketing e supportando strategie aziendali mirate.
- **SolveUp, utilizzato per assistenza remota.** Soluzione innovativa che utilizza la Realtà Aumentata per l'assistenza remota. Riduce tempi e costi di intervento, semplificando il supporto tecnico e migliorando l'efficienza operativa.

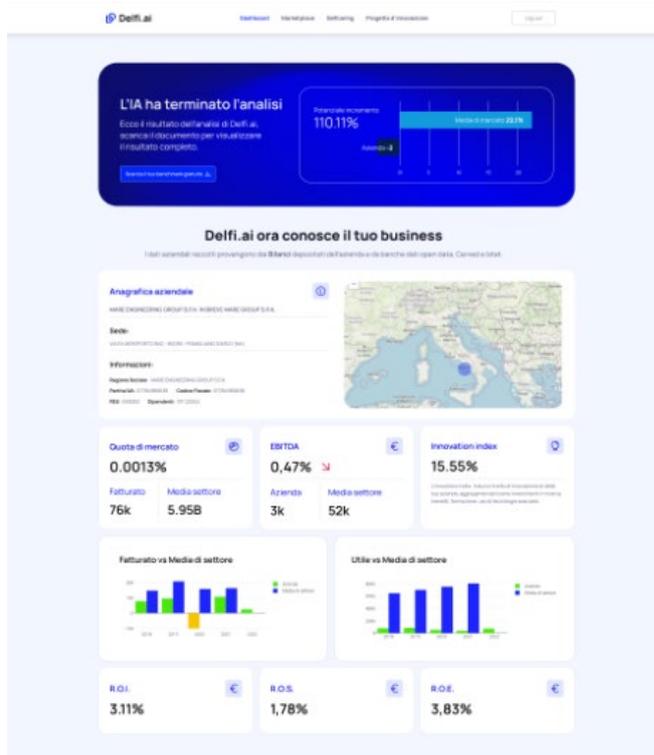
- **Avikana, utilizzato per la gestione delle linee di produzione.** ERP versatile progettato per le PMI manifatturiere. Supporta le PMI manifatturiere nella gestione dello stabilimento fino alla linea di produzione, ottimizzando i processi e migliorando la sicurezza sul lavoro.
- **XR Line, utilizzato per addestramento e progettazione.** Suite di prodotti in Extended Reality (XR) per addestramento e progettazione virtuale. Supporta la collaborazione interattiva in tempo reale e permette ai clienti di creare autonomamente Ambienti Virtuali e Procedure Operative.
- **Sypla, monitoraggio e gestione nel settore ferroviario ed edilizio.** Soluzione software integrata che combina sensori, hardware, firmware e software per il monitoraggio energetico e la diagnostica predittiva in ambito edilizio, ferroviario ed energetico.
- **Ergoky, utilizzato per l'ottimizzazione dei processi produttivi.** Sistema che unisce hardware e software per analizzare le attività operative nelle linee di produzione. Utilizza metodologie standard (Muda, Mura, Muri) per ridurre sprechi, migliorare efficienza e ottimizzare tempi e costi.
- **VideoSOP, a supporto a bordo linea.** Piattaforma per la creazione, editing e distribuzione di video istruzioni per le linee di produzione. Facilita il supporto operativo con procedure visive direttamente disponibili sui display a bordo linea.
- **DriveMyJob, a gestione dei flussi di lavoro.** Job Management System per le PMI, progettato per monitorare le performance e ottimizzare i flussi di lavoro. Include gestione collaborativa, pianificazione finanziaria, analisi delle prestazioni e monitoraggio dei progressi aziendali.

## Automazione

L'automazione è uno degli elementi caratterizzanti del modello di business di Mare Group e si concretizza nell'interazione con i clienti attraverso la piattaforma proprietaria **Delfi.AI**. Questa piattaforma rappresenta uno strumento fondamentale per penetrare anche il mercato delle PMI, supportando i clienti in tutte le fasi, dall'*onboarding* fino allo sviluppo delle attività post-vendita.

Inizialmente, la piattaforma richiede solo la Partita IVA dell'azienda e, in modalità cloud, elabora un report dettagliato del **livello di innovazione e posizionamento competitivo dell'impresa**, individuando le aree aziendali da migliorare e proponendo consulenze personalizzate per sviluppare progetti di innovazione che possano incrementare le performance delle aree critiche.

### Mare Group – Delfi.AI



Source: Websim Corporate on Company presentation

Delfi.AI identifica i benefici derivanti dalle iniziative di incentivo all'innovazione e guida le aziende verso **percorsi di sviluppo personalizzati**, supportati da un vasto database che include dati econometrici e di bilancio, integrati con informazioni extra-contabili. Questi dati vengono utilizzati per offrire analisi comparative e informate, affinché le aziende possano prendere decisioni strategiche mirate.

La piattaforma utilizza i dati per **confrontare le performance di un'impresa con quelle mediane di altre aziende simili in Italia**, in base a caratteristiche come settore, dimensioni e mercato di riferimento. Analizzando la capacità delle imprese di adottare nuove tecnologie e di adattarsi ai cambiamenti del mercato, Delfi.AI suggerisce percorsi di innovazione che consentono alle aziende di rimanere competitive e di creare valore nel lungo periodo.

Inoltre, la piattaforma include un marketplace di prodotti e servizi, creando un ambiente collaborativo e dinamico, che potrebbe essere aperto anche a terze parti. La piattaforma non si limita solo all'analisi e al marketplace, ma offre anche un supporto post-vendita, lavorando a stretto contatto con i clienti per **favorire l'integrazione tecnologica e il miglioramento continuo dei processi aziendali**.

Uno degli altri moduli di Delfi.AI è una sezione **self-care**, che consente ai clienti di gestire autonomamente la propria esperienza di acquisto e interazione con il Gruppo. In questa sezione, i clienti possono esplorare l'offerta di prodotti e servizi, effettuare acquisti e accedere a funzionalità di supporto post-vendita.

Inoltre, Delfi.AI offre una serie di servizi di assistenza, tra cui supporto tecnico, informazioni sui prodotti, richieste di manutenzione e la possibilità di fornire riscontri, promuovendo una comunicazione diretta e tempestiva tra il Gruppo e i suoi clienti. Questi servizi vengono principalmente offerti tramite canali digitali, con la possibilità di essere seguiti successivamente via e-mail o telefono, se necessario.

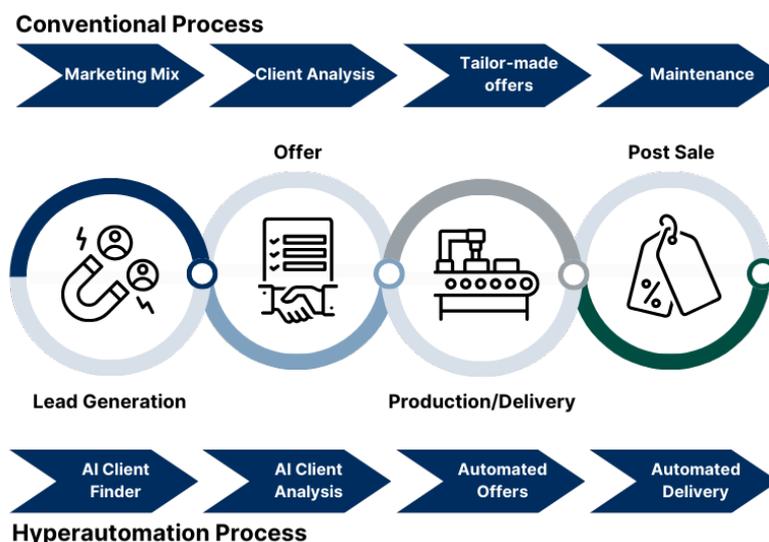
In generale, la piattaforma **offre un'interfaccia intuitiva e user-friendly**, che facilita la navigazione e la personalizzazione dell'esperienza in base alle esigenze del cliente. I clienti possono configurare il loro profilo, inserendo informazioni specifiche e richieste particolari.

## Il Ciclo Commerciale: I processi e i marchi

Il modello di business del Gruppo si articola principalmente in due approcci distinti. Il primo, di tipo **"convenzionale"**, è rivolto alle grandi imprese e ai progetti su larga scala. Questo approccio si basa sull'account management, con risorse dedicate che lavorano a stretto contatto con i clienti, analizzandone le esigenze specifiche in relazione ai settori e ai progetti, e garantendo una collaborazione continuativa e una forte interazione nel tempo.

Il secondo approccio è focalizzato sull'**Hyperautomation** e si rivolge prevalentemente alle PMI. Questo modello prevede un processo altamente automatizzato, che utilizza un insieme di tecniche e tecnologie avanzate per sostituire gran parte delle attività svolte dal consulente fisico. In questo modo, si assicura il rispetto delle caratteristiche uniche e delle esigenze specifiche di ogni cliente, pur mantenendo efficienza e personalizzazione.

Mare Group – Conventional and Hyperautomation Processes



Source: Websim Corporate on Company presentation

Per quanto alla base di entrambi i processi ci sia un ciclo comune, il **processo convenzionale** è caratterizzato da alcune fasi fondamentali per la comunicazione con le grandi società:

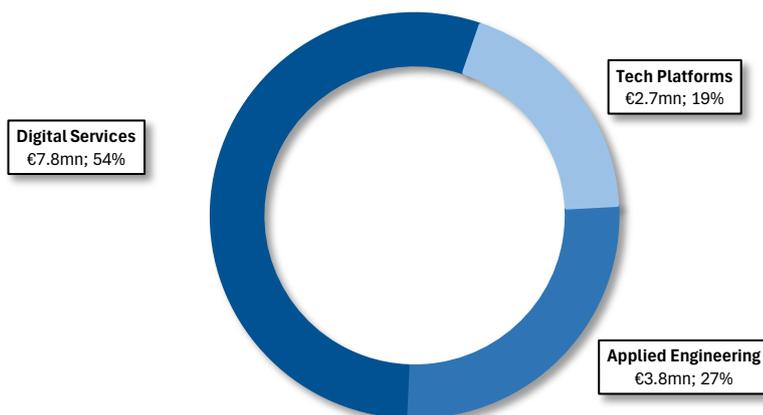
- **Contatto Relazionale e Marketing Digitale.** Identificazione di potenziali clienti attraverso contatti diretti, come *cold calling*, partecipazione a eventi, conferenze e fiere, integrati con strategie di marketing digitale mirate, mantenendo un approccio altamente personalizzato.
- **Analisi Personalizzata dei Clienti.** Approfondita valutazione delle esigenze dei clienti condotta da personale specializzato, con esperienza nel settore di riferimento e spesso già in possesso di relazioni consolidate nell'industria specifica.

- **Offerta e Progettazione Personalizzate.** Elaborazione di offerte che integrano competenze commerciali e tecniche, seguite dalla progettazione di soluzioni su misura basate sulle esigenze specifiche del cliente.
- **Contratti e Servizi Post-vendita Dedicati.** Definizione di contratti dettagliati per attività post-vendita, con l'assegnazione di risorse dedicate alla manutenzione e al supporto operativo continuo del cliente.

Di converso, al centro del **processo di Hyperautomation** troviamo **l'automazione e l'utilizzo di Delfi.AI**, per offrire alle PMI percorsi di innovazione personalizzati per migliorarne la competitività e supportare i processi strategici di *decision-making*.

- **Identificazione Automatizzata dei Lead.** Impiego di sistemi automatizzati per identificare e qualificare i potenziali clienti, indirizzandoli verso *landing page* strategiche attraverso strategie di digital marketing integrate.
- **Analisi Automatizzata dei Bisogni Aziendali.** Utilizzo di tecnologie proprietarie basate su Intelligenza Artificiale e clusterizzazione, per condurre un'analisi automatizzata, personalizzata per ogni cliente, del contesto competitivo e delle opportunità di innovazione.
- **Offerte Automatizzate e Tecnologia Avanzata.** Generazione automatica di offerte che suggeriscono servizi e prodotti, spesso basati su tecnologie sviluppate precedentemente per grandi imprese, offrendo percorsi di innovazione personalizzati.
- **Automazione di Consegna e Supporto.** Gestione della consegna dei prodotti e automazione dei pagamenti e del post-vendita per favorire il miglioramento continuo, aumentare la fidelizzazione e promuovere opportunità di cross-selling.

#### Mare Group – 1H24 Revenue Breakdown by Division



Source: Company data

Mare Group ha recentemente completato una riorganizzazione delle proprie divisioni aziendali, con l'obiettivo di **valorizzare il proprio know-how ingegneristico e le tecnologie proprietarie**. Questa evoluzione ha portato all'eliminazione delle divisioni *Mare Consulting* e *Mare Industrial*, sostituite da **Applied Engineering** e **Technology Platforms**.

Le nuove divisioni, operative dal quarto trimestre del 2024, riflettono la visione strategica di Mare Group, con un focus sempre maggiore sulle tecnologie proprietarie come **XR Line**, **Delfi.Ai** e **Sypla**, che garantiscono una maggiore scalabilità del business. Mentre la precedente struttura era organizzata in base alla tipologia di clientela (Mare Industrial verso le grandi imprese e Mare Consulting per le PMI), il nuovo assetto si **basa sui prodotti e le soluzioni offerte**, consentendo un approccio più mirato e innovativo.

La divisione **Digital Services**, invece, mantiene una continuità con la precedente *Mare Digital* e si concentra sull'offerta di servizi digitali per aziende di qualsiasi dimensione. Il suo scopo principale è potenziare i processi aziendali attraverso l'implementazione di soluzioni tecnologiche avanzate, favorendo l'innovazione e la crescita.

