

# MARE GROUP

**BUY**

Sector: Technology Services

Price: Eu4.04 - Target: Eu8.30

## Crescita dimensionale attraverso M&A strategiche

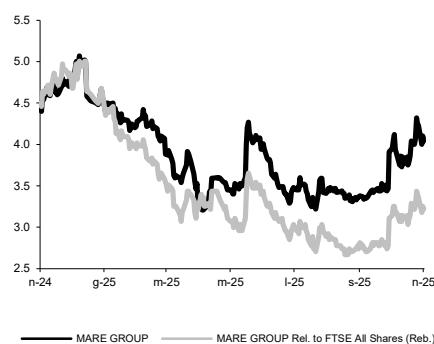
Guglielmo Marco Opipari +39-02-77115.247  
 marco.opipari@intermonte.it

| Stock Rating       |           |        |
|--------------------|-----------|--------|
| Rating:            | Unchanged |        |
| Target Price (Eu): | Unchanged |        |
|                    | 2025E     | 2026E  |
| Chg in Adj EPS     | -3.9%     | -12.2% |
|                    |           | -14.4% |

### Next Event

Shareholders' Meeting on 7 November 2025

### MARE GROUP - 12M Performance



| Stock Data              |         |           |
|-------------------------|---------|-----------|
| Reuters code:           | MARE.MI |           |
| Bloomberg code:         | MARE IM |           |
| Performance             | 1M      | 3M        |
| Absolute                | 3.3%    | 17.8%     |
| Relative                | 3.1%    | 11.5%     |
| 12M (H/L)               |         | 5.07/3.21 |
| 3M Average Volume (th): | 45.50   |           |

| Shareholder Data          |       |
|---------------------------|-------|
| No. of Ord shares (mn):   | 19    |
| Total no. of shares (mn): | 21    |
| Mkt Cap Ord (Eu mn):      | 78    |
| Total Mkt Cap (Eu mn):    | 78    |
| Mkt Float - Ord (Eu mn):  | 31    |
| Mkt Float (in %):         | 39.8% |
| Main Shareholder:         |       |
| Antonio Maria Zinno       | 15.7% |

| Balance Sheet Data              |      |
|---------------------------------|------|
| Book Value (Eu mn):             | 53   |
| BVPS (Eu):                      | 2.87 |
| P/BV:                           | 1.4  |
| Net Financial Position (Eu mn): | -29  |
| Enterprise Value (Eu mn):       | 107  |

Mare Group conferma il proprio ruolo di piattaforma di ingegneria tecnologica indipendente a più alta crescita sul mercato italiano, con un'espansione trainata da acquisizioni strategiche e da una pipeline ordini record. I risultati del 1H25 mostrano una solida crescita del business (+31% YoY, +68% pro-forma), sostenuta dall'integrazione di La SIA, Powerflex e I.D.E.A., che rafforzano il posizionamento nei settori Aerospazio & Difesa, Infrastrutture e Industria. L'OPA su Eles rappresenta un catalizzatore potenziale per la creazione di un polo nazionale nel testing microelettronico. Nonostante una marginalità temporaneamente diluita dall'M&A, la struttura finanziaria resta solida (Debt/Equity 0.6x). Manteniamo la raccomandazione BUY con TP a Eu8.30, grazie all'elevato potenziale di valorizzazione e alle sinergie industriali attese.

- **Forte crescita trainata da M&A e sinergie industriali:** nel 1H25 Mare Group ha registrato un incremento del VdP del 31% YoY (+68% pro-forma), e dell'EBITDA adj. del 29% YoY (+35% pro-forma) spinto dalle acquisizioni di La SIA, Powerflex, I.D.E.A. e M2R Holding. L'integrazione delle nuove società sta creando un gruppo di ingegneria ad alta tecnologia con oltre 500 professionisti. La crescita organica, stimata all'11%, conferma la solidità del core business, mentre il mix M&A accelera la scala operativa e rafforza la presenza nei settori strategici europei.
- **Posizionamento chiave nella sovranità tecnologica europea:** Mare Group opera nei settori Aerospazio & Difesa, Infrastrutture e Industria, pienamente allineati con le politiche UE per la reindustrializzazione tecnologica. Le sue competenze in AI, simulazione XR, testing e digital twin la posizionano come partner abilitante per i programmi Clean Aviation ed European Defence Fund. La società beneficia di un contesto in cui la spesa UE per difesa e innovazione digitale è attesa crescere con CAGR rispettivamente del 5% e del 12% nei prossimi anni.
- **Strategia integrata e modello asset-light scalabile:** la combinazione di crescita organica e acquisizioni complementari consente a Mare Group di sviluppare un ecosistema di ingegneria indipendente e digitale. Il modello asset-light favorisce margini sostenibili e flessibilità operativa, con forte pipeline di ordini. Le sinergie tra ingegneria tradizionale e tecnologie digitali permettono di espandere i ricavi ricorrenti e di migliorare la redditività nel medio periodo
- **Integrazione di La SIA: salto dimensionale e di competenze.** L'acquisizione e il successivo delisting di La SIA hanno elevato Mare Group al sesto posto tra le società di ingegneria indipendenti italiane. L'operazione rafforza la presenza nei settori energia, telecomunicazioni e infrastrutture. Le sinergie industriali e commerciali previste ridurranno i multipli EV/EBITDA e aumenteranno la resilienza dei flussi di cassa nel 2026-2027.
- **Catalizzatori di valore: OPA su Eles e pipeline europea.** L'offerta volontaria su Eles, anche in contesto competitivo, rappresenta un'operazione strategica coerente con la volontà di creare un polo nazionale di testing e microelettronica. Il gruppo mira a integrarsi verticalmente nei segmenti a più alta intensità tecnologica e a espandere l'accesso ai fondi europei per difesa e digitalizzazione. Con una leva finanziaria gestibile (Debt/Equity 0.6x), Mare Group dispone di solide basi per consolidare ulteriormente la propria leadership nel 2026. BUY e TP a Eu8.30 confermati.

| Key Figures & Ratios   | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sales (Eu mn)          | 39    | 45    | 75    | 91    | 102   |
| EBITDA Adj (Eu mn)     | 11    | 13    | 19    | 24    | 28    |
| Net Profit Adj (Eu mn) | 3     | 4     | 6     | 10    | 14    |
| EPS New Adj (Eu)       | 0.293 | 0.295 | 0.352 | 0.474 | 0.673 |
| EPS Old Adj (Eu)       | 0.293 | 0.295 | 0.366 | 0.540 | 0.787 |
| DPS (Eu)               | 0.000 | 0.017 | 0.040 | 0.080 | 0.110 |
| EV/EBITDA Adj          |       | 3.9   | 5.6   | 4.2   | 3.1   |
| EV/EBIT Adj            |       |       | 7.7   | 11.4  | 6.7   |
| P/E Adj                |       | 13.8  | 13.7  | 11.5  | 8.5   |
| Div. Yield             |       | 0.0%  | 0.4%  | 1.0%  | 2.0%  |
| Net Debt/EBITDA Adj    |       | 2.6   | 0.1   | 1.5   | 0.9   |