A livello di clientela, nel primo semestre del 2024, i primi 10 clienti hanno avuto un'incidenza sul fatturato del 50% e i primi 5 clienti del 36%. A livello di costi invece, i primi 10 fornitori hanno avuto un'incidenza sui costi del 28% e i primi 5 fornitori del 21%.

## M&A Focus

Mare Group ha consolidato la propria posizione nel mercato tecnologico **attraverso una serie di acquisizioni strategiche**, rafforzando competenze e ampliando l'offerta di soluzioni innovative. Le acquisizioni hanno **creato significative sinergie, migliorato la flessibilità operativa e ampliato la presenza internazionale**, consentendo a Mare Group di rispondere alle sfide della digitalizzazione e dell'innovazione tecnologica per PMI, grandi imprese e settori avanzati come Difesa e Ferroviario.

### Tra le più importanti operazioni di M&A, includiamo:

**Hard&Soft House.** L'11 novembre 2021, Mare Group acquisisce Hard & Soft House per rafforzare la propria offerta nel settore IT e consolidare il posizionamento sul mercato delle PMI. L'operazione ha permesso di integrare competenze strategiche, rendendo il Gruppo un partner unico per l'innovazione tecnologica e le soluzioni di prima informatizzazione. Grazie all'esperienza trentennale di Hard & Soft House, Mare Group ha ampliato le proprie capacità nello sviluppo di progetti end-to-end e nella realizzazione di infrastrutture avanzate basate su virtualizzazione e cloud computing, garantendo piena conformità a normative come il GDPR. L'acquisizione ha inoltre creato sinergie interne significative, migliorando l'offerta complessiva e aumentando la fidelizzazione della clientela. In sintesi, l'operazione ha consolidato la competitività di Mare Group, rafforzando il suo ruolo di partner di riferimento per Ict3 l'innovazione tecnologica delle PMI.

**Mate Consulting.** Il 9 dicembre 2021, Mare Group acquisisce Mate Consulting, un'importante mossa strategica per rafforzare la sua area Digital. Con oltre 20 anni di esperienza, Mate Consulting ha portato competenze avanzate in sviluppo software, Business Intelligence e manutenzione applicativa, ampliando la capacità di Mare Group di rispondere alle esigenze di digitalizzazione delle Grandi Imprese. L'integrazione di Mate Consulting ha creato significative sinergie operative, ottimizzando risorse e processi. Grazie alla sua esperienza nella gestione dell'intero ciclo di vita del software, Mate Consulting ha reso possibile un'offerta più flessibile e personalizzata, in linea con le richieste del mercato. L'acquisizione rappresenta un importante passo nella strategia di crescita di Mare Group, rafforzando la sua leadership nel settore tecnologico e digitale e consolidando il posizionamento come partner per la trasformazione digitale.

**Syenmaint.** Il 22 novembre 2022, Mare Group ha acquisito il 100% di Syenmaint S.r.l., proprietaria di 5 brevetti, tra cui la piattaforma SYENMAINT®. Questa soluzione digitale avanzata è specializzata nella manutenzione predittiva, consentendo il monitoraggio e la diagnostica degli asset in vari settori industriali, ottimizzandone il ciclo di vita e riducendo i costi operativi. L'acquisizione ha arricchito l'offerta di Mare Group con tecnologie innovative e ha aperto nuove opportunità nel settore railway, rafforzando la diversificazione e la crescita del Gruppo. In sintesi, l'integrazione di Syenmaint ha rappresentato una mossa strategica per espandere il business, migliorare le competenze e offrire soluzioni sempre più avanzate ai clienti.

**Sintex.** Il 19 dicembre 2022, Mare Group ha acquisito il 100% di Sintex, società attiva dal 2001 nel settore della consulenza informatica e dei servizi tecnologici. L'operazione ha permesso di ampliare le competenze tecniche disponibili e migliorare la capacità di rispondere alle richieste di un mercato in continua evoluzione. Sintex si distingue per l'alta qualità dei suoi servizi e per la ricerca continua di soluzioni innovative. Grazie a questa acquisizione, Mare Group ha consolidato la propria leadership tecnologica, integrando risorse specializzate e potenziando la propria offerta per affrontare con flessibilità le sfide future.

**Webrex.** Il 2 febbraio 2023, Mare Group, tramite la controllata slovacca Mare Group SK, ha acquisito il 51% di Webrex s.r.o., una società IT della Repubblica Ceca con oltre 20 anni di esperienza nello sviluppo software. L'operazione ha rafforzato la presenza del Gruppo in Europa Centrale, grazie all'integrazione del sistema ERP AVIKANA (ex NAVICA), progettato per le PMI manifatturiere.

**Obiettivo Europa.** Il 30 agosto 2023, Mare Group ha acquisito Obiettivo Europa S.r.l., una piattaforma innovativa con oltre 15 anni di esperienza e 120.000 iscritti, specializzata nell'accesso a finanziamenti regionali, nazionali ed europei. Questa operazione ha rafforzato il ruolo del Gruppo come partner strategico per le PMI, offrendo strumenti concreti per affrontare le sfide della transizione digitale e sostenibile, in linea con gli obiettivi del PNRR. Mare Group si conferma così un punto di riferimento per accompagnare le imprese nell'innovazione e nella crescita.

**Powerflex.** Prevista entro il 31 dicembre 2024, l'acquisizione di Powerflex rappresenta una mossa strategica per rafforzare la presenza di Mare Group nei settori Aerospazio, Navale, Ferroviario e Difesa. Powerflex apporta competenze avanzate per test, certificazioni e qualifiche tecniche, arricchendo il portafoglio del Gruppo con soluzioni tecnologiche innovative. L'operazione aprirà nuove opportunità di cross-selling e sinergie tecnologiche, consolidando ulteriormente il posizionamento internazionale di Mare Group e offrendo un servizio integrato ai clienti nei settori più avanzati.

## Strategia

Mare Group punta a consolidare la propria leadership nel settore della trasformazione digitale, evolvendo la propria piattaforma tecnologica proprietaria, DELFI.AI, attraverso lo sviluppo di nuove funzionalità e l'integrazione di intelligenza artificiale sempre più sofisticata. Questo permetterà di ampliare l'offerta di prodotti e servizi, di penetrare nuovi mercati e di ottimizzare i processi interni.

**Le principali linee d'azione sono:**

- **Espansione e diversificazione:** Mare Group intende crescere sia organicamente sia attraverso acquisizioni strategiche di aziende complementari, acquisendo nuove competenze, tecnologie e accessi a nuovi mercati.
- **Innovazione continua:** La piattaforma Delfi.AI sarà costantemente aggiornata e migliorata, grazie ad un forte investimento in ricerca e sviluppo ed a collaborazioni con partner strategici, sia nel mondo accademico sia nell'industria.
- **Sostenibilità e transizione energetica:** Mare Group intende supportare le imprese nella transizione verso un modello di business più sostenibile, integrando nella sua offerta soluzioni tecnologiche innovative che promuovano l'efficienza energetica e la riduzione dell'impatto ambientale.
- **Automazione ed efficienza:** L'automazione dei processi e l'utilizzo dell'intelligenza artificiale permetteranno di ottimizzare le operazioni interne, ridurre i costi ed offrire ai clienti servizi più efficienti e personalizzati.

In sintesi, **Mare Group ha l'obiettivo di diventare un punto di riferimento nel settore della trasformazione digitale, offrendo soluzioni innovative e sostenibili che rispondano alle esigenze di un mercato in continua evoluzione.**

### Mare Group – Strategic moves

Action	Applied Engineering	Digital Services	Technology Platforms
Acquisition of target companies	✓	✓	✓
Strengthening in focus sectors	✓		
Applied AI for building management		✓	
Technology integration		✓	✓
New products and services			✓
Internationalization	✓	✓	✓

Source: Websim Corporate on Company presentation

## Overview di Mercato

### Il Mercato Globale della Trasformazione Digitale

Il mercato globale per la trasformazione digitale è previsto a sostenere una crescita ad un CAGR di 24.7% tra il periodo 2024-2034.

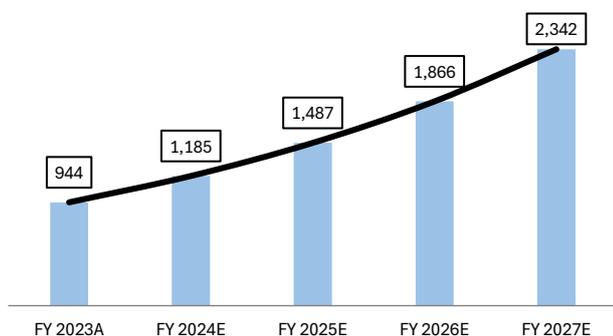
**La crescente diffusione dell'Industria 4.0 e la domanda di tecnologie digitali e automatizzate nel settore manifatturiero sono aumentate rapidamente negli ultimi decenni.** I produttori stanno adottando sempre più le tecnologie più avanzate per automatizzare e digitalizzare i processi, con l'obiettivo di migliorare la qualità dei prodotti e la produttività.

La crescente richiesta di tecnologie innovative come *big data analytics*, intelligenza artificiale, *Internet of Things* e *cloud computing* da parte delle imprese sta alimentando in modo significativo la crescita del mercato globale della trasformazione digitale. Queste tecnologie avanzate integrano l'intelligenza nelle attività aziendali, promuovono l'engagement con i clienti e migliorano l'efficienza operativa.

La diffusione di Internet, l'aumento dell'adozione di smartphone e lo sviluppo delle infrastrutture IT e di telecomunicazioni a livello globale rappresentano alcuni dei principali fattori che spingono la crescita del mercato della trasformazione digitale. Le aziende, indipendentemente dal settore, stanno investendo pesantemente per rafforzare la loro presenza digitale. Pertanto, il passaggio dai modelli di business tradizionali a quelli digitali sta contribuendo in modo significativo alla crescita del mercato globale della trasformazione digitale.

La trasformazione digitale consente alle imprese di migliorare le operazioni, costruire una solida reputazione del marchio, migliorare l'esperienza del cliente e aumentare la fidelizzazione. L'adozione di tecnologie digitali aiuta le aziende ad affrontare eventuali cambiamenti nel panorama tecnologico e a resistere alle trasformazioni del settore. Ad esempio, le aziende digitali hanno registrato profitti elevati durante la pandemia di COVID-19. Molte imprese di diversi settori hanno subito perdite significative a causa dei lockdown e sono state costrette a investire ingenti risorse per digitalizzare le loro operazioni. Di conseguenza, la pandemia ha avuto un impatto positivo e significativo sulla crescita del mercato globale della trasformazione digitale.

Mare Group – 2023 – 2027 Global Digital Transformation (DT) Market (€ bn)



Source: Websim Corporate on Precedence Research

Mare Group – 2023 Global DT Market Breakdown by Geography (%)



Source: Websim Corporate on Precedence Research

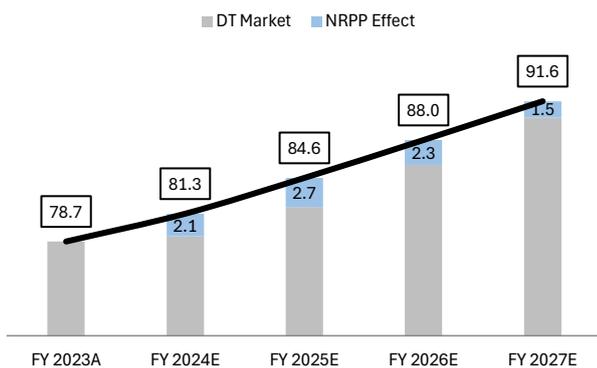
Oltre al Nord America (44.0% del mercato nel 2023), le zone più promettenti rimangono l'Europa e l'Asia Pacifico. Ricordiamo che Mare Group ha sedi in Italia, Brasile, Repubblica Ceca, e Slovacchia, e stando agli ultimi dati disponibili, oltre il 92% dei ricavi totali deriva dalla penisola italiana. Per questo motivo, il focus principale sarà il mercato italiano.

### Il Mercato italiano della Trasformazione Digitale

Il mercato digitale italiano ha raggiunto nel 2023 un valore di 78.7 miliardi di euro, con una crescita del 2.1%, superiore al PIL nazionale (+1.5%). I diversi segmenti hanno mostrato andamenti eterogenei e rimangono bilanciati:

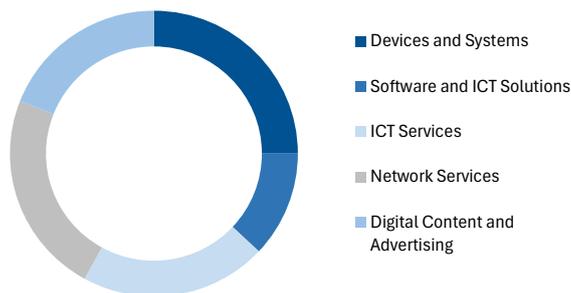
- **Servizi ICT** (21% sul totale). Crescita più rilevante con un aumento del +9%, raggiungendo i 16.2 miliardi di euro, trainati da cloud computing, cybersecurity e tecnologie legate all'Intelligenza Artificiale.
- **Software e Soluzioni ICT** (12% sul totale). Incremento del +5.8% YoY, per un valore di 9.1 miliardi di euro.
- **Contenuti e Pubblicità Digitali** (19% sul totale). Crescita del +5.5% YoY, toccando 15.2 miliardi di euro.
- **Dispositivi e Sistemi** (25% sul totale). Flessione significativa del -4.8%, causata dal calo nelle vendite di PC (desktop, laptop, tablet) e apparecchi TV.
- **Servizi di Rete TLC** (23% sul totale). Crescita marginale del +0.2%, invertendo la tendenza negativa degli anni precedenti.