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

| MARE GROUP – Key Figures                 |        |        |       |        |        |       |
|--|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| Profit & Loss (Eu mn)                    | 2022A  | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E |
| Sales                                    | 35     | 39     | 45    | 75     | 91     | 102   |
| EBITDA                                   | 9      | 10     | 11    | 17     | 24     | 28    |
| EBIT                                     | 4      | 5      | 5     | 8      | 15     | 20    |
| Financial Income (charges)               | -0     | -1     | -1    | -1     | -2     | -1    |
| Associates & Others                      | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | 0     |
| Pre-tax Profit                           | 3      | 4      | 3     | 6      | 13     | 19    |
| Taxes                                    | 0      | -1     | -2    | -2     | -3     | -5    |
| Tax rate                                 | -10.1% | 34.9%  | 46.7% | 24.4%  | 26.1%  | 26.1% |
| Minorities & Discontinued Operations     | -0     | -0     | -0    | 0      | 0      | 0     |
| Net Profit                               | 4      | 2      | 2     | 5      | 10     | 14    |
| EBITDA Adj                               | 9      | 11     | 13    | 19     | 24     | 28    |
| EBIT Adj                                 | 4      | 5      | 7     | 9      | 15     | 20    |
| Net Profit Adj                           | 4      | 3      | 4     | 6      | 10     | 14    |
| Per Share Data (Eu)                      | 2022A  | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E |
| Total Shares Outstanding (mn) - Average  | 10     | 10     | 16    | 21     | 21     | 21    |
| Total Shares Outstanding (mn) - Year End | 10     | 10     | 15    | 19     | 19     | 19    |
| EPS f.d                                  | 0.374  | 0.237  | 0.137 | 0.262  | 0.474  | 0.673 |
| EPS Adj f.d                              | 0.374  | 0.293  | 0.295 | 0.352  | 0.474  | 0.673 |
| BVPS f.d                                 | 1.792  | 1.869  | 3.065 | 2.873  | 3.000  | 3.599 |
| Dividend per Share ORD                   | 0.022  | 0.000  | 0.017 | 0.040  | 0.080  | 0.110 |
| Dividend per Share SAV                   | 0.000  | 0.000  | 0.000 | 0.000  | 0.000  | 0.000 |
| Dividend Payout Ratio (%)                | 5.9%   | 0.0%   | 16.2% | 16.0%  | 15.8%  | 15.3% |
| Cash Flow (Eu mn)                        | 2022A  | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E |
| Gross Cash Flow                          | 8      | 2      | 19    | 18     | 24     | 28    |
| Change in NWC                            | -7     | -1     | -1    | -15    | -7     | -4    |
| Capital Expenditure                      | -9     | -4     | -8    | -17    | -4     | -3    |
| Other Cash Items                         | 0      | 0      | -1    | -0     | 0      | 0     |
| Free Cash Flow (FCF)                     | -8     | -3     | 9     | -14    | 13     | 20    |
| Acquisitions, Divestments & Other Items  | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | 0     |
| Dividends                                | 0      | -1     | -0    | -0     | -1     | -2    |
| Equity Financing/Buy-back                | 0      | 0      | 21    | 9      | 0      | 0     |
| Change in Net Financial Position         | -7     | -4     | 29    | -6     | 12     | 19    |
| Balance Sheet (Eu mn)                    | 2022A  | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E |
| Total Fixed Assets                       | 25     | 29     | 32    | 59     | 54     | 50    |
| Net Working Capital                      | 17     | 20     | 13    | 28     | 34     | 39    |
| Long term Liabilities                    | -3     | -3     | -4    | -4     | -5     | -6    |
| Net Capital Employed                     | 39     | 46     | 42    | 82     | 84     | 83    |
| Net Cash (Debt)                          | -21    | -28    | -1    | -29    | -22    | -8    |
| Group Equity                             | 18     | 19     | 40    | 53     | 62     | 75    |
| Minorities                               | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | 0     |
| Net Equity                               | 18     | 19     | 40    | 53     | 62     | 75    |
| Enterprise Value (Eu mn)                 | 2022A  | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E |
| Average Mkt Cap                          |        |        | 61    | 78     | 78     | 78    |
| Adjustments (Associate & Minorities)     | 0      | -3     | -11   | 0      | 0      | 0     |
| Net Cash (Debt)                          | -21    | -28    | -1    | -29    | -22    | -8    |
| Enterprise Value                         |        |        | 52    | 107    | 100    | 86    |
| Ratios (%)                               | 2022A  | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E |
| EBITDA Adj Margin                        | 33.9%  | 38.6%  | 41.8% | 28.3%  | 29.0%  | 30.0% |
| EBIT Adj Margin                          | 15.0%  | 19.5%  | 21.0% | 13.9%  | 18.3%  | 21.4% |
| Gearing - Debt/Equity                    | 116.3% | 148.2% | 3.3%  | 53.9%  | 34.7%  | 11.2% |
| Interest Cover on EBIT                   | 9.6    | 4.3    | 3.9   | 5.8    | 8.9    | 25.4  |
| Net Debt/EBITDA Adj                      | 2.4    | 2.6    | 0.1   | 1.5    | 0.9    | 0.3   |
| ROACE*                                   | 11.9%  | 11.2%  | 10.4% | 12.5%  | 18.1%  | 23.6% |
| ROE*                                     | 23.6%  | 15.9%  | 13.1% | 13.9%  | 17.0%  | 20.4% |
| EV/CE                                    |        |        | 1.2   | 1.7    | 1.2    | 1.0   |
| EV/Sales                                 |        |        | 1.6   | 1.6    | 1.2    | 0.9   |
| EV/EBITDA Adj                            |        |        | 3.9   | 5.6    | 4.2    | 3.1   |
| EV/EBIT Adj                              |        |        | 7.7   | 11.4   | 6.7    | 4.4   |
| Free Cash Flow Yield                     | -9.7%  | -3.8%  | 10.4% | -18.0% | 16.7%  | 26.1% |
| Growth Rates (%)                         | 2022A  | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E |
| Sales                                    | 46.1%  | 11.7%  | 13.3% | 68.0%  | 21.3%  | 12.1% |
| EBITDA Adj                               | 20.1%  | 23.4%  | 25.3% | 44.3%  | 24.2%  | 16.0% |
| EBIT Adj                                 | 18.5%  | 40.6%  | 24.8% | 41.0%  | 59.6%  | 31.1% |
| Net Profit Adj                           | 77.4%  | -21.8% | 32.2% | 68.1%  | 51.1%  | 42.0% |
| EPS Adj                                  | 77.4%  | -21.8% | 0.7%  | 19.4%  | 34.8%  | 42.0% |
| DPS                                      | nm     | nm     | nm    | 135.9% | 100.0% | 37.5% |

\*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

## Risultati 1H25

Venerdì 26 settembre, in serata, Mare Group ha comunicato i risultati 1H25, che hanno evidenziato una **forte espansione del volume d'affari trainata dall'M&A**. La società ha anche fornito un conto economico pro-forma, fino alla linea dell'EBITDA adj., che include il consolidamento da inizio 2025 delle recenti acquisizioni (Powerflex S.r.l., I.D.E.A. S.r.l., La SIA S.p.A. e M2R Holding S.r.l.) allo scopo di fornire una rappresentazione più completa della performance del Gruppo.