Mare Group – 2023 – 2027 Italian Digital Transformation (DT) Market (€ bn)



Source: Websim Corporate on Annitec-Assinform

Mare Group – 2023 Italian DT Market Breakdown by Segment (%)



Source: Websim Corporate on Annitec-Assinform

**L'evoluzione del mercato digitale nel biennio 2024-2025 sarà guidata principalmente da tre fattori:**

- **Investimenti pubblici.** Oltre ai fondi del PNRR, le risorse destinate alla digitalizzazione del Paese saranno orientate verso la sicurezza IT, l'ammodernamento delle infrastrutture tecnologiche (cloud) e i progetti di sanità digitale.
- **Comparto manifatturiero.** Nonostante il supporto dei fondi per la transizione 4.0, si prevede un approccio prudente con attenzione ai costi IT, a causa dell'incertezza economica globale, del contesto geopolitico e della carenza di forza lavoro specializzata.
- **Scenario economico incerto.** Persistenza di incertezze economiche a livello nazionale e internazionale.

In particolare, le iniziative che avranno il maggiore impatto sulle previsioni del mercato digitale nei prossimi anni sono quelle relative a **“Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura” (Missione 1)** e **“Salute” (Missione 6)**. Infatti, le prospettive per il mercato digitale in Italia nel periodo 2024-2027 dipendono in larga misura dagli investimenti in digitalizzazione finanziati tramite il **PNRR**.

**Tuttavia, stimare con precisione l'impatto del PNRR non è semplice, principalmente per due motivi.**

1. Alcuni investimenti della Pubblica Amministrazione sarebbero stati effettuati comunque, anche senza il supporto del PNRR.
2. Non tutti i progetti approvati si tradurranno in una spesa effettiva, e parte degli investimenti in ICT finanziati dal PNRR non rappresentano nuove risorse aggiuntive.

**Ciò ci porta alla creazione di diversi scenari per la crescita del mercato della trasformazione digitale italiano, quello attuale rappresentando quello prudenziale. Nel dettaglio:**

- Considerando un mercato digitale stimato a 79.1 miliardi di euro nel 2024, il contributo del PNRR è previsto in 2.1 miliardi di euro aggiuntivi, portando il totale complessivo a 81.2 miliardi di euro.
- Per il 2025, si prevede un mercato digitale base di 81.8 miliardi di euro, con un impatto del PNRR stimato in 2.7 miliardi di euro, per un totale di 84.5 miliardi di euro, segnando un incremento del 4.1% rispetto al 3.4% che si avrebbe senza il PNRR.
- Nel 2026, l'impatto del PNRR è stimato in 2.3 miliardi di euro, portando il totale a 88 miliardi di euro, con un incremento sempre del 4.1% sul totale del mercato digitale.
- Nel 2027, infine, si prevede un prolungamento degli effetti del Piano oltre il termine previsto, grazie ai fattori condizionanti già descritti. L'impatto del PNRR sarà di 1.5 miliardi di euro, portando il totale complessivo del mercato digitale a 91.6 miliardi di euro, con un aumento del 4.1% rispetto all'anno precedente.

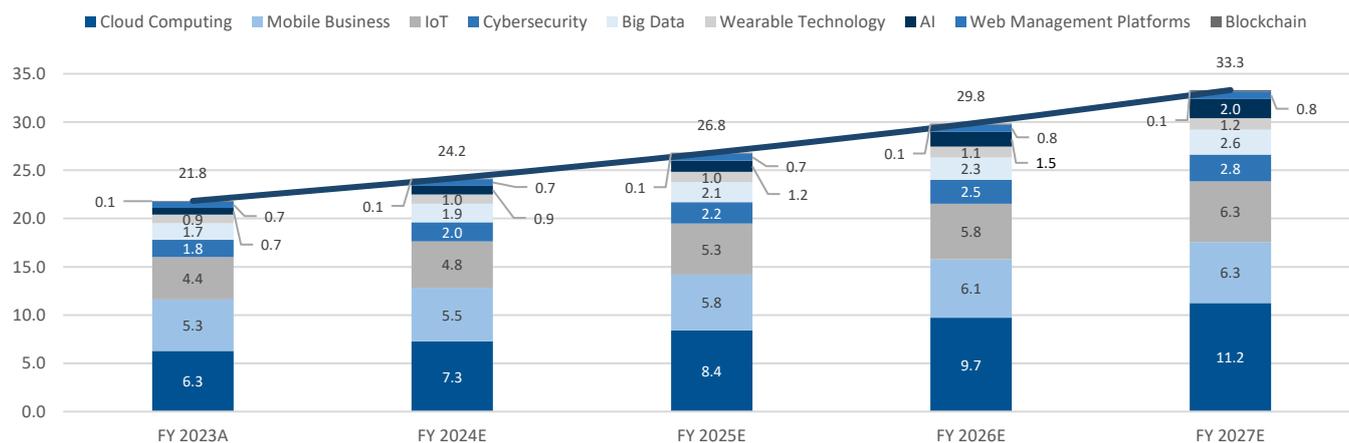
**Focus: Digital Enablers**

Il mercato digitale continua a essere trainato dai Digital Enablers e dai Digital Transformer, con un tasso di crescita medio annuo dell'11.1%.

I **Digital Enabler** riguardano le tecnologie e servizi che permettono alle organizzazioni di avviare o accelerare il loro percorso di trasformazione digitale. Essi creano l'infrastruttura e le basi necessarie per l'adozione di soluzioni più avanzate. All'interno della crescita dei Digital Enablers, le iniziative più promettenti e innovative sono nei segmenti di servizi **Cloud**, strumenti di **Cybersecurity**, e di **Big Data Management**.

Per quanto riguarda i **Digital Transformers** invece, questi si riferiscono alle tecnologie che trasformano radicalmente i processi, i modelli di business e le interazioni con clienti e partner. Questi strumenti **si basano sui Digital Enabler** per offrire funzionalità innovative e impattare direttamente le performance aziendali.

## Mare Group – 2023-2027 Digital Enablers Market (€ bn)



Source: Websim Corporate on Annitec-Assinform

Di conseguenza, il mercato è frammentato in questo modo:

- **Cloud Computing, 6.3 miliardi di euro nel 2023, CAGR 2024-2027 a 15.6%.** Tecnologia che consente di accedere a risorse informatiche (server, storage, applicazioni) tramite Internet, senza la necessità di infrastrutture fisiche locali. Offre scalabilità, flessibilità e riduzione dei costi operativi.
- **Mobile Business, 5.3 miliardi di euro nel 2023, CAGR 2024-2027 a 4.5%.** Soluzioni e strumenti che permettono alle aziende di gestire attività e operazioni tramite dispositivi mobili, migliorando produttività e accessibilità. Sono ormai fondamentali per garantire una presenza digitale efficace e flessibile.
- **IoT, 4.4 miliardi di euro nel 2023, CAGR 2024-2027 a 9.3%.** Rete di dispositivi interconnessi che raccolgono e scambiano dati in tempo reale, automatizzando processi e migliorando l'efficienza operativa. È fondamentale per applicazioni in smart manufacturing, logistica e domotica.
- **Cybersecurity, 1.8 miliardi di euro nel 2023, CAGR 2024-2027 a 11.5%.** Insieme di tecnologie e pratiche per proteggere sistemi, reti e dati da attacchi informatici, garantendo la sicurezza delle informazioni. Essenziale in un mondo sempre più digitale e interconnesso.
- **Big Data, 1.7 miliardi di euro nel 2023, CAGR 2024-2027 a 10.7%.** Gestione e analisi di grandi volumi di dati per ottenere informazioni utili a migliorare processi decisionali e strategie di business. Fondamentale per personalizzare offerte e ottimizzare operazioni aziendali.
- **Wearable Technologies, 0.9 miliardi di euro nel 2023, CAGR 2024-2027 a 7.2%.** Dispositivi indossabili, come smartwatch o smart glasses, che monitorano dati personali o supportano attività lavorative. Utili in ambiti come la salute, la sicurezza sul lavoro e la logistica.
- **AI & Cognitive Computing, 0.7 miliardi di euro nel 2023, CAGR 2024-2027 a 31.1%.** Tecnologie che simulano capacità umane come il ragionamento e l'apprendimento, automatizzando processi complessi e migliorando le decisioni. L'AI è particolarmente diffusa nella personalizzazione e nell'ottimizzazione operativa.
- **Piattaforme per la Gestione Web, 0.7 miliardi di euro nel 2023, CAGR 2024-2027 a 4.2%.** Strumenti software per progettare, sviluppare e mantenere siti, portali e intranet, garantendo funzionalità evolutive e aggiornamenti. Sono mature e utilizzate per migliorare la presenza online delle aziende.
- **Blockchain, 0.1 miliardi di euro nel 2023, CAGR 2024-2027 a 22.3%.** Tecnologia basata su registri distribuiti, sicuri e immutabili per tracciare transazioni e garantire trasparenza. Sebbene ancora di nicchia, è promettente in settori come finanza, logistica e certificazione.

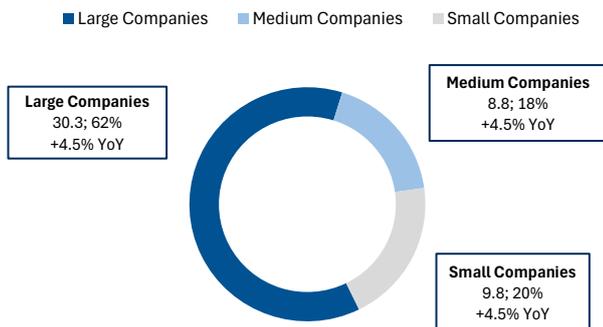
### PMI: Transizione del business model

Le piccole e medie imprese svolgono un ruolo fondamentale nell'economia italiana, contribuendo in modo significativo alla crescita economica e sociale del Paese e favorendo l'innovazione. Nel 2023, queste realtà hanno fatto registrare progressi importanti in termini di pratiche e investimenti, ma hanno anche affrontato diverse sfide, tra cui il mantenimento della competitività, la promozione della sostenibilità e la costante necessità di trasformazione. In questo contesto, **la digitalizzazione si conferma un elemento chiave per ridefinire pratiche e processi**, migliorare l'efficienza operativa e creare nuove opportunità di business.

Nel 2023, il mercato digitale del business italiano ha raggiunto un valore complessivo di 48.9 miliardi di euro, registrando una crescita del 2.1% rispetto ai 46.8 miliardi di euro del 2022. I dati confermano che **all'aumentare delle dimensioni aziendali corrisponde una maggiore propensione agli investimenti in digitalizzazione**: infatti le grandi imprese (250+ addetti) rappresentano il 62% del mercato, con una crescita significativa del +5.4% rispetto al 2022. D'altro canto, le medie imprese (50-249 addetti) contribuiscono per

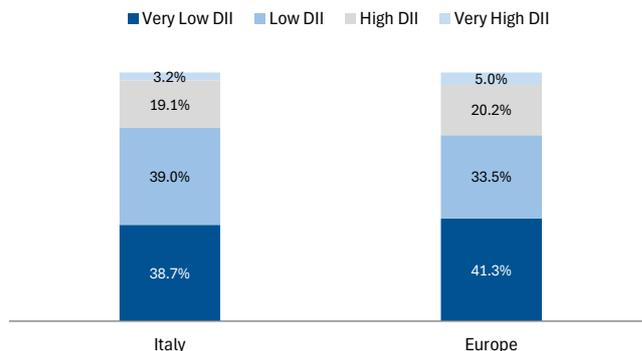
il 18% del totale di mercato, con un incremento del +4.0% rispetto al 2022, mentre le piccole imprese (meno di 49 addetti) coprono il 20% del mercato, registrando una crescita del +2.9% rispetto al 2022.

Mare Group – 2023 Italian Digital Business Market Breakdown by Size



Source: Websim Corporate on Annitec Assinforum

Mare Group – Italian Digital Intensity Index vs. European Average



Source: Websim Corporate on Eurostat

Al fine di confrontare il panorama italiano con quello europeo, abbiamo riportato il *Digital Intensity Index (DII)*, una metrica che misura l'avanzamento tecnologico di un paese, indicando il numero di iniziative, su un totale di 12, che un'azienda applica. Nel dettaglio del grafico, *Very Low DII* si riferisce ad un punteggio da 1-3, *Low DII* ad un punteggio da 4-6, *High DII* da 7-9, e *Very High DII* da 10-12. Per quanto le percentuali siano in linea per quasi tutte le categorie, la differenza più grande è nel segmento Low DI che evidenzia come l'Italia sia in ritardo rispetto al contesto europeo.

Di conseguenza, nonostante i progressi compiuti, il 2023 ha messo in luce la necessità, soprattutto per le PMI, di progredire ulteriormente nella digitalizzazione, soprattutto attraverso il rafforzamento delle competenze necessarie per abbracciare le tecnologie emergenti.

### Posizionamento Competitivo

I principali *player* nel settore di riferimento di Mare Group concentrano le loro attività su specifici segmenti della catena del valore. Mare Group, invece, si distingue per la capacità di gestire l'intera value chain, partendo dall'analisi e dalla sistematizzazione dei bisogni dei clienti, passando per l'identificazione delle fonti di finanziamento, fino alla progettazione e implementazione di percorsi di innovazione. Inoltre, il Gruppo non si limita all'esecuzione, ma monitora i progressi raggiunti e, se necessario, interviene con ulteriori azioni per massimizzare i benefici dell'innovazione.

A differenza dei competitor di grandi dimensioni, che generalmente si rivolgono a clienti di grandi dimensioni per via della complessità e del costo delle analisi preliminari, Mare Group è in grado di offrire soluzioni personalizzate anche alle PMI. Grazie all'integrazione di hyperautomation e intelligenza artificiale, Mare Group automatizza processi tradizionalmente dispendiosi in termini di tempo e risorse, consentendo di fornire alle PMI progetti innovativi, di alta qualità e a costi accessibili.

La tabella sottostante, a titolo esemplificativo, illustra la copertura della value chain da parte di alcuni dei principali competitor del Gruppo. In questo scenario, Mare Group si afferma come pioniere, superando i modelli di business convenzionali grazie alla combinazione di AI e automazione avanzata, che permette una scalabilità superiore rispetto all'approccio tradizionale, basato principalmente sull'utilizzo delle risorse umane.

#### Competitive Landscape

	Needs Analysis	Funding	Innovation Roadmapping	Implementation	Integration in Processes	Follow-up
KPMG Advisory	✓		✓	✓	✓	
Golden Group	✓	✓	✓			
Valeo Studio	✓		✓		✓	
Engineering			✓	✓	✓	✓
Deda Group	✓		✓	✓	✓	
TXT	✓		✓	✓	✓	✓
Capgemini	✓		✓	✓	✓	
Tinexta		✓	✓	✓	✓	
SCS Consulting	✓		✓	✓		
<b>Mare Group</b>	<b>✓</b>	<b>✓</b>	<b>✓</b>	<b>✓</b>	<b>✓</b>	<b>✓</b>

Source: Websim Corporate on Company data

I principali player includono:

- **KPMG Advisory.** Parte integrante del network globale KPMG, KPMG Advisory offre una vasta gamma di servizi di consulenza aziendale. I loro esperti supportano le imprese nell'affrontare le sfide della trasformazione digitale, dell'innovazione e della sostenibilità, aiutandoli a migliorare le performance e a creare valore a lungo termine.
- **Golden Group.** Società italiana che si specializza nella consulenza finanziaria, in particolare nell'ambito della finanza agevolata. Si occupano di aiutare le imprese ad accedere a contributi a fondo perduto e finanziamenti agevolati attraverso l'individuazione di bandi e la gestione delle pratiche burocratiche necessarie per ottenere i fondi. Golden Group non è quotato in borsa.
- **Valeo Studio.** Specializzata in progettazione e ingegneria industriale, Valeo Studio offre un supporto completo alle aziende in tutte le fasi del ciclo di vita di un prodotto, dalla concezione all'industrializzazione. La loro competenza tecnica e la capacità di adattare le soluzioni alle specifiche esigenze dei clienti li rendono un partner affidabile nel settore industriale.
- **Engineering.** Engineering è una realtà di rilievo nel panorama dell'ingegneria e della tecnologia italiana. L'azienda opera in diversi settori, offrendo servizi di consulenza, progettazione, realizzazione e manutenzione di sistemi complessi.
- **Deda Group.** Deda Group Consulting è una divisione del Gruppo Deda, un importante gruppo tecnologico italiano. Questa divisione specifica si concentra sulla fornitura di servizi di consulenza nei settori della tecnologia e del business. Aiutano le aziende a navigare le complessità della trasformazione digitale, della gestione dei dati e della cybersecurity. Deda Group Consulting offre una vasta gamma di servizi, dalla consulenza strategica all'integrazione di sistemi e soluzioni cloud. Sono impegnati ad aiutare i loro clienti a raggiungere i loro obiettivi di business attraverso soluzioni tecnologiche innovative.
- **TXT.** Quotata al segmento STAR di Borsa Italiana, TXT è una società di consulenza informatica e tecnologica che supporta le imprese nella digital transformation. Offre una vasta gamma di servizi, dalla progettazione e sviluppo di software alla consulenza strategica, con l'obiettivo di ottimizzare i processi aziendali e migliorare l'efficienza operativa.
- **Capgemini.** Multinazionale leader nel settore della consulenza tecnologica, Capgemini è quotata alla Borsa di Parigi. L'azienda aiuta le organizzazioni a sfruttare il potenziale delle nuove tecnologie per trasformare il business e ottenere un vantaggio competitivo.
- **Tinexta.** Quotata al segmento STAR di Borsa Italiana, Tinexta è una società italiana che opera nel settore dell'informatica e della tecnologia. L'azienda offre servizi di consulenza, sviluppo software e integrazione di sistemi, con un focus particolare sulle soluzioni per le imprese.
- **SCS Consulting.** SCS Consulting è una società di consulenza aziendale che supporta le imprese nell'affrontare le sfide del mercato e nell'ottimizzare le proprie performance. L'azienda offre una vasta gamma di servizi, dalla strategia alla gestione dei progetti, con l'obiettivo di aiutare i clienti a raggiungere i propri obiettivi.

## Analisi finanziaria

### Analisi dei ricavi e del valore della produzione

**Negli ultimi due anni i ricavi di Mare Group sono cresciuti del 64%**, raggiungendo **€30.2mn** nel 2023 da €18.4mn del 2021. Tale crescita è stata ottenuta sia per via organica sia tramite acquisizioni. Nello stesso periodo **il valore della produzione è cresciuto del 63%**, raggiungendo **€39.4mn** nel 2023 da €24.1mn del 2021.

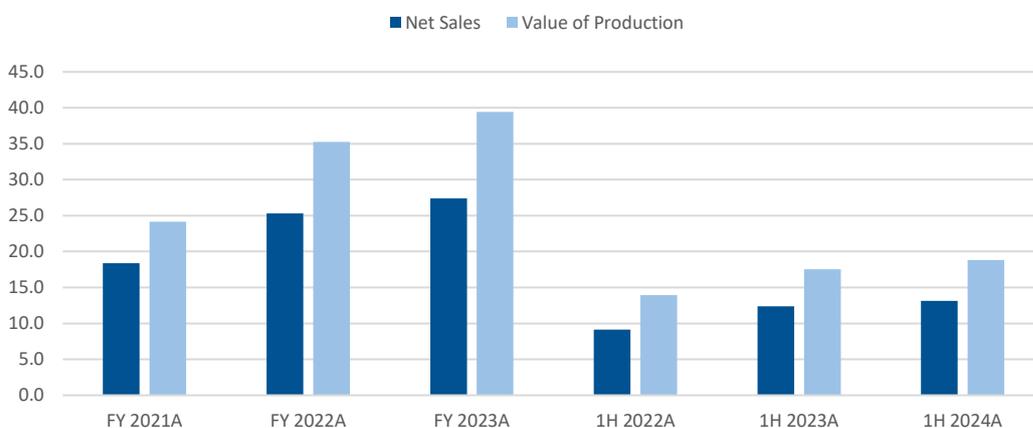
**Nel 2022, i ricavi sono risultati in aumento del 38% YoY a €25.3mn**, di cui il 79% riferibile alla prestazione di servizi (+16% YoY a €20.1mn) ed il 21% alla vendita di hardware e software (+355% YoY a €5.2mn). L'incremento dei ricavi registrato nel 2022 è attribuibile principalmente alle acquisizioni, tra le quali spicca quella relativa a Hard & Soft House S.r.l., attiva soprattutto nella produzione, commercializzazione e noleggio di prodotti hardware e software. **Il valore della produzione nel 2022 ha registrato un incremento del 46% YoY a €35.3mn**. All'incremento del valore della produzione ha contribuito anche la componente relativa alle capitalizzazioni di costi per lavori interni, cresciuti del 58% YoY a €5.1mn, riferibili alla realizzazione di software sviluppati internamente per diversi progetti e non ancora ultimati. Infine, gli altri proventi sono cresciuti del 91% YoY a €4.9mn, di cui €1.8mn di crediti d'imposta, €1.8mn di plusvalenze e sopravvenienze, €0.9mn di contributi ed €0.4mn di proventi diversi.

**Nel 2023 i ricavi sono cresciuti del 20% YoY a €30.2mn, mentre il valore della produzione ha registrato un incremento del 12% YoY a €39.4mn**, di cui €5.2mn riferibili alla capitalizzazione dei costi di sviluppo relativi ai progetti Delfi.AI (€4.5mn) e Sypla (€0.7mn), €4.0mn ai contributi in conto esercizio ed €2.0mn alla variazione dei lavori in corso su ordinazione relativi principalmente alla piattaforma PRISMAT, che supporterà la Pubblica Amministrazione nelle operazioni riguardanti gli incendi boschivi ed il dissesto idrogeologico.

**Nell'1H24 i ricavi sono cresciuti del 15% YoY a €14.3mn ed il valore della produzione è aumentato del 7% YoY a €18.8mn**, di cui €3.0mn riferibili alla capitalizzazione dei costi di sviluppo relativi ai progetti Delfi.AI (€1.6mn), SAX (€0.5mn) e XR (€0.9mn), €1.2mn ai contributi in conto esercizio ed €1.2mn alla variazione dei lavori in corso su ordinazione relativi alla piattaforma PRISMAT, al progetto Fifth Wheel ed alla realizzazione di Servizi in Cloud ed Infrastrutture Digitali.

Nel 3Q24 si è avuta una netta accelerazione dell'attività che ha portato a chiudere i **primi 9 mesi dell'anno con una crescita dei ricavi del 31% YoY a €24.5mn** (+62% YoY a €10.2mn nel 3Q24) ed una **crescita del valore della produzione del 14% YoY a €29.8mn** (+28% YoY a €11.0mn nel 3Q24).

Mare Group – 2021-1H24 Net Sales and Value of Production (€ mn)



Source: Company data

### Analisi dei margini

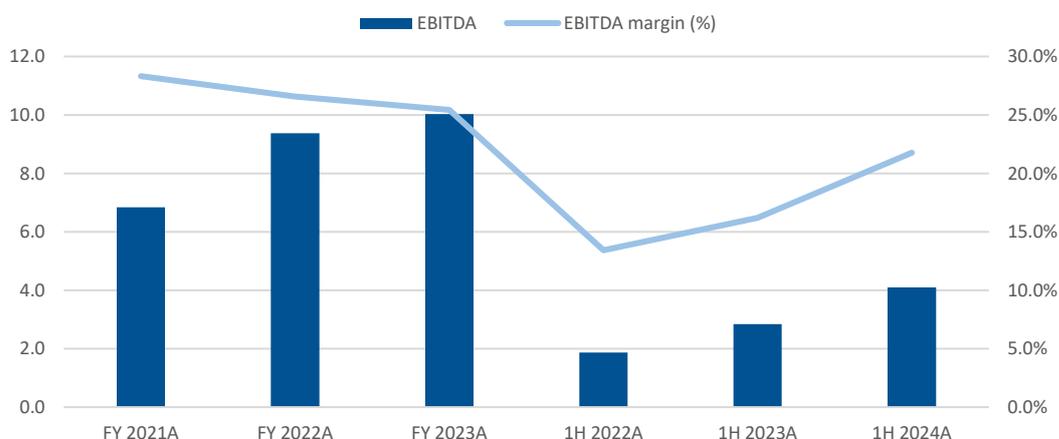
**Negli ultimi due anni l'EBITDA è cresciuto complessivamente del 47%**, raggiungendo **€10.0mn** nel 2023 da €9.4mn del 2022 (+7% YoY) e €6.8mn del 2021 (+37% YoY). La marginalità (calcolata utilizzando come base il valore della produzione) nello stesso periodo si è ridotta, passando dal 28.3% del 2021 al 26.6% del 2022 al 25.4% del 2023. Il calo della marginalità è riconducibile principalmente ad una maggiore componente hardware nel mix dei ricavi, come dimostrato dalla maggiore incidenza degli acquisti di merci sul valore della produzione, saliti al 11.1% nel 2023 dal 9.2% del 2022 e dal 2.4% del 2021. È interessante notare come l'incidenza degli altri ricavi e proventi (in prevalenza contributi in conto esercizio) sull'EBITDA sia scesa al 44% nel 2023 dal 52% del 2022, evidenziando un miglioramento qualitativo dei margini. **L'EBIT margin, che nel 2022 era sceso al 10.8% dal 13.3% del 2021** per la presenza di maggiori svalutazioni (€1.1mn da €0.2mn del 2021), con l'EBIT cresciuto del 19% YoY a €3.8mn, **nel 2023 è risalito al 12.1%** grazie al calo delle svalutazioni (€0.4mn), con l'EBIT in crescita del 26% YoY a €4.8mn. **L'utile ante imposte nel 2022 è cresciuto del 32% YoY a €3.4mn**, beneficiando anche di un calo degli oneri finanziari netti a €0.4mn da €0.6mn, ma **nel 2023 è cresciuto solo dell'8% a €3.7mn**, risentendo dell'aumento degli oneri finanziari netti a €1.1mn dovuto

all'aumento congiunto dell'indebitamento e dei tassi di interesse. **L'utile netto di competenza nel 2022 è aumentato del 77% YoY a €3.7mn** grazie anche ad un impatto positivo della componente fiscale di €0.3mn (10% dell'utile ante imposte) ed al venire meno di €0.4mn di utili di competenza delle minorities dell'anno precedente, mentre **nel 2023 ha subito un calo del 37% YoY a €2.4mn** risentendo di un tax rate pari al 35%

**Nell'1H24 l'EBITDA è cresciuto del 44% YoY a €4.1mn**, con una marginalità salita al 21.8% dal 16.2% dell'1H23. Nell'1H24 è proseguito il miglioramento qualitativo dei margini, in quanto l'incidenza degli altri ricavi e proventi sull'EBITDA è scesa al 37% dal 76% dell'1H23. **L'EBIT è sostanzialmente raddoppiato YoY a €1.5mn**, con marginalità in crescita di 360bps al 7.8% ed un'incidenza degli ammortamenti (€2.5mn da €2.0mn dell'1H23) sul valore della produzione salita di 210bps YoY al 13.3%. **L'utile ante imposte è salito a €0.8mn da €0.1mn dell'1H23** dopo oneri finanziari netti stabili a €0.6mn, e **l'utile netto di competenza è aumentato a €0.6mn dal sostanziale pareggio dell'1H24**, dopo avere scontato un tax rate pari al 33%.