- **Valore della Produzione:** Eu24.7mn (+31% YoY), pro-forma Eu31.6mn (+68% YoY); ricavi delle vendite Eu19.8mn (+50% YoY), pro-forma Eu25.0mn (+90% YoY). L'incidenza dei ricavi sul Valore della Produzione, su base pro-forma, è salita al 79% dal 70% dell'1H24, con una componente organica della crescita stimata intorno all'11%. In termini settoriali, l'incremento dei ricavi è stato trainato principalmente dalle commesse nei settori Aerospazio & Difesa e Infrastrutturale.
- **EBITDA adj.:** Eu5.6mn (+29% YoY), pro-forma Eu5.9mn (+35% YoY). La marginalità risulta in calo di 40bps YoY al 22.8%, mentre su base pro-forma diminuisce di 460bps YoY al 18.6%. Questo significa che le recenti acquisizioni stanno determinando un effetto dilutivo sulla marginalità nell'anno in corso; il che non sorprende dato che La SIA aveva chiuso il FY24 con un EBITDA margin adj. del 13.2% vs 29.7% di Mare Group. I costi del personale, pari a Eu8.9mn (+13% YoY), hanno ridotto la propria incidenza sul Valore della Produzione di 590bps YoY al 36.1%, a fronte di un organico che ha raggiunto le 510 unità (+42% YoY).
- **EBIT:** Eu-0.9mn (vs Eu1.5mn nel 1H24), con marginalità in calo di 1,140bps al -3.6%, avendo risentito dell'avvio dei piani di ammortamento relativi alle piattaforme tecnologiche (Defli.ai, XR e Sax), che hanno determinato un incremento degli ammortamenti complessivi del 92% YoY a Eu4.8mn, con un'incidenza sul Valore della Produzione salita di 610bps YoY al 19.4%. Tale incidenza è destinata a calare in prospettiva come conseguenza della crescita dei ricavi derivanti dalle piattaforme tecnologiche. L'EBIT ha risentito anche di oneri straordinari netti pari a Eu1.7mn, (vs Eu0.3mn nel 1H24), di cui circa Eu1.0mn riconducibili all'attività di M&A e Eu0.6mn a sopravvenienze passive, che hanno sottratto 670bps alla marginalità (vs 150bps nel 1H24). Escludendo le componenti straordinarie, l'EBIT adj. è diminuito del 56% YoY a Eu0.8mn, con marginalità in calo di 610bps al 3.1%.
- **Risultato Netto:** Eu-1.8mn (vs Eu0.6mn nel 1H24). La perdita è prevalentemente riconducibile agli oneri straordinari: il Risultato Netto adj. è stato pari a Eu-0.2mn vs Eu0.8mn nel 1H24. Gli oneri finanziari netti sono cresciuti del 49% YoY a Eu0.7mn per via dell'aumento dell'indebitamento, ma la loro incidenza sul Valore della Produzione è rimasta su livelli gestibili (+30bps YoY al 2.8%). Le imposte sono diminuite del 78% YoY a Eu0.1mn.
- **Indebitamento Finanziario Netto:** Eu31.4mn, in aumento di Eu30.1mn rispetto al FY24, a fronte di un cash flow lordo di Eu4.8mn, di Eu5.2mn di aumento di capitale, e di impegni di Eu13.2mn per le acquisizioni delle partecipazioni di minoranza in Eles (Eu7.0mn per il 20%), DBA Group (Eu5.2mn per il 10%) e Tradelab (Eu1.0mn per il 10%), di Eu4.0mn per la componente cash dell'OPAS su La SIA, di Eu4.0mn per investimenti industriali strategici nel settore Aerospazio & Difesa, di Eu20.3mn per l'aumento del CCN e di Eu0.3mn per il pagamento dei dividendi. Il forte aumento del CCN riflette l'espansione delle attività commerciali e produttive, risultando coerente con la crescita del 90% YoY dei ricavi pro-forma. Il Patrimonio Netto, pari a Eu49.1mn, è cresciuto del 22% dal FY24 a seguito degli aumenti di capitale per complessivi Eu14.2mn effettuati nel 1H25. Il rapporto Debt/Equity è salito da 0.03x del FY24 a 0.60x, un livello che consideriamo sostenibile e coerente con la strategia di crescita del Gruppo.

**Mare Group – 1H25 Results**

| (Eu mn)                 | 1H24A | 1H25A | YoY   |
|-------------------------|-------|-------|-------|
| Sales                   | 13.1  | 19.8  | 50%   |
| Value of Production     | 18.8  | 24.7  | 31%   |
| Adj. EBITDA             | 4.4   | 5.6   | 29%   |
| % of VoP                | 23.2% | 22.8% |       |
| Non-recurring costs     | -0.3  | -1.7  |       |
| D&A and Provisions      | -2.6  | -4.9  |       |
| EBIT                    | 1.5   | -0.9  | -162% |
| % of VoP                | 7.8%  | -3.6% |       |
| Net Financial Charges   | -0.6  | -0.7  |       |
| Pretax Profit           | 0.9   | -1.6  | -287% |
| Taxes                   | -0.3  | -0.1  |       |
| tax rate                | 33%   | -4%   |       |
| Consolidated Net Profit | 0.6   | -1.7  | -389% |
| % of VoP                | 3.0%  | -6.7% |       |
| Minorities              | 0.0   | -0.2  |       |
| Net Profit              | 0.6   | -1.8  | -427% |
| % of VoP                | 3.0%  | -7.5% |       |
|                         | FY24A | 1H25A |       |
| Net Financial Position  | -1.3  | -31.4 |       |
| Net Working Capital     | 12.8  | 33.1  |       |
| Fixed Assets            | 32.3  | 56.3  |       |

Source: Company actual data

**Mare Group – 1H25 Pro-Forma Results vs 1H24**

| (Eu mn)             | 1H24A | 1H25 Pro-Forma | YoY |
|---------------------|-------|----------------|-----|
| Sales               | 13.1  | 25.0           | 90% |
| Value of Production | 18.8  | 31.6           | 68% |
| Adj. EBITDA         | 4.4   | 5.9            | 35% |
| % of VoP            | 23.2% | 18.6%          |     |

Source: Company actual data

## Strategia

Mare Group opera come **piattaforma di ingegneria ad alta tecnologia con modello asset-light**, focalizzata su **settori strategici per la sovranità tecnologica europea**:

- Aerospace & Difesa
- Industria & Trasporti
- Infrastrutture & Costruzioni
- PMI (multisettoriali)

L'espansione è sostenuta da una combinazione dei seguenti fattori:

- M&A selettivo, con acquisizioni a elevata complementarità tecnologica
- integrazione industriale per valorizzare le sinergie di portafoglio (il valore aggregato è superiore alla somma delle sue parti)
- cross-selling e condivisione della base clienti
- forte pipeline di ordini (pari a 4.8x il fatturato 2024 per la neoacquisita Powerflex)

La strategia si basa su **crescita organica e acquisizioni** con l'obiettivo di **verticalizzare e scalare l'offerta**, puntando su **modelli a ricavi ricorrenti**, ampliando le proprie competenze in **cinque aree di specializzazione principali**:

- Simulazione XR e digital twin
- Testing e manutenzione predittiva
- Ingegneria industriale
- Trasformazione digitale
- Supporto alle decisioni basato su AI

---

### Mare Group – Market Sectors and Specializations

## Market Sectors



Aerospace & Defense



Industry & Transportation



Infrastructure & Building



SMEs (Cross-sector)

## Specializations

XR Training & Simulation

Testing & Predictive Maintenance

Industrial Engineering

Digital Transformation

AI-based Decision Support

Source: Company Presentation

## Contesto di mercato

Il contesto macro-industriale è oggi uno dei pilastri del posizionamento strategico di Mare Group, che si muove in parallelo alle grandi politiche europee di reindustrializzazione tecnologica e autonomia strategica. Il piano di crescita di Mare Group si inserisce in un **quadro europeo particolarmente favorevole in tutti i settori in cui opera**.