**Nei primi 9 mesi del 2024 l'EBITDA è cresciuto del 23% YoY a €7.4mn** (+3% YoY a €3.3mn nel 3Q24), con una marginalità del 24.8% rispetto al 23% dei primi 9 mesi del 2023 (30% nel 3Q24 rispetto al 37% del 3Q23 che aveva beneficiato di una quota maggiore di contributi in conto esercizio).

**Mare Group – 2021-1H24 EBITDA (€ mn) and EBITDA margin**



Source: Company data

**Mare Group: 2021-2023 & 1H23-24 Consolidated Income Statement (€ mn)**

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	1H 2023A	1H 2024
Applied Engineering	8.9	3.8	5.4	2.1	3.8
Digital Services	5.6	16.1	16.6	7.2	7.8
Tech Platforms	3.9	5.3	8.2	3.0	2.7
<b>Net Sales</b>	<b>18.4</b>	<b>25.2</b>	<b>30.2</b>	<b>12.4</b>	<b>14.3</b>
<i>YoY Growth (%)</i>	<i>9.7%</i>	<i>37.0%</i>	<i>19.8%</i>	<i>35.1%</i>	<i>15.3%</i>
Other Revenues	5.7	10.1	9.2	5.1	4.5
<b>Value of Production</b>	<b>24.1</b>	<b>35.3</b>	<b>39.4</b>	<b>17.5</b>	<b>18.8</b>
<i>YoY Growth (%)</i>	<i>38.1%</i>	<i>46.1%</i>	<i>11.7%</i>	<i>25.8%</i>	<i>7.2%</i>
Purchases	(0.6)	(3.2)	(4.4)	(1.7)	(2.1)
Services	(5.3)	(6.8)	(6.6)	(3.2)	(3.4)
Third-Party	(0.8)	(1.5)	(1.4)	(0.7)	(0.7)
Personnel	(9.9)	(13.8)	(15.9)	(8.4)	(7.9)
Other Operating Costs	(0.7)	(0.6)	(1.1)	(0.7)	(0.6)
<b>EBITDA</b>	<b>6.8</b>	<b>9.4</b>	<b>10.0</b>	<b>2.8</b>	<b>4.1</b>
<i>EBITDA margin (% on VoP)</i>	<i>28.3%</i>	<i>26.6%</i>	<i>25.4%</i>	<i>16.2%</i>	<i>21.8%</i>
D&A and Provisions	(3.6)	(5.6)	(5.2)	(2.1)	(2.6)
<b>EBIT</b>	<b>3.2</b>	<b>3.8</b>	<b>4.8</b>	<b>0.7</b>	<b>1.5</b>
<i>EBIT margin (% on VoP)</i>	<i>13.3%</i>	<i>10.8%</i>	<i>12.1%</i>	<i>4.2%</i>	<i>7.8%</i>
Financials	(0.6)	(0.4)	(1.1)	(0.6)	(0.6)
<b>EBT</b>	<b>2.6</b>	<b>3.4</b>	<b>3.7</b>	<b>0.1</b>	<b>0.8</b>
Taxes	(0.1)	0.3	(1.3)	(0.0)	(0.3)
Minorities	(0.4)	0.0	0.0	(0.1)	0.0
<b>Net Income</b>	<b>2.1</b>	<b>3.7</b>	<b>2.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.6</b>
<i>YoY growth rate (%)</i>	<i>21.8%</i>	<i>77.4%</i>	<i>-36.6%</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>

Source: Company data

## Analisi del cash flow e dell'indebitamento

Nel **biennio 2022-2023 la gestione corrente ha determinato una generazione di risorse finanziarie pari a €6.2mn**, in particolare €0.2mn di assorbimento di cassa nel 2022 e €6.4mn di operating cash flow nel 2023. La negativa dinamica finanziaria del 2022 è stata determinata dall'aumento del capitale circolante netto, che nel 2022 ha raggiunto il valore di €18.9mn da €10.7mn del 2021, come conseguenza della crescita del volume d'affari e di un'accresciuta incidenza del capitale circolante sui ricavi (74.9% nel 2022 da 58.5% del 2021). Nel 2023, invece, l'impatto negativo del capitale circolante è stato limitato a €2.1mn, con un'incidenza sui ricavi in lieve crescita al 76.4%. **Il free cash flow è stato negativo per €9.4mn nel 2022 e per €3.5mn nel 2023** dopo capex rispettivamente pari a €9.6mn e €10.1mn, che includono oltre €5mn annui di immobilizzazioni in corso (le piattaforme tecnologiche) ed oltre €1mn annuo di impatto da cambio di perimetro di consolidamento. **L'indebitamento finanziario netto è cresciuto di €9.4mn nel 2022 a €20.8mn e di €4.8mn nel 2023 a €25.6mn**, dopo la distribuzione di €1.3mn di dividendi lo scorso anno. L'intensa fase di investimento degli ultimi anni ha portato il rapporto **Net Debt / EBITDA a 2.6x nel 2023 da 2.2x del 2022 e 1.7x del 2021**.

Nell'**1H24 l'operating cash flow è stato positivo per €5.3mn**, avendo beneficiato della stagionalità favorevole del capitale circolante, diminuito di €2.9mn da fine 2023, **tuttavia il free cash flow è stato negativo per €0.6mn** a seguito di capex pari a €6.0mn, di cui €3.0mn di immobilizzazioni in corso ed €1.8mn di costi relativi alla quotazione in borsa. **L'indebitamento finanziario netto è diminuito di €6.5mn a €19.1mn** grazie a €7.2mn di aumento di capitale effettuato nel mese di maggio per l'IPO.

**Nel 3Q24 l'indebitamento finanziario netto è diminuito di €1.2mn rispetto a fine giugno, risultando pari a €17.9mn.**

Mare Group: 2021-2023 & 1H23-24 Reclassified Consolidated Balance Sheet (€ mn)

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	1H 2023A	1H 2024
<b>Fixed Assets</b>	<b>18.5</b>	<b>24.6</b>	<b>29.1</b>	<b>29.6</b>	<b>31.1</b>
Inventory	-	0.4	3.7	0.6	4.1
Trade Receivables	15.4	19.3	19.0	17.2	19.0
Trade Payables	(3.8)	(4.7)	(4.8)	(3.9)	(5.0)
<b>Operating Working Capital</b>	<b>11.6</b>	<b>15.0</b>	<b>17.8</b>	<b>13.9</b>	<b>18.1</b>
Other Current Assets (Liabilities)	(0.9)	3.9	3.2	2.3	0.0
<b>Net Working Capital</b>	<b>10.7</b>	<b>18.9</b>	<b>21.0</b>	<b>16.2</b>	<b>18.1</b>
<i>as a % LTM Net Sales</i>	<i>58.5%</i>	<i>74.9%</i>	<i>76.4%</i>	<i>56.7%</i>	<i>64.2%</i>
Long-Term Liabilities	(4.1)	(4.7)	(5.7)	(5.3)	(5.9)
<b>Net Invested Capital</b>	<b>25.1</b>	<b>38.8</b>	<b>44.4</b>	<b>40.5</b>	<b>43.3</b>
ST Debt	(7.1)	(8.4)	(11.5)	(10.0)	(13.6)
LT Debt	(11.1)	(15.9)	(15.4)	(15.9)	(12.6)
Cash and Cash Equivalents	6.8	3.5	1.2	2.0	7.2
<b>Net Cash (Debt)</b>	<b>(11.4)</b>	<b>(20.8)</b>	<b>(25.6)</b>	<b>(23.8)</b>	<b>(19.1)</b>
Shareholders' Equity	10.6	17.9	18.7	16.5	24.2
Minority Interests	3.1	0.1	0.1	0.2	0.1
<b>Net Equity</b>	<b>13.7</b>	<b>18.0</b>	<b>18.8</b>	<b>16.7</b>	<b>24.3</b>
<b>Total Sources</b>	<b>25.1</b>	<b>38.8</b>	<b>44.4</b>	<b>40.5</b>	<b>43.3</b>

Source: Company data

**Mare Group: 2021-2023 Consolidated Cash Flow Statement (€ mn)**

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	1H 2023A	1H 2024
<b>Group Reported Net Income</b>	<b>2.5</b>	<b>3.7</b>	<b>2.4</b>	0.1	0.6
P&L taxes	0.1	(0.3)	1.3	0.0	0.3
P&L Financial income (charges)	0.2	0.4	1.1	0.6	0.7
Depreciations and amortizations	3.4	4.5	4.8	2.0	2.5
Provisions accrual	0.4	2.2	0.2	0.6	0.2
Change in net working capital	(1.0)	(7.0)	(1.4)	1.4	2.8
Adjustments	0.5	(1.6)	(2.5)	(0.6)	(1.1)
Other non-monetary operating items	(0.1)	(2.1)	0.6	(0.4)	(0.7)
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>6.1</b>	<b>(0.2)</b>	<b>6.4</b>	<b>3.6</b>	<b>5.3</b>
CapEx	(9.9)	(9.6)	(10.1)	(5.3)	(6.0)
Divestments (Acquisitions)	-	0.3	0.2	-	0.1
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(3.8)</b>	<b>(9.4)</b>	<b>(3.5)</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(0.6)</b>
Dividends	-	-	(1.3)	(1.3)	-
Own shares buy-back	-	-	-	-	-
Capital increase	0.4	-	-	-	7.2
Other non-operating items	-	-	-	-	-
<b>Cash Flow</b>	<b>(3.4)</b>	<b>(9.4)</b>	<b>(4.8)</b>	<b>(3.0)</b>	<b>6.5</b>
NFP @ beginning of the period	(8.0)	(11.4)	(20.8)	(20.8)	(25.6)
Cash Flow of the period	(3.4)	(9.4)	(4.8)	(3.0)	6.5
<b>NFP @ end of the period</b>	<b>(11.4)</b>	<b>(20.8)</b>	<b>(25.6)</b>	<b>(23.8)</b>	<b>(19.1)</b>

Source: Websim Corporate on Company presentation

## Stime 2024 - 2027

### Stime 2024

A seguito dell'annuncio dei risultati dei primi 9 mesi del 2024, lo scorso 14 novembre, Mare Group ha confermato la **guidance** per l'anno in corso:

- **Valore della produzione** compreso tra **€42mn** ed **€45m**.
- **EBITDA** compreso tra **€12.5mn** ed **€14mn**.
- **Indebitamento Finanziario Netto** compreso tra **€14mn** ed **€17mn**.

Le nostre stime si posizionano nella **parte alta della guidance**:

- **Valore della produzione** di **€45.0mn** (+14% YoY), trainato soprattutto dalla crescita della divisione Applied Engineering, i cui ricavi dovrebbero più che raddoppiare ad oltre €11mn, e della divisione Digital Services, i cui ricavi dovrebbero crescere di circa il 17% ad oltre €19mn, mentre la divisione Tech Platform dovrebbe vedere ricavi sostanzialmente stabili intorno a €8mn.
- **EBITDA** di **€14.0mn** (+39% YoY), corrispondente ad un EBITDA margin del 31.0% (+560bps YoY), grazie alla minore incidenza delle capitalizzazioni di costi di R&S (che sono a margine zero), all'impatto positivo del consolidamento integrale di Innoida S.r.l. (servizi di AI per le PMI) ed Obiettivo Europa S.r.l. (piattaforma digitale per i finanziamenti agevolati alle PMI) ed alle economie di scala conseguenti alla crescita del volume d'affari.
- **EBIT** di **€6.3mn** (+31% YoY), pari ad un margine in crescita di 180bps YoY al 13.9%, che sconta una maggiore incidenza degli ammortamenti (+410bps al 16.3%) dovuta all'avvio della fase di ammortamento degli investimenti legati allo sviluppo delle piattaforme tecnologiche.
- **Utile netto** di **€3.8mn** (+58% YoY), a seguito di €1.1mn di oneri finanziari netti (in linea con il 2023) e di un tax rate stimato al 28% (35% nel 2023).
- **Indebitamento finanziario netto** di **€14.0mn**, in calo di €11.6mn rispetto al 2023 grazie e ad un free cash flow di €4.5mn, dopo avere sostenuto capex stimati a €7.7mn, ed a €7.2mn di aumento di capitale effettuato in fase di IPO. Il rapporto Net Debt / EBITDA che scenderebbe a 1.0x da 2.6x del 2023.

Tenuto conto dei numeri comunicati per i primi 9 mesi, le nostre stime implicano che nel **4Q24** vengano conseguiti i seguenti risultati:

- **Valore della produzione** in crescita del 14% YoY a **€15.2mn**.
- **EBITDA** in crescita del 65% YoY a **€6.6mn**, corrispondente ad un margine di circa il 43% rispetto al 30% del 4Q23, grazie anche alla minore incidenza delle capitalizzazioni di costi di R&S (che sono a margine zero).
- **Free cash flow** pari a **€3.9mn**, grazie anche ad una favorevole dinamica del capitale circolante netto.