### Mare Group – Market Drivers



Source: Company Presentation

## Aerospazio & Difesa

Dopo due decenni di sotto investimenti, l'Europa sta attraversando una **fase di accelerazione strutturale della spesa per la difesa e l'aerospazio civile**, spinta da tre forze convergenti:

- Tensioni geopolitiche e ridefinizione delle catene di fornitura strategiche (Ucraina, Medio Oriente, Indo-Pacifico)
- Iniziative UE per la sovranità tecnologica (EDF, ASP, EDIRPA)
- Transizione green e digitale del comparto aeronautico, sostenuta dal programma Clean Aviation Joint Undertaking (JU)

La dinamica della spesa europea in difesa e aerospazio rappresenta un driver strutturale e di lungo periodo per Mare Group, che dispone di competenze trasversali perfettamente allineate con le priorità di sovranità tecnologica definite da Bruxelles. L'azienda è potenzialmente in grado di posizionarsi come partner di riferimento per la digitalizzazione del settore A&D, grazie all'integrazione di know-how in testing elettronico, simulazione immersiva e AI engineering.

Inoltre, il coinvolgimento potenziale nei programmi Clean Aviation potrebbe consentire l'accesso a progetti finanziati UE ad alto contenuto innovativo, favorendo l'espansione nei segmenti a maggiore crescita e marginalità.

### EU Defence Spending – L'Europa si riarma tecnologicamente

Secondo le ultime stime della European Defence Agency (EDA, ottobre 2025), la spesa complessiva per la difesa dei Paesi UE:

- raggiungerà Eu381bn nel 2025
- con una proiezione di circa Eu500bn nei prossimi 5 anni (2025-2029), pari a un CAGR del +5.5% (vs +1.2% nel periodo 2010-2020)

Circa il 30% di tali risorse sarà destinato a R&D e sistemi tecnologici dual-use, inclusi:

- sistemi elettronici avanzati, sensori e testing
- piattaforme di simulazione, addestramento e digital twin
- cybersecurity e controllo delle infrastrutture critiche

Il nuovo European Defence Industry Programme (EDIP), attivo dal 2025, aggiunge Eu13bn di fondi diretti UE per il co-finanziamento di progetti cross-border nel periodo 2025-2030.

### Implicazioni per Mare Group

Mare Group, attraverso le competenze integrate di La SIA, Powerflex e, in caso di successo dell'OPA, le nuove sinergie con Eles, è posizionata come fornitore tecnologico abilitante per:

- testing elettronico e sensoristica avanzata nei sistemi A&D
- simulazione virtuale e XR per l'addestramento e la manutenzione predittiva
- integrazione software e digitalizzazione dei sistemi di comando e controllo (C4ISR)

Il mercato europeo della digitalizzazione per la difesa vale oggi circa Eu27bn ed è stimato crescere ad un CAGR del +12% fino al 2030, spinto da digital twin, AI e sistemi cyber-resilienti.

Mare Group mira a intercettare una quota crescente di progetti dual-use (civile/militare), dove la componente software e simulativa rappresenta ormai oltre il 35% del valore totale dei programmi difesa UE.

### Clean Aviation Joint Undertaking (JU) – La nuova frontiera del volo sostenibile

Il programma Clean Aviation JU, lanciato nel 2021 e operativo fino al 2031, è il **principale partenariato pubblico-privato europeo per l'aviazione civile sostenibile**.

Dispone di una dotazione complessiva di Eu4.1bn, di cui:

- Eu1.7bn finanziati dalla Commissione Europea
- Eu2.4bn co-investiti da industrie, centri di ricerca e PMI

Gli obiettivi principali entro il 2030 sono:

- ridurre del 30-50% le emissioni di CO<sub>2</sub> per passeggero/km
- sviluppare motori ibridi-elettrici e a idrogeno
- creare piattaforme digitali per il design e il testing virtuale dei velivoli
- accelerare l'adozione di materiali compositi e processi produttivi "net-zero ready"

### Implicazioni per Mare Group

La presenza consolidata di Mare Group nei settori Aerospazio & Difesa e Ingegneria Digitale apre la possibilità di partecipare a programmi Clean Aviation tramite:

- soluzioni di simulazione e digital twin per la progettazione aeronautica
- sistemi di test e monitoraggio elettronico per componentistica avionica
- applicazioni XR e AI-based per la manutenzione e la certificazione dei sistemi
- supporto alla supply chain europea in ambiti di testing, digital design e validazione

Il mercato europeo della sustainable aviation technology è previsto in Eu28bn nel 2025, con un CAGR stimato al +15% fino al 2030, alimentato dall'integrazione tra A&D, simulazione digitale e manifattura green.

### Industria & Trasporti

#### EU Chips Act – La rinascita europea dei semiconduttori

L'European Chips Act, approvato nel 2023 e operativo a pieno regime nel 2025, mira a **raddoppiare la quota europea della produzione globale di semiconduttori entro il 2030**, portandola dall'attuale 9% al 20%.

Il piano prevede investimenti pubblici e privati per circa Eu43bn nel periodo 2024-2030, articolati su tre pilastri:

- Eu11bn di fondi pubblici diretti per R&D, testing e infrastrutture di design
- Eu30+bn di co-investimenti privati per impianti produttivi e filiere di supporto
- creazione di competence centers per la formazione di 200,000 nuovi tecnici e ingegneri

### Implicazioni per Mare Group

Mare Group, tramite le proprie divisioni in ambito testing elettronico, simulazione digitale e A&D, è posizionata come fornitore abilitante per imprese della microelettronica e del testing industriale, settori chiave per l'implementazione del Chips Act. In base alle stime di mercato (Fonte: Semiconductor Europe 2025), la spesa per servizi tecnologici collegati al testing e alla prototipazione dei chip in Europa supererà Eu4.5bn/anno entro il 2027, con un CAGR del +18% 2024-2028, un'area su cui Mare Group punta a espandersi anche tramite l'acquisizione di Eles.

## Net-Zero Industry Act – L'industria verde europea

Il Net-Zero Industry Act (NZIA), entrato in vigore nel 2024, definisce l'obiettivo di coprire almeno il 40% del fabbisogno europeo di tecnologie green strategiche (rinnovabili, idrogeno, batterie, pompe di calore, carbon capture, utilisation and storage) con produzione interna entro il 2030.