### Stime 2025-2027

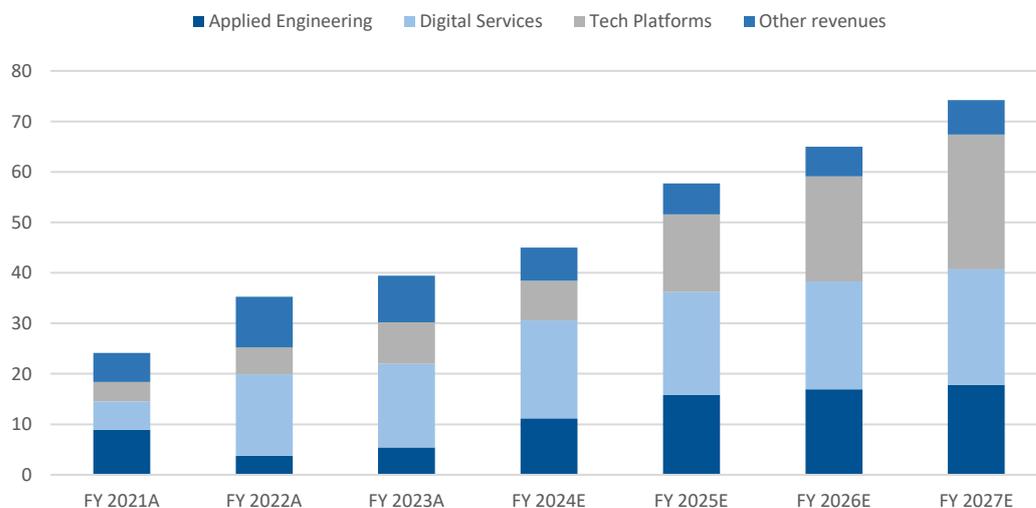
Le stime per i prossimi tre esercizi sono state effettuate su base stand-alone con l'unica eccezione rappresentata dall'acquisizione di Powerflex S.r.l., annunciata lo scorso luglio, ma non ancora completata. Abbiamo ipotizzato che l'acquisizione avvenga all'inizio del 2025 totalmente per cassa con un esborso di €1.15mn, seppure sia prevista la possibilità di un pagamento parziale in azioni Mare Group per un importo fino a €1mn e l'emissione massima di 250k azioni.

Le nostre stime si basano sulle seguenti **ipotesi** per quanto riguarda il **valore della produzione**.

- **Applied Engineering**: ricavi attesi a circa €18mn nel 2027, con un CAGR 2024-2027 di circa il 17% grazie principalmente al consolidamento di Powerflex, i cui ricavi sono stimati in crescita di circa il 10% annuo.
- **Digital Services**: ricavi attesi a circa €23mn nel 2027, con un CAGR 2024-2027 di circa il 6%, dovuto al minor focus strategico sullo sviluppo software end-to-end per le grandi imprese.
- **Tech Platforms**: ricavi attesi a circa €27mn nel 2027, con un CAGR superiore al 50%, grazie alle elevate potenzialità commerciali delle piattaforme tecnologiche del Gruppo, soprattutto DELFI.AI, nel mondo delle PMI.
- **Contributi e crediti d'imposta**: stimiamo un importo mediamente pari a circa €5mn annui, in quanto Mare Group continuerà a beneficiare del credito d'imposta R&S e proseguirà la partecipazione a progetti di ricerca finanziata, come già avviene da anni, sfruttando bandi e programmi nazionali ed europei finalizzati a sostenere l'innovazione e lo sviluppo tecnologico.
- **Capitalizzazioni di costi di R&S**: sono stimati in calo a €1.5mn medi annui, rispetto a €3.5mn del 2024 ed €5.2mn del 2023 in considerazione della diminuzione degli investimenti sulle piattaforme.

Sulla base delle nostre ipotesi, il **valore della produzione** nel prossimo triennio dovrebbe crescere ad un **CAGR** di circa il **18%**, raggiungendo circa **€74mn nel 2027**.

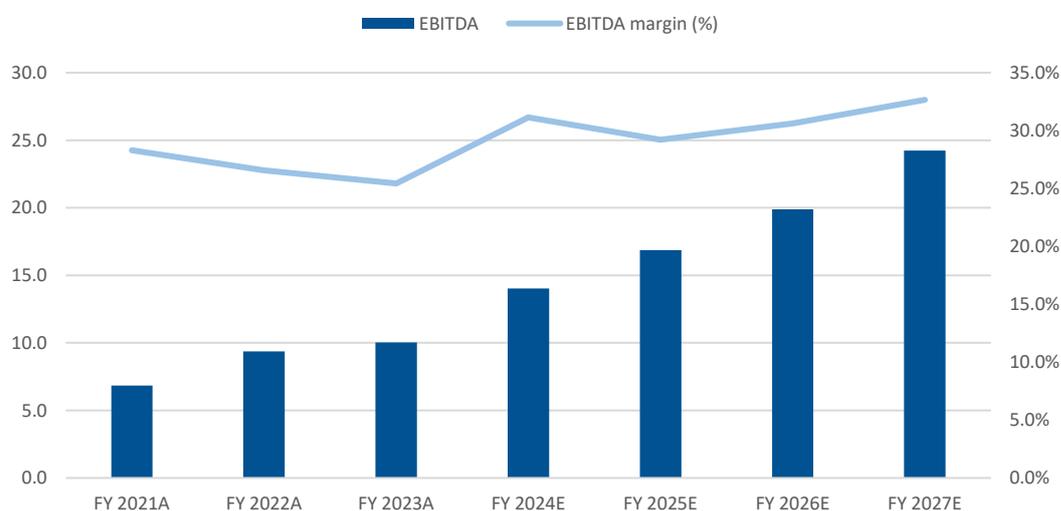
#### Mare Group – 2021 – 2027E Value of Production (€ mn)



Source: Company data and Websim Corporate estimates

La marginalità nel 2025 dovrebbe risentire negativamente del consolidamento di Powerflex, che ha un EBITDA margin intorno al 10%, mentre nei due anni successivi dovrebbe risalire grazie ai margini crescenti previsti sulle Tech Platforms, che nel 2027 dovrebbero arrivare a rappresentare circa il 38% del valore della produzione dal 17% stimato per il 2024. Stimiamo pertanto un EBITDA margin consolidato poco sopra il 29% **nel 2025**, pari ad un **EBITDA di quasi €17mn**, che dovrebbe crescere fino a quasi il 33% **nel 2027**, con l'**EBITDA** atteso **oltre €24mn**.

#### Mare Group – 2021 – 2027E EBITDA and EBITDA margin

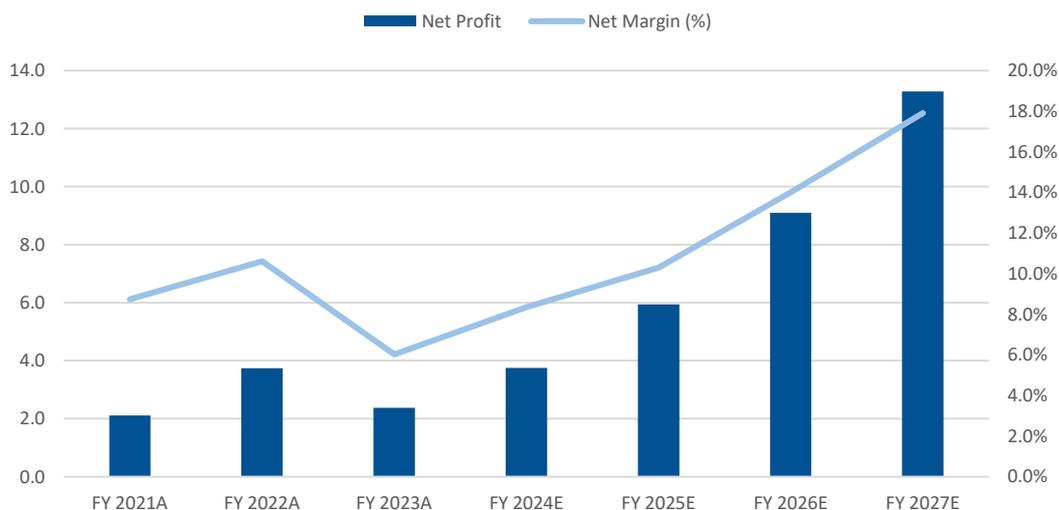


Source: Company data and Websim Corporate estimates

Gli ammortamenti dovrebbero ancora crescere leggermente nel 2025 e poi iniziare a calare per effetto della riduzione degli investimenti, ma la loro incidenza sul valore della produzione è attesa in riduzione già dal prossimo anno a circa il 13% dal 16.3% stimato per il 2024, per scendere fino a meno dell'8% nel 2027. Ciò porterebbe l'EBIT margin a crescere fino ad oltre il 24% **nel 2027**, pari ad un **EBIT di oltre €18mn**, dal 14% circa stimato per il 2024, e ad un RoACE del 47% dal 14% circa stimato per il 2024.

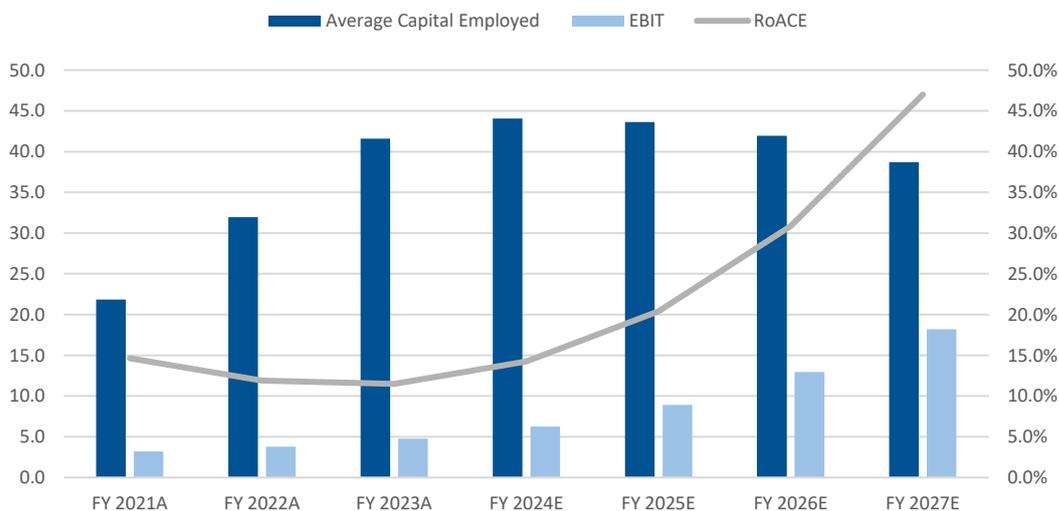
Gli oneri finanziari netti sono attesi in progressivo calo per via della riduzione dell'indebitamento e trasformarsi in proventi finanziari netti nel 2027 (€0.3mn). Il tax rate è assunto pari al 28% sull'intero periodo e l'**utile netto** è atteso crescere ad un CAGR 2024-2027 di oltre il 50% **superando €13mn nell'ultimo anno di stime**.

**Mare Group – 2021 – 2027E EBITDA and EBITDA margin**



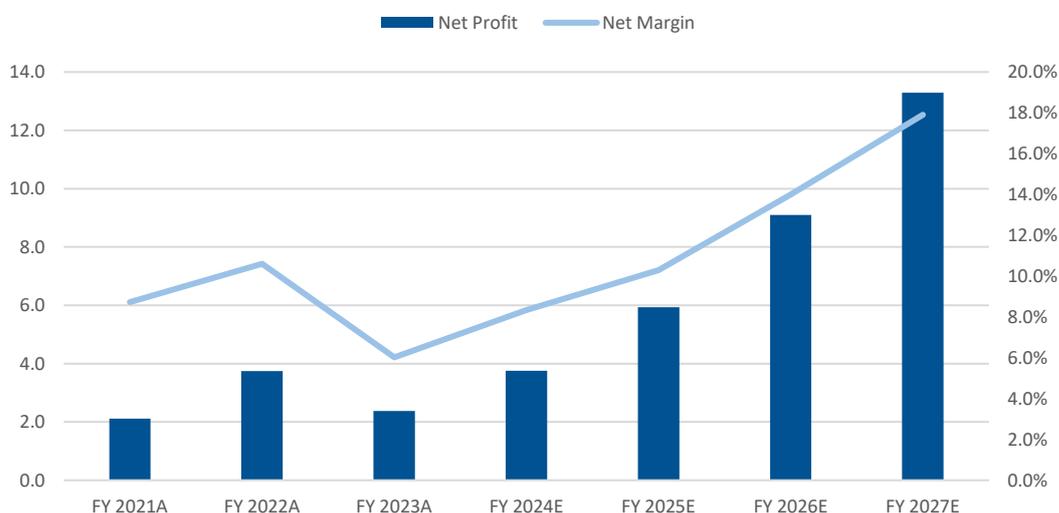
Source: Company data and Websim Corporate estimates

**Mare Group – 2021 – 2027E Average Capital Employed, EBIT and RoACE**



Source: Company data and Websim Corporate estimates

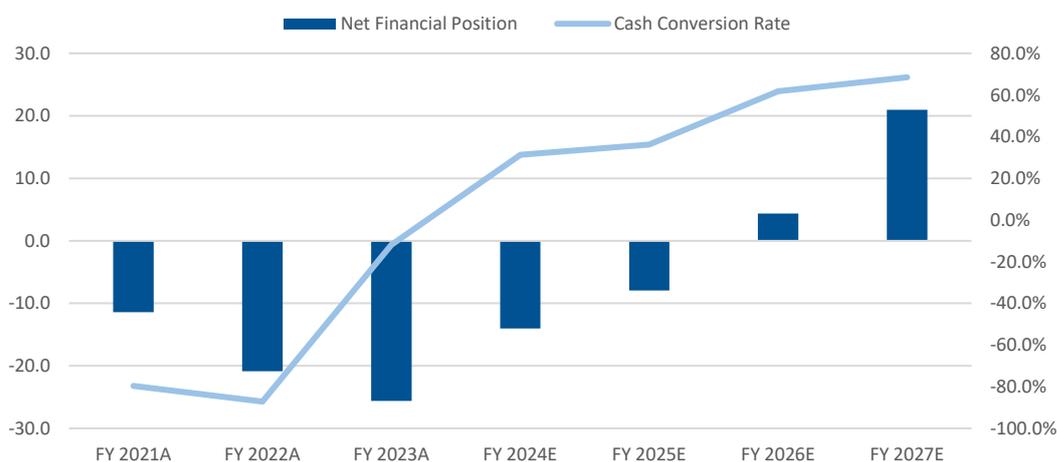
**Mare Group – 2021 – 2027E Net Profit and Net Margin**



Source: Company data and Websim Corporate estimates

Stimiamo un **free cash flow cumulato** per il periodo **2025-2027 di circa €35mn**, al netto di capex complessivi di circa €11mn ed investimenti in capitale circolante limitati a circa €6mn grazie alla riduzione attesa dei giorni clienti a circa 165, dagli attuali 215, come effetto di una serie di iniziative come l'introduzione di sistemi automatizzati per il sollecito ed il monitoraggio della clientela e l'adozione di nuove modalità di pagamento oltre che per il cambiamento del mix dei ricavi a favore delle Tech Platforms, caratterizzate da canoni ricorrenti di importo unitario relativamente contenuto. Il cash conversion rate è stimato al 69% nel 2027, con una media nel prossimo triennio intorno al 57%. **L'indebitamento finanziario netto** è stimato in calo a circa **€8mn nel 2025**, mentre nel **2026 la posizione finanziaria netta** dovrebbe diventare **positiva per €4mn** e raggiungere il livello di **€21mn nel 2027**.

#### Mare Group – 2021 – 2027E Net Financial Position and Cash Conversion Rate



Source: Company data and Websim Corporate estimates

#### Mare Group: 2023–27E Consolidated Income Statement (€ mn)

	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
Applied Engineering	5.4	11.2	15.8	16.9	17.8
Digital Services	16.6	19.4	20.4	21.4	22.9
Tech Platforms	8.2	7.8	15.4	20.8	26.7
<b>Net Sales</b>	<b>30.2</b>	<b>38.4</b>	<b>51.6</b>	<b>59.1</b>	<b>67.4</b>
<i>YoY growth rate (%)</i>	<i>19.8%</i>	<i>27.2%</i>	<i>34.4%</i>	<i>14.5%</i>	<i>14.0%</i>
Other Revenues	9.2	6.6	6.1	5.9	6.8
<b>Value of Production</b>	<b>39.4</b>	<b>45.0</b>	<b>57.7</b>	<b>65.0</b>	<b>74.2</b>
<i>YoY growth rate (%)</i>	<i>11.7%</i>	<i>14.2%</i>	<i>28.2%</i>	<i>12.7%</i>	<i>14.2%</i>
Purchases	(4.4)	(5.2)	(7.2)	(8.1)	(9.3)
Services	(6.6)	(6.8)	(10.7)	(11.8)	(13.1)
Third-Party	(1.4)	(1.4)	(1.7)	(2.0)	(2.2)
Personnel	(15.9)	(16.8)	(20.1)	(22.0)	(23.8)
Other Operating Costs	(1.1)	(0.9)	(1.2)	(1.3)	(1.5)
<b>EBITDA</b>	<b>10.0</b>	<b>14.0</b>	<b>16.9</b>	<b>19.9</b>	<b>24.2</b>
<i>EBITDA margin (% on VoP)</i>	<i>25.4%</i>	<i>31.1%</i>	<i>29.2%</i>	<i>30.6%</i>	<i>32.7%</i>
D&A and Provisions	(5.2)	(7.8)	(8.0)	(7.0)	(6.1)
<b>EBIT</b>	<b>4.8</b>	<b>6.3</b>	<b>8.9</b>	<b>13.0</b>	<b>18.2</b>
<i>EBIT margin (% on VoP)</i>	<i>12.1%</i>	<i>13.9%</i>	<i>15.4%</i>	<i>19.9%</i>	<i>24.5%</i>
Financials	(1.1)	(1.1)	(0.7)	(0.3)	0.3
<b>EBT</b>	<b>3.7</b>	<b>5.2</b>	<b>8.2</b>	<b>12.6</b>	<b>18.4</b>
Taxes	(1.3)	(1.5)	(2.3)	(3.5)	(5.2)
Minorities	(0.0)	-	-	-	-
<b>Net Income</b>	<b>2.4</b>	<b>3.8</b>	<b>5.9</b>	<b>9.1</b>	<b>13.3</b>
<i>YoY growth rate (%)</i>	<i>-36.6%</i>	<i>58.2%</i>	<i>58.2%</i>	<i>53.1%</i>	<i>46.1%</i>

Source: Websim Corporate estimates

**Mare Group: 2023-27E Consolidated Balance Sheet (€ mn)**

	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
<b>Fixed Assets</b>	<b>18.5</b>	<b>24.6</b>	<b>29.1</b>	<b>29.6</b>	<b>31.1</b>
Inventory	3.7	4.0	5.6	6.3	7.2
Trade Receivables	19.0	22.3	27.2	29.6	30.9
Trade Payables	(4.8)	(5.9)	(8.7)	(9.6)	(10.9)
<b>Operating Working Capital</b>	<b>17.8</b>	<b>20.4</b>	<b>24.2</b>	<b>26.2</b>	<b>27.2</b>
Other Current Assets (Liabilities)	3.1	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.7)
<b>Net Working Capital</b>	<b>21.0</b>	<b>20.0</b>	<b>23.7</b>	<b>25.6</b>	<b>26.5</b>
<i>as a % LTM Net Sales</i>	<i>76.4%</i>	<i>52.2%</i>	<i>45.9%</i>	<i>43.4%</i>	<i>39.4%</i>
Long-Term Liabilities	(5.7)	(6.3)	(8.0)	(9.1)	(10.3)
<b>Net Invested Capital</b>	<b>44.4</b>	<b>43.2</b>	<b>43.6</b>	<b>40.3</b>	<b>37.0</b>
ST Debt	(11.5)				
LT Debt	(15.4)				
Cash and Cash Equivalents	1.2				
<b>Net Cash (Debt)</b>	<b>(11.4)</b>	<b>(14.0)</b>	<b>(8.4)</b>	<b>3.9</b>	<b>20.5</b>
Shareholders' Equity	18.7	29.1	35.1	44.1	57.4
Minority Interests	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Net Equity</b>	<b>18.8</b>	<b>29.2</b>	<b>35.1</b>	<b>44.2</b>	<b>57.5</b>
<b>Total Sources</b>	<b>44.4</b>	<b>43.2</b>	<b>43.6</b>	<b>40.3</b>	<b>37.0</b>

Source: Company data

**Mare Group: 2021-27E Consolidated Cash Flow Statement (€ mn)**

	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
<b>Group Reported Net Income</b>	<b>2.4</b>	<b>3.8</b>	<b>5.9</b>	<b>9.1</b>	<b>13.3</b>
P&L taxes	1.3	1.5	2.3	3.5	5.2
P&L Financial income (charges)	1.1	1.1	0.7	0.3	(0.3)
Depreciations and amortizations	4.8	7.4	7.6	6.6	5.7
Provisions accrual	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
Change in net working capital	(1.4)	0.9	(3.6)	(2.0)	(0.9)
Adjustments	(2.5)	(2.5)	(3.0)	(3.9)	(4.9)
Other non-monetary operating items	0.6	0.2	1.3	0.7	0.8
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>6.4</b>	<b>12.6</b>	<b>11.6</b>	<b>14.8</b>	<b>19.2</b>
CapEx	(10.1)	(7.7)	(6.0)	(2.5)	(2.6)
Divestments (Acquisitions)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(3.5)</b>	<b>4.9</b>	<b>5.6</b>	<b>12.3</b>	<b>16.6</b>
Dividends	(1.3)	-	-	-	-
Own shares buy-back	-	(0.5)	-	-	-
Capital increase	-	7.2	-	-	-
Other non-operating items	-	-	-	-	-
<b>Cash Flow</b>	<b>(4.8)</b>	<b>11.6</b>	<b>5.6</b>	<b>12.3</b>	<b>16.6</b>
NFP @ beginning of the period	(20.8)	(25.6)	(14.0)	(8.4)	3.9
Cash Flow of the period	(4.8)	11.6	5.6	12.3	16.6
<b>NFP @ end of the period</b>	<b>(25.6)</b>	<b>(14.0)</b>	<b>(8.4)</b>	<b>3.9</b>	<b>20.5</b>

Source: Websim Corporate on Company presentation

## Valutazione e conclusioni

Stimiamo un valore per azione Mare Group pari a €10.0. A questa valutazione siamo giunti utilizzando due differenti approcci valutativi, ossia un *Discounted Cash Flow Model* ed una *Peer Multiple Comparison*.

Tenuto conto di un **liquidity discount** del **20%**, assegniamo all'azione Mare Group un **target price** di €8.0.

### Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* abbiamo utilizzato le nostre stime esplicitate 2024-2027 e stime 2028-2029 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "g").

#### Mare Group – Discounted Cash Flow Model (€ mn)

	AS OF	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	TV
Net Revenues		57.7	65.0	74.2	79.4	83.4	85.9
	<i>YoY growth</i>	28.2%	12.7%	14.2%	7.0%	5.0%	3.0%
EBITDA		16.9	19.9	24.2	25.9	27.2	28.0
	<i>EBITDA margin</i>	29.2%	30.6%	32.7%	32.7%	32.7%	32.7%
D&A		(7.6)	(6.6)	(5.7)	(5.7)	(6.0)	(6.0)
EBIT		9.3	13.4	18.6	20.3	21.3	22.1
	<i>EBIT margin</i>	16.1%	20.5%	25.0%	25.5%	25.5%	25.7%
Taxes		(2.3)	(3.5)	(5.2)	(5.7)	(6.0)	(6.2)
	<i>tax rate</i>	24.8%	26.5%	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%
NOPAT		7.0	9.8	13.4	14.6	15.3	15.9
D&A		7.6	6.6	5.7	5.7	6.0	6.0
Δ NWC		(3.1)	(2.0)	(0.9)	(2.0)	(1.6)	(1.0)
Capex		(6.0)	(2.5)	(2.6)	(7.0)	(7.0)	(6.5)
	<i>% Capex on net turnover</i>	10.4%	3.8%	3.5%	8.8%	8.3%	7.6%
<b>Free Cash Flow</b>		<b>5.4</b>	<b>11.9</b>	<b>15.6</b>	<b>11.3</b>	<b>12.8</b>	<b>14.3</b>
<i>Discounting factor</i>		0.92	0.83	0.76	0.69	0.63	0.58
<b>Discounted Free Cash Flow</b>		<b>5.0</b>	<b>9.9</b>	<b>11.8</b>	<b>7.8</b>	<b>8.1</b>	<b>8.3</b>

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%**.
- **Equity Risk Premium** pari al **5.5%**.
- **Beta unlevered** pari a **1.02**, corrispondente al beta del settore *Software (System & Application)* europeo fornito da Damodaran.
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al **3.0%** che corrisponde ad un tasso reale dell'1%, che riteniamo piuttosto prudente in relazione alle prospettive di crescita del mercato di riferimento.
- **Azioni fully diluted** pari a **12.766mn** (al netto delle azioni proprie, pari a 0.133mn), che includono il numero di azioni potenzialmente rivenienti dall'assegnazione delle bonus share per i detentori dei titoli acquistati in IPO dopo 12 mesi (stimiamo 0.349mn) ed il numero di azioni potenzialmente rivenienti dall'esecuzione dei piani di incentivazione (0.500mn).

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** a regime pari al 9.6%.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value pari a €168 milioni, di cui il 75% riconducibile al valore terminale della Società, e in un **Equity Value** pari a €154 milioni, equivalente a €12.0 per azione *fully diluted*.

**Mare Group – Discounted Cash Flow Valuation Summary**

<b>A) 2025-29 Discounted Free Cash Flows</b>	<b>42.6</b>	<b>25%</b>
Terminal Value	216.9	
<i>Discounting factor</i>	<i>0.58</i>	
<b>B) Discounted Terminal Value</b>	<b>125.0</b>	<b>75%</b>
<b>C) = (A+B) Enterprise Value</b>	<b>167.6</b>	<b>100%</b>
NFP @ 31.12.2024E	(14.0)	
Minorities	(0.1)	
Associates	0.2	
<b>Equity Value</b>	<b>153.6</b>	
Number of fully diluted shares (mn)	12.8	
<b>Fair Value per share (€)</b>	<b>12.0</b>	

Source: Websim Corporate estimates

Stante la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performato 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"**

<b>Fair Value Sensitivity to WACC &amp; Terminal Growth</b>					
	7.6%	8.6%	9.6%	10.6%	11.6%
1.0%	13.7	11.7	<b>10.1</b>	8.9	8.0
1.5%	14.5	12.2	<b>10.5</b>	9.2	8.2
2.0%	15.4	12.8	<b>11.0</b>	9.5	8.4
2.5%	16.6	13.6	<b>11.5</b>	9.9	8.7
3.0%	<b>17.9</b>	<b>14.4</b>	<b>12.0</b>	<b>10.3</b>	<b>9.0</b>
3.5%	19.6	15.5	<b>12.7</b>	10.8	9.3
4.0%	21.8	16.7	<b>13.5</b>	11.3	9.7
4.5%	24.7	18.3	<b>14.5</b>	11.9	10.1
5.0%	28.7	20.3	<b>15.7</b>	12.7	10.6

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi svolta emerge come, pur ipotizzando un tasso di crescita reale terminale negativo dell'1% ed un contestuale aumento del WACC di due punti percentuali, all'11.6%, vale a dire **in uno scenario** che definiamo **Worst Case**, le nostre stime supporterebbero una valutazione per azione *fully diluted* pari a **€8.0**.