Il piano prevede Eu380bn di investimenti complessivi in infrastrutture produttive e supply chain, con un impatto diretto stimato sul PIL europeo di +1.1% cumulato al 2030.

### Implicazioni per Mare Group

Grazie alle competenze acquisite tramite Powerflex, La SIA e Rack Peruzzi, Mare Group è già attiva nella progettazione e digitalizzazione di impianti energetici e industriali ad alta efficienza, oltre che nella simulazione e testing di componenti per l'e-mobility e il green manufacturing.

Il gruppo può intercettare i fondi del NZIA attraverso:

- commesse per l'automazione di impianti fotovoltaici e di produzione di batterie
- sistemi di monitoraggio digital twin per infrastrutture green
- soluzioni software per la transizione energetica

La domanda europea di servizi digitali per il green manufacturing è attesa in crescita del +22% annuo tra 2024 e 2028, con una dimensione di mercato che potrebbe superare gli Eu25bn entro il 2030.

## Infrastrutture & Costruzioni

### EU Competitiveness and Resilience Fund 2028-2034 – Infrastrutture e rigenerazione tecnologica

La Commissione Europea ha approvato nel 2025 la struttura del nuovo Competitiveness and Resilience Fund (CRF), successore del PNRR, che mobiliterà Eu409bn nel periodo 2028-2034 per:

- rigenerazione urbana e infrastrutturale (circa Eu180bn)
- tecnologie per la digitalizzazione delle reti critiche e dei trasporti (Eu90bn)
- ricerca, formazione e innovazione industriale (Eu70bn)
- resilienza energetica e difesa (Eu69bn)

Inoltre, a partire dal ciclo di programmazione UE 2028-2034, la Commissione Europea e gli Stati Membri hanno concordato un nuovo quadro normativo che rende obbligatorio l'utilizzo del Building Information Modeling (BIM) per tutti i lavori pubblici con importo superiore a Eu2mn finanziati da fondi comunitari o nazionali cofinanziati. Questa misura, parte integrante del CRF, risponde all'obiettivo di digitalizzare completamente il processo di progettazione, costruzione e manutenzione delle infrastrutture pubbliche, migliorando efficienza, trasparenza e sostenibilità.

### Implicazioni per Mare Group

Mare Group è idealmente posizionata per contribuire in tre aree del CRF:

- Smart infrastructures & digital twins per infrastrutture pubbliche e private
- Soluzioni integrate di ingegneria e simulazione XR per edilizia e trasporti
- Sistemi digitali di sicurezza e difesa dual-use

L'obbligatorietà del BIM creerà barriere all'ingresso più elevate nel mercato delle commesse pubbliche, favorendo operatori con alta capacità di integrazione digitale, come Mare Group.

Il gruppo potrebbe beneficiare direttamente dei bandi pre-2030, con un mercato potenziale italiano stimato in oltre Eu45bn, dove la componente progettuale e software rappresenta fino al 30% del valore complessivo dei progetti.

## PMI & PA

Tra il 2025 e il 2027 l'Unione Europea attiverà un pacchetto coordinato di strumenti finanziari dedicati alla trasformazione digitale del tessuto produttivo europeo, combinando misure a fondo perduto, co-investimenti e canali di credito agevolato. Le principali leve operative saranno:

- Il programma "Digital Europe 2025-2027", con una dotazione di Eu1.3bn destinata a IA, cybersecurity e digital skills
- L'iniziativa "Tech EU 2025-2027" della Banca Europea per gli Investimenti (EIB), che prevede oltre Eu70bn di risorse tra equity, prestiti e garanzie, inclusi strumenti dedicati alle PMI tecnologiche e ai system integrator

Entrambi i programmi si inseriscono nel percorso verso l'obiettivo UE di garantire, entro il 2030, che oltre il 90% delle PMI europee disponga almeno di competenze digitali di base e accesso a infrastrutture cloud, IA e cybersecurity integrate.

Il mercato europeo della digital transformation per PMI dovrebbe superare gli Eu250bn nel 2030 (CAGR +10%), trainato da AI, cybersecurity e cloud industriale. L'Italia, beneficiando di oltre Eu9bn di fondi PNRR residui e delle risorse Digital Europe, potrà canalizzare Eu2-3bn annui di nuovi investimenti digitali tra 2026 e 2030.

#### Digital Europe & TechEU 2025-2027 – L'infrastruttura digitale dell'industria europea

Il programma Digital Europe (fase 2025-2027) si focalizza su quattro aree chiave:

- AI & Data Spaces: creazione di infrastrutture europee interoperabili per l'IA e i big data industriali
- Cybersecurity & Trust: rafforzamento dei centri nazionali di competenza e dei digital trust services
- Advanced Digital Skills: programmi di formazione e riqualificazione per professionisti ICT e PMI
- Digital Public Services: piattaforme digitali europee condivise per PA, sanità, mobilità e industria

Il budget previsto è di Eu1.3bn, di cui circa:

- Eu0.5bn per progetti AI e data-driven
- Eu0.4bn per cybersecurity e resilienza digitale
- Eu0.3bn per sviluppo competenze digitali avanzate
- Eu0.1bn per l'interoperabilità dei servizi pubblici e industriali

#### Implicazioni per Mare Group

Mare Group, attraverso le divisioni Digital Engineering e Cyber & AI Systems, è in posizione ideale per:

- partecipare a call europee e nazionali in ambito AI applicata, digital twin e sicurezza delle infrastrutture critiche
- fornire soluzioni integrate di data governance e machine learning a PMI e PA
- contribuire a progetti cofinanziati nel quadro Digital Europe – AI Factories ed European Data Spaces

L'esperienza maturata con Powerflex e La SIA permette a Mare Group di offrire piattaforme già conformi ai requisiti di interoperabilità e tracciabilità dei dati imposti dai regolamenti UE (AI Act e Data Act).

#### EIB "Tech EU 2025-2027" – Finanza agevolata per la sovranità tecnologica europea

Nel 2025 la European Investment Bank (EIB) ha lanciato il programma "Tech EU 2025-2027", un'iniziativa da circa Eu70bn tra finanziamenti diretti, equity e garanzie pubbliche, con l'obiettivo di:

- sostenere progetti deep tech, AI, cybersecurity, semiconduttori e cloud europeo
- agevolare la trasformazione digitale delle PMI tramite linee dedicate di credito garantito
- attrarre co-investimenti privati per l'industria tecnologica europea

Il 35% delle risorse sarà canalizzato verso operatori industriali e integratori di tecnologie digitali, come Mare Group, per accelerare la diffusione di soluzioni AI-driven e IoT-ready nei settori manifatturiero, energia e infrastrutture.

#### Implicazioni per Mare Group

Il gruppo può beneficiare del programma EIB in due direzioni:

- Lato finanziamento, tramite linee di credito agevolato o co-finanziamento per nuovi progetti R&D nel testing elettronico, digital engineering e simulazione industriale
- Lato mercato, come partner tecnologico di PMI beneficiarie di fondi EIB, fornendo servizi di digitalizzazione, integrazione e sicurezza dei sistemi industriali

Grazie al riconoscimento come PMI innovativa quotata su EGM, Mare Group può accedere direttamente agli strumenti di garanzia e co-lending previsti dal programma, migliorando il costo medio del capitale e la leva sugli investimenti tecnologici futuri.

## Operazioni straordinarie

Le recenti operazioni annunciate dalla Società si inseriscono perfettamente all'interno della matrice settore/specializzazione che caratterizza la sua strategia e puntano a far diventare Mare Group il leader nazionale nell'Ingegneria.

Il grafico sottostante mostra sinteticamente i settori e le aree di specializzazione che hanno caratterizzato le sette acquisizioni totalitarie o di quote di minoranza realizzate o annunciate dalla Società dopo la quotazione sul mercato EGM.

Mare Group – M&A Post IPO



Source: Company Presentation

### Powerflex

#### L'operazione

L'acquisizione di Powerflex è stata annunciata il 23 luglio 2024, a meno di due mesi dall'IPO, e realizzata il 18 dicembre 2024, con perfezionamento formale il 20 febbraio 2025, per un corrispettivo totale di Eu1.15mn, di cui Eu1.00mn pagato mediante assegnazione di 250,000 azioni Mare Group a Eu4.00 per azione e Eu0.15mn per cassa.

Nel 1H25 Powerflex è stata consolidata per 5 mesi. A inizio ottobre è stata approvata la fusione per incorporazione di Powerflex in Mare Group, che dovrebbe presumibilmente realizzarsi entro fine anno, con effetti contabili dal 1° gennaio 2025.

#### L'azienda

Powerflex è un'azienda italiana **con sede a Limatola (Benevento)** che **opera da quasi trent'anni nei settori dell'ingegneria per la Difesa, l'Avionica, l'Aerospazio, il Navale, il Ferroviario, il Sismico e l'Elettromedicale**, offrendo soluzioni complete per esigenze logistiche di peso ridotto per la gestione di apparecchiature elettroniche sensibili, oltre alla progettazione e alla messa in opera di sistemi e dispositivi per la protezione sismica, nonché dispositivi elettromedicali e di ventilazione meccanica. Nel corso degli anni, a partire dalla produzione di ammortizzatori a cavo metallico e di meccaniche per l'isolamento degli apparati elettronici ed elettromeccanici, l'azienda ha potenziato notevolmente le capacità interne di R&S, progettazione, produzione e testing, ampliando il proprio raggio d'interesse con un approccio orientato all'innovazione e puntando su mercati globali e clienti tecnologicamente avanzati. Nell'engineering di Powerflex sono presenti competenze specifiche nel campo della progettazione meccanica, strutturale, elettromeccanica ed elettronica, sostenute da specifiche e sensibili attività di validazione e qualifica. L'attività si sviluppa su tre stabilimenti, differenziati per ambiti e competenze (una sede di produzione, una sede di deposito ed una sede riservata agli uffici amministrativi, commerciali, alla progettazione ingegneristica e ai laboratori prove) per una superficie complessiva di circa 4,000 metri quadri. Vengono effettuate, a largo raggio, lavorazioni meccaniche ed elettroniche, trattamenti su materiali compositi e procedimenti di finitura, con impianti di ultima generazione e con particolare attenzione verso il rispetto delle linee guida relative all'impatto e alla protezione ambientale. Gli ultimi dati contabili di Powerflex che sono stati resi pubblici risalgono al 2024: fatturato Eu3.4mn, EBITDA Eu0.3mn (margini del 9%).

#### Mare Group – Powerflex main customers



Source: Powerflex website

#### I razionali strategici

L'acquisizione di Powerflex ha aggiunto all'offerta di Mare Group la realizzazione, il testing e la certificazione di sistemi meccatronici sia nel settore strategico della Difesa che in ampliamento alla proposta già attiva nei settori Aerospaziale e Ferroviario e, più in generale, a completamento dei servizi di ingegneria verso le Grandi Imprese. Sulla base dei risultati 2023 il multiplo EV/EBITDA dell'acquisizione risulterebbe pari a 6.8x, un valore destinato a ridursi sensibilmente negli esercizi successivi grazie alla forte crescita attesa di Powerflex, che, grazie all'ingresso in Mare Group, potrà partecipare a gare di dimensioni maggiori e acquisire volumi superiori di ordini da parte dei propri clienti, precedentemente limitati dal vincolo di concentrazione massima sui ricavi del fornitore. Un riscontro concreto di tali vantaggi si è già avuto nel mese di maggio 2025, quando Mare Group ha annunciato di avere acquisito da inizio anno Eu12mn di ordini nel settore Aerospazio & Difesa, da eseguirsi nell'arco di 24 mesi, con una quota pari ad almeno il 40% prevista in consegna entro il 2025. A fine luglio sono stati comunicati altri Eu5mn di ordini nel settore Aerospazio & Difesa da eseguirsi nell'arco di 12 mesi, di cui almeno il 50% entro fine 2025.

#### La SIA

##### L'operazione

L'acquisizione di La SIA è stata annunciata il 12 febbraio 2025, quando è stato sottoscritto l'accordo vincolante per l'acquisto del 70.6% del capitale detenuto dai soci fondatori, pari a 4,000,000 di azioni, perfezionato il 30 maggio 2025 con l'assegnazione ad essi di 2,560,000 nuove azioni Mare Group, sulla base di un rapporto di concambio di 0.64 azioni Mare Group per ogni azione La SIA, oltre ad un corrispettivo in contanti di Eu2.48mn, pari a Eu0.62 per azione. Nell'ambito dell'operazione, Mare Group ha acquisito dai soci fondatori di La SIA, per un corrispettivo di Eu1.0mn, anche il 100% del capitale di M2R Holding S.r.l., che possedeva l'immobile in Roma sede di La SIA ed il 100% del capitale della società Rent4Service S.r.l. con sede ad Alghero (SS).

Nel periodo dal 23 giugno 2025 all'11 luglio 2025 Mare Group ha effettuato l'OPAS obbligatoria sul restante 29.4% del capitale La SIA, pari a 1,666,500 azioni, sulla base del medesimo rapporto di concambio riconosciuto ai soci fondatori, oltre ad un corrispettivo unitario in contanti rettificato lievemente al rialzo a Eu0.63084 per tenere conto dello stacco del dividendo di Eu0.016956 avvenuto nel mese di giugno. Al termine del periodo dell'offerta sono state portate in adesione 1,201,000 azioni, pari al 21.19% del capitale sociale, con conseguente obbligo di OPAS residuale sulle rimanenti 465,500 azioni, pari all'8.21% del capitale sociale, che ha avuto inizio il 21 luglio ed è terminato l'8 agosto, con 359,000 azioni portate in adesione. Avendo ormai raggiunto il controllo del 98.12% del capitale di La SIA, è stata successivamente avviata la procedura congiunta di sell-out e squeeze-out che ha determinato il raggiungimento del 100% ed il delisting di La SIA, avvenuto in data 8 settembre.

Tale acquisizione ha comportato complessivamente l'emissione di 3,396,800 nuove azioni Mare Group oltre ad una componente cash di Eu4.04mn.