La congruità della nostra valutazione trova ulteriore conferma nel fatto che il valore terminale risultante dal *Discounted Cash Flow Model* corrisponde ad un **EV/EBITDA terminale pari a 7.7x**, che risulta coerente con gli attuali multipli di settore; infatti, è inferiore del 14% rispetto all'EV/EBITDA mediano dei peers calcolato sul 2024 (9.0x) e del 6% su quello del 2025 (8.2x).

## Peer Multiple Comparison

Il campione di società selezionate per calcolare i multipli di settore comprende gruppi unicamente europei, di cui tre italiani (Reply, TXT e-solutions e Tinexta), due francesi (Capgemini e Sopra Steria Group) e due tedeschi (Bechtle e Ionos Group). Il campione include società di media e grande dimensione con capitalizzazioni di mercato comprese tra €0.4 miliardi (Tinexta) e €28 miliardi (Capgemini).

### Mare Group – Comparable Companies Market Capitalization and Share Price Performance

	Price (local FX)	Mkt Cap. (€ mn)	Share Price Performance			
			1M	3M	6M	12M
Capgemini SE	159.95	27,610	-2.1%	-16.5%	-17.8%	-17.4%
Sopra Steria Group SA	185.70	3,816	0.5%	3.8%	-16.7%	-3.0%
Reply S.p.A.	154.90	5,795	10.1%	14.4%	13.6%	40.2%
TXT e-solutions S.p.A.	36.40	473	20.9%	43.1%	56.7%	111.5%
Tinexta SpA	8.40	397	-6.6%	-27.5%	-50.5%	-51.3%
Bechtle AG	32.32	4,072	-1.9%	-11.9%	-31.4%	-25.4%
Ionos Group SE	22.50	3,150	-5.7%	-6.9%	-16.4%	59.9%
<b>Average</b>		<b>6,473</b>	<b>2.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-8.9%</b>	<b>-16.3%</b>
<b>Median</b>		<b>3,816</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-6.9%</b>	<b>-16.7%</b>	<b>-3.0%</b>
<b>Mare Group</b>	<b>4.82</b>	<b>58</b>	<b>5.9%</b>	<b>25.1%</b>	<b>29.3%</b>	<b>n.a.</b>

Source: FactSet and Websim Corporate estimates

### Mare Group – Comparable Companies Trading Multiples (x)

	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Capgemini SE	9.0x	8.8x	8.4x	10.9x	10.5x	9.9x	13.8x	13.4x	12.3x
Sopra Steria Group SA	7.4x	7.2x	7.0x	9.5x	9.1x	8.8x	10.3x	9.6x	8.7x
Reply S.p.A.	14.4x	13.2x	12.1x	17.5x	15.8x	14.5x	26.3x	23.4x	21.4x
TXT e-solutions S.p.A.	12.7x	9.7x	8.6x	16.9x	12.8x	11.2x	19.2x	15.4x	13.3x
Tinexta SpA	7.1x	6.0x	5.3x	12.5x	9.1x	7.7x	8.2x	7.1x	5.9x
Bechtle AG	8.4x	8.0x	7.4x	11.4x	10.7x	9.7x	16.3x	15.3x	13.8x
Ionos Group SE	9.4x	8.2x	7.3x	12.5x	10.7x	9.5x	16.6x	13.3x	11.1x
<b>Average</b>	<b>9.8x</b>	<b>8.7x</b>	<b>8.0x</b>	<b>13.0x</b>	<b>11.2x</b>	<b>10.2x</b>	<b>15.8x</b>	<b>13.9x</b>	<b>12.4x</b>
<b>Median</b>	<b>9.0x</b>	<b>8.2x</b>	<b>7.4x</b>	<b>12.5x</b>	<b>10.7x</b>	<b>9.7x</b>	<b>16.3x</b>	<b>13.4x</b>	<b>12.3x</b>
<b>Mare Group</b>	<b>5.4x</b>	<b>4.1x</b>	<b>2.9x</b>	<b>12.0x</b>	<b>7.8x</b>	<b>4.4x</b>	<b>14.6x</b>	<b>10.4x</b>	<b>6.8x</b>

Source: FactSet and Websim Corporate estimates

Abbiamo scelto di utilizzare come benchmark i **multipli mediani del campione riferiti agli anni 2024, 2025 e 2026**, utilizzando come parametri valutativi il P/E, l'EV/EBITDA e l'EV/EBIT.

Seguendo questa impostazione, ed assegnando lo stesso peso a ciascuno dei nove multipli mediani del campione di riferimento, abbiamo stimato un **equity value per azione fully diluted Mare Group pari a €8.1**.

### Mare Group – Trading Multiples Valuation Summary

Trading Multiples Valuation Map	Multiple (x)	EV	Mkt Cap.	F.d. shares (mn)	FV/share (€)	% WEIGHT
2024 median EV/EBITDA	9.0	126.2	112.3	12.8	8.8	
2025 median EV/EBITDA	8.2	138.0	129.6	12.8	10.2	
2026 median EV/EBITDA	7.4	146.5	150.5	12.8	11.8	<b>10.2</b> <b>33.3%</b>
2024 median EV/EBIT	12.5	78.1	64.2	12.8	5.0	
2025 median EV/EBIT	10.7	95.3	86.9	12.8	6.8	
2026 median EV/EBIT	9.7	126.1	130.1	12.8	10.2	<b>7.3</b> <b>33.3%</b>
2024 median P/E	16.3	75.2	61.3	12.8	4.8	
2025 median P/E	13.4	88.1	79.7	12.8	6.2	
2026 median P/E	12.3	108.3	112.2	12.8	8.8	<b>6.6</b> <b>33.3%</b>
<b>Weighted equity value</b>					<b>8.1</b>	<b>100.0%</b>

Source: Websim Corporate estimates

## Conclusioni

Ai valori ottenuti dall'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* (€12.0 per azione *fully diluted*) e della *Peer Multiple Comparison* (€8.1 per azione *fully diluted*), in funzione della ridotta capitalizzazione di mercato (rispetto alle società comparabili quotate) e dell'analogo ridotto flottante (pari a circa €10 milioni a prezzi correnti di mercato, includendo anche il 5.1% detenuto da Invitalia), abbiamo applicato uno **sconto liquidità pari al 20%**.

La tabella che segue sintetizza i risultati ottenuti dall'applicazione dei due differenti approcci valutativi, che vedono la valutazione basata sui multipli a sconto di circa il 33% rispetto a quella basata sul DCF, in quanto quest'ultimo metodo valutativo consente di catturare in misura maggiore il potenziale di creazione di valore della società nel lungo periodo. Tenuto conto che la valutazione di mercato del titolo tenderà comunque ad essere influenzata dall'andamento dei multipli di settore abbiamo attribuito ad entrambi i metodi valutativi lo stesso peso per l'individuazione del **target price, pari a €8.0 per azione *fully diluted*** che, ai prezzi attuali di mercato del titolo, implica un **potenziale di rialzo del 62%**.

### Mare Group – Valuation Summary

Valuation Method	Equity Value	20% Liq. Disc.	Fair Equity Value	Fully Diluted shares (mn)	Fair Value per share (€)	% Weight
A) Discounted Cash Flow Model	153.6	(30.7)	122.9	12.8	9.6	50%
B) Peer Multiple Comparison	103.0	(20.6)	82.4	12.8	6.5	50%
<b>Weighted average value</b>	<b>128.1</b>	<b>(25.6)</b>	<b>102.5</b>		<b>8.0</b>	<b>100%</b>

Source: Websim Corporate estimates

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

### Mare Group – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2024	2025	2026	2027
F.d. shares (mn)	12.8	12.8	12.8	12.8
Market Cap.	102.1	102.1	102.1	102.1
Enterprise Value	115.8	110.2	98.0	81.4
EV/Sales	2.6	1.9	1.5	1.1
EV/EBITDA	8.3	6.5	4.9	3.4
EV/ EBIT	18.5	12.4	7.6	4.5
EV/Capital Employed	2.7	2.5	2.4	2.2
P/E	27.2	17.2	11.2	7.7
P/CEPS	9.2	7.6	6.5	5.4

Source: Websim Corporate estimates

**Riteniamo che l'equity story di Mare Group contenga tutta una serie di ingredienti che la rendono molto interessante in un'ottica di investimento:**

- un mercato di riferimento, quello delle tecnologie per la *digital transformation*, caratterizzato da elevati tassi di crescita della domanda nel medio/lungo periodo;
- un'esperienza ultraventennale nel settore con clientela di elevato standing come Leonardo, Airbus, Stellantis e Agenzia Spaziale Italiana, ed il conseguente sviluppo di un know-how unico nell'industria, che include 4 brevetti concessi e 2 in fase di concessione;
- una vocazione alla crescita per linee esterne (12 acquisizioni dal 2019) in un mercato frammentato, con un modello di *business* scalabile ed un'elevata quota di ricavi ricorrenti, grazie allo sviluppo di tre piattaforme tecnologiche proprietarie che facilitano il trasferimento tecnologico dalle grandi aziende alle PMI;
- un *news flow* atteso positivo grazie anche agli ingenti fondi messi a disposizione dal PNRR per la trasformazione digitale delle imprese e della pubblica amministrazione;
- un *earnings momentum* molto forte con risultati 2024 attesi nella parte alta della guidance (EBITDA +40% YoY) ed un CAGR 2024-2027 dell'EBITDA stimato a circa il 20%;
- una valutazione attraente sia su base assoluta sia su base relativa.

Pur consapevoli di alcuni fattori di rischio legati alle ancora ridotte dimensioni aziendali, ed a possibili difficoltà che potrebbero presentarsi in futuro nei processi di integrazione delle acquisizioni, riteniamo che gli aspetti positivi dell'*equity story* siano nettamente prevalenti, per cui **iniziamo la copertura di Mare Group con una raccomandazione BUY e target price a €8.0 per azione *fully diluted***.

<b>DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION</b>			
<b>Stock NAME</b>	<b>MARE GROUP</b>		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	8.00	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	4.95	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	12/12/2024	Date of last report:	--

**DISCLAIMER (for more details go to [DISCLAIMER](#))**

**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](http://www.intermonte.it) under LEGAL INFORMATION. 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 [PERFORMANCE](#) web page.

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 certifies 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 Ave, 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 of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&P500 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 30 September 2024 Intermonte's Research Department covered 125 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	28.24 %
OUTPERFORM:	48.09 %
NEUTRAL:	23.67 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (61 in total) is as follows:

BUY:	55.74 %
OUTPERFORM:	34.43 %
NEUTRAL:	09.83 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

**CONFLICT OF INTEREST**

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

**Intermonte SIM S.p.A. is acting as ECM advisor and placement agent in AQUAFIL's capital increase with an agreement with the company for the publication of an equity research regarding the company and the transaction. Intermonte will receive fees from the company for its activity as ECM Advisor and placement agent.**

**Intermonte is acting as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkemy S.p.A.**

**Intermonte is acting as financial advisor to Eagle S.p.A. and intermediary responsible for coordinating the collection of sale requests in relation to the sell-out procedure on Greenthesis S.p.A.**

**Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aedes, Aquafil, Civitanavi Systems, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), Growens, Illimity Bank, Maire Tecnimont, SAES Getters, Tinexta, Unidata and WIIT.**

**Intermonte SIM is acting as counterparty to WIIT Fin S.r.l. in connection with call and put options having WIIT S.p.A. shares and dividends as reference underlying.**

**Intermonte SIM** is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DHH, El.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), IEG, IndelB, Intred, Luve, Misitano & Stracuzzi, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharamantra, Relatech, Reply, Revo Insurance, Reway, Saes Getters, Sciuker Frames, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Star7, SyS-Dat Group, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIIT.

**Intermonte SIM** has a contractual commitment to act as liquidity provider on behalf of third parties for the following company: Banca Sistema.

**Intermonte SIM** performs as a market maker for the following companies: A2A, Anima, Atlantia, Autogrill, Azimut Holding, BAMI, Banca Generali, Banca Mediolanum, Brembo, Buzzi, CNHI, Enel, ENI, Exor, Fineco, FCA, FTMB, Generali, Italgas, Iren, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediobanca, Moncler, Mediaset, Pirelli&C, Prysmian, Poste, Ferrari, Saipem, Snam, STM, Tenaris, Telecom Italia, Telecom Italia sav, Terna, UBI, Unicredit, Unipol, UnipolSai.

**Intermonte SIM**, through Webisim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider and/or Specialist and/or Corporate Broker on the following companies: Abitare In, Alkemy, Allcore, Almawave, Banca Sistema, Bifire S.p.A., B&C Speakers, Casta Diva Group, Cleanbnb, Coffe, Crowdfundme, Cube Labs, Cy4gate, Cyberoo, DHH, Digital Bros, Digital Magics, Digitouch, Doxee, Edilziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Energy, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GM Leather, GPI, Green Oleo, High Quality Food, Ikonisys, Intercos, Intred, ISCC Fintech, Lemon Sistemi, Lventure Group, Maps Group, Mare Group, Masi Agricola, Matica Fintec, Misitano & Stracuzzi, Neodecortech, Notorious Pictures, Olidata, Osai Automation System, Racing Force Group, Redfish Long Term Capital, Relatech, Reti, Sciuker Frames, SG Company, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Talea, Tamburi, Tesmec, Tinexta, TMP Group, Tps Group, Trendevic, Ulisse Biomed, Xenia Hôtellerie Solution Spa Società Benefit, Wiit, Zest.

Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short
-----------	---	------------

**© Copyright 2024 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 [MIFID](#)

Further information is available