Nel 1H25 La SIA e M2R Holding sono state consolidate per un mese. A fine settembre è stata approvata la fusione per incorporazione delle due società in Mare Group, che dovrebbe presumibilmente realizzarsi entro fine anno, con effetti contabili dal 1° gennaio 2025.

## L'azienda

La SIA è una società **fondata a Roma nel 2004** come S.r.l., trasformatisi in S.p.a. nel 2020, e quotata sul segmento EGM dall'agosto 2023, attiva nel settore della consulenza ingegneristica e del design, specializzata nella progettazione di infrastrutture critiche, tra cui edilizia civile, telecomunicazioni e impianti energetici. Grazie all'impiego di tecnologie innovative e competenze avanzate, offre soluzioni all'avanguardia.

Oltre alla progettazione, La SIA fornisce consulenze altamente specializzate in ambiti quali project management, direzione lavori, sicurezza, formazione del personale e rinegoziazione di contratti di locazione. La società è in grado di offrire servizi di progettazione completi, che comprendono aspetti strutturali, impiantistici e architettonici.

La SIA si avvale di personale multidisciplinare e di solide collaborazioni con fornitori specializzati (architetti, ingegneri edili, strutturisti, esperti in meccanica, elettricità e telecomunicazioni), consentendole di coprire un'ampia gamma di servizi di progettazione e consulenza. Il suo approccio integra principi di smart working, biofilia, bioarchitettura, sostenibilità, efficienza energetica e sicurezza. Figura tra le prime cento società di ingegneria in Italia.

La società opera attraverso la sede principale di Roma e sette sedi operative in Italia (Milano, Venezia, Genova, Prato, Cagliari, Catania e Salerno), garantendo una copertura capillare sul territorio nazionale. Inoltre, la sua controllata albanese, Seven Consulting, è attiva con una sede operativa a Tirana.

La SIA è costantemente orientata all'innovazione, adottando nuove tecnologie e metodologie per distinguersi nel mercato. È stata tra le prime aziende italiane di ingegneria e architettura a integrare il BIM (Building Information Modeling) nel proprio modello operativo. Grazie a questa tecnologia, può sfruttare le opportunità offerte dalla digitalizzazione nel settore delle costruzioni, migliorando la collaborazione tra professionisti (ingegneri, tecnici, appaltatori) e garantendo un accesso costante a informazioni aggiornate, con una riduzione degli errori e delle revisioni progettuali.

Nel 2024, il valore della produzione è diminuito del 4% YoY a Eu15.6mn, risentendo di una riduzione significativa dei ricavi della business line Telco a favore della costituzione di un forte posizionamento nel settore Civil. L'EBITDA adjusted è calato del 41% YoY a Eu2.1mn, con marginalità ridottasi di 820bps YoY al 13.2%, in quanto la strategia di diversificazione del business ha fatto aumentare le spese per la specializzazione dei dipendenti e collaboratori in aree specifiche di intervento, con conseguente espansione dell'organico e aumento dei costi del personale del 21% YoY a Eu3.6mn. Il backlog a fine dicembre 2024 risultava pari a Eu34.4mn, in calo del 5% YoY, sempre a causa della riduzione di ordini sulla business line Telco, parzialmente compensata da un incremento su quella Utilities & Infrastructures, coerentemente con la strategia di sviluppo della Società. L'hard backlog ha comunque registrato un netto progresso, in quanto a fine 2024 ha raggiunto il valore di Eu12.4mn da Eu9.6mn di fine 2023 (+29% YoY). La PFN a fine 2024 era positiva per Eu2.9mn, risultando in calo di Eu2.0mn rispetto all'esercizio precedente, a seguito della distribuzione di dividendi per Eu1.5mn e risentendo anche di un aumento di Eu1.9mn YoY del Capitale Circolante Commerciale (+34% YoY a Eu7.4mn).

Nel corso del 2024 La SIA ha portato avanti un processo di diversificazione del business ed espansione in nuovi settori, con acquisizione di nuovi clienti, anche in nuovi mercati. La componente di VdP relativa alla business line Civil nel 2024 ha raggiunto il 47% dal 22% del 2022, quella della linea Utilities & Infrastructures è salita al 15% dall'1% del 2022, mentre quella della Telco è scesa al 38% dal 77% del 2022. Inoltre, la concentrazione del primo cliente si è ridotta al 24% nel 2024 dal 47% del 2023.

Per il 2025 la Società ha comunicato la guidance limitatamente al Valore della Produzione, previsto nel range Eu17.0-17.5mn (da +9% a +12% YoY), ed all'EBITDA, che si prevede nel range Eu3.0-3.3mn (da +46% a +61% YoY), con EBITDA margin superiore al 18%.

## I razionali strategici

Negli ultimi anni, il mercato ha visto una crescente tendenza a generare valore attraverso operazioni di acquisizione e partnership strategiche, puntando sulla complementarietà delle competenze e delle tecnologie. Questa dinamica è particolarmente evidente nei settori dell'ingegneria, della consulenza tecnologica e dell'innovazione digitale, dove l'integrazione tra diverse expertise consente alle aziende di offrire soluzioni più complete e differenziate.

L'esempio di Accenture con l'acquisizione di IQT dimostra come i grandi player del mercato puntino su sinergie strategiche per espandere le proprie capacità, accelerare la trasformazione digitale e rafforzare la loro competitività.

Mare Group punta ad assumere una posizione di leadership nel settore dell'ingegneria indipendente in Italia e l'acquisizione di La SIA si integra perfettamente nella sua strategia di crescita, in quanto consente di rafforzare la posizione del Gruppo nei settori ad alto valore aggiunto, ampliando l'offerta di servizi,

competenze e capacità tecnologiche. A seguito dell'acquisizione di La SIA, Mare Group è salita al sesto posto nel settore dell'ingegneria indipendente in Italia, con un organico di oltre 500 professionisti ed un Valore della Produzione aggregato su base 2024, inclusivo anche di Powerflex e I.D.E.A., di circa Eu67mn.

#### **Leading independent engineering companies in Italy**

| <b>Company</b>                | <b>VoP 2024 (Eu mn)</b> |
|-------------------------------|-------------------------|
| Rina Consulting               | 279.8                   |
| Italconsort                   | 262.0                   |
| Proger                        | 181.6                   |
| DBA Group                     | 113.9                   |
| F&M Ingegneria                | 75.0                    |
| <b>Mare Group<sup>1</sup></b> | <b>66.8</b>             |

Source: FactSet – <sup>1</sup>Aggregate VoP 2024 of Mare Group, La SIA, I.D.E.A and Powerflex

L'integrazione tra le due realtà si fonda sui seguenti **razionali strategici**.

- **Complementarità: sinergia tra competenze e tecnologie.** L'acquisizione di La SIA permette a Mare Group di integrare competenze altamente specializzate nei settori della progettazione ingegneristica, del design e della consulenza per infrastrutture critiche, arricchendo così il proprio portafoglio di servizi. Infatti, Mare Group è un riferimento nei sistemi meccatronici, mentre La SIA è leader nella progettazione di infrastrutture critiche e smart cities, per cui la loro unione consente di offrire soluzioni più complete e integrate. Inoltre, grazie a La SIA, Mare Group può intervenire dalla progettazione fino alla realizzazione e certificazione di sistemi complessi, migliorando l'efficienza operativa e favorendo una gestione più efficiente di progetti multidisciplinari grazie all'unione delle competenze tecniche e digitali. Ad esempio, con l'introduzione obbligatoria del BIM nell'edilizia, le tecnologie XR Line di Mare Group diventano un fattore abilitante in tutte le fasi della costruzione (addestramento, sicurezza, verifiche di conformità, istruzioni operative, supporto automatico, supervisione remota), ottenendo come risultato meno errori, meno sprechi e meno incidenti nei cantieri. Strategicamente, l'integrazione tra le due aziende crea dunque un ecosistema ingegneristico avanzato, in grado di rispondere in modo più efficace alle esigenze di un mercato in rapida evoluzione.
- **Espansione in settori strategici ad alto potenziale.** L'operazione consente a Mare Group di rafforzare la propria presenza nei settori chiave, aumentando le opportunità di crescita e diversificazione. La SIA è specializzata nella progettazione di infrastrutture essenziali (telecomunicazioni, energia, trasporti), ambito in cui Mare Group potrà operare con maggiore impatto. La SIA fornisce soluzioni innovative per la progettazione urbana sostenibile, ampliando l'offerta di Mare Group nel settore delle città intelligenti e della mobilità sostenibile. Mare Group è già presente nel comparto Difesa, e l'expertise di La SIA in progettazione avanzata e monitoraggio infrastrutturale rafforza ulteriormente questa posizione. Inoltre, l'integrazione con La SIA permette di sviluppare sistemi avanzati per la manutenzione predittiva e il monitoraggio di infrastrutture critiche, aumentando la resilienza e l'efficienza dei sistemi. Infatti, la piattaforma Sypla di Mare Group, con la convergenza di IoT e Intelligenza Artificiale, abilita nell'edilizia un nuovo modello di business con ricavi ricorrenti, introducendo una piattaforma completa per la manutenzione predittiva che estende il ciclo di fatturazione all'intera vita dell'immobile o dell'infrastruttura, con vantaggi per tutti gli stakeholder. Strategicamente, l'acquisizione apre dunque nuove opportunità di business, consentendo a Mare Group di consolidarsi come player di riferimento nelle infrastrutture tecnologiche avanzate.
- **Innovazione e integrazione: digitalizzazione e soluzioni avanzate.** L'operazione favorisce lo sviluppo di soluzioni digitali integrate, migliorando la capacità di riposta alle esigenze del mercato. La combinazione di ingegneria e tecnologia consente infatti di integrare strumenti avanzati di intelligenza artificiale, IoT e digital twin per la gestione delle infrastrutture. Inoltre, grazie all'integrazione tra progettazione BIM e tecnologie di monitoraggio intelligente, Mare Group potrà offrire soluzioni più efficienti e predittive, e grazie all'adozione di tecnologie innovative potrà migliorare l'impatto ambientale delle infrastrutture, promuovendo un approccio green e sostenibile. Strategicamente, l'integrazione con La SIA accelera dunque la trasformazione digitale di Mare Group, permettendo lo sviluppo di soluzioni ingegneristiche intelligenti e interconnesse.
- **R&D abilitante: potenziamento della ricerca e sviluppo.** L'operazione rafforza la capacità di Mare Group di investire in ricerca e sviluppo, elemento chiave per la crescita sostenibile. La sinergia tra le due aziende permette infatti di sviluppare soluzioni innovative in ambito smart building, mobilità sostenibile e difesa, e favorisce l'accesso a nuove partnership strategiche con istituzioni accademiche e laboratori tecnologici, consentendo di ampliare il portafoglio brevetti, aumentando il valore dell'azienda nel lungo periodo. Strategicamente Mare Group rafforza dunque la propria posizione come azienda innovativa e orientata alla ricerca, aumentando la propria competitività sui mercati globali.

■ **Evoluzione del business model: verso un'offerta di servizi integrati.** L'acquisizione di La SIA consente a Mare Group di far evolvere il proprio modello di business, passando da un'offerta focalizzata su singoli servizi a un approccio più completo e integrato. Mare Group potrà posizionarsi come un hub di innovazione ingegneristica, in grado di offrire soluzioni chiavi in mano per clienti pubblici e privati. L'integrazione con La SIA permetterà di accedere a modelli di business basati su servizi continuativi di monitoraggio, manutenzione e consulenza, garantendo flussi di entrate più stabili. Strategicamente Mare Group evolve dunque verso un modello di business più scalabile, resiliente e ad alto valore aggiunto, aumentando la sua attrattività per clienti e investitori.

Il valore implicito dell'acquisizione corrisponde ad un Enterprise Value di Eu16.9mn (valorizzando le azioni Mare Group al prezzo dell'aumento di capitale di dicembre, pari a Eu4.50) e, sulla base della media del range della guidance 2025 di La SIA, ad un EV/EBITDA di 5.4x, un multiplo già basso che è destinato a scendere in misura significativa negli anni successivi grazie alle rilevanti sinergie di ricavi e di costi che ci attendiamo dall'integrazione dei due Gruppi. Un primo esempio concreto dell'accresciuta competitività di La SIA grazie all'ingresso in Mare Group si è già avuto a inizio luglio, con l'aggiudicazione da parte di La SIA del più importante contratto dell'ultimo biennio: un accordo quadro da Eu6.3mn per l'erogazione del servizio di assistenza e sorveglianza dei lavori nei cantieri di un grande operatore nazionale dell'energia.

## I.D.E.A.

### L'operazione

L'acquisizione del 100% di I.D.E.A. (Intelligent Development Engineered Applications S.r.l.), è stata annunciata e formalizzata il 14 marzo scorso, al valore nominale di Eu10k. Inoltre, Mare Group si è impegnata a valutare il piano concordatario della società cedente, MO.S.A.I.C. (Motion System and Information Control S.r.l.), di cui I.D.E.A. gestisce in affitto due rami aziendali, per supportarlo finanziariamente e renderlo maggiormente efficace nei confronti dei creditori. L'acquisizione di I.D.E.A. consente l'ingresso di Mare Group nella gestione diretta dei rami aziendali di MO.S.A.I.C. senza alcuna interruzione operativa. L'eventuale sostegno finanziario verrà erogato esclusivamente in caso di omologa del piano, mentre in caso di mancata omologa o di liquidazione giudiziale di MO.S.A.I.C., quest'ultima avrà diritto di riacquistare integralmente le quote di I.D.E.A. al valore nominale e di gestire separatamente l'eventuale vendita definitiva della stessa. A sua volta, in caso di mancata omologa del piano o di eventi che compromettano la continuità aziendale di I.D.E.A., Mare Group potrà esercitare il diritto di vendere le quote di I.D.E.A. a MO.S.A.I.C. al valore nominale.

Nel 1H25 I.D.E.A. è stata consolidata per tre mesi.

### L'azienda

I.D.E.A. è una società **con sede a Sora (Frosinone), fondata nel 2023**, che **fornisce servizi di ingegneria, quali progettazione, costruzione e manutenzione di impianti generali nei settori della robotica e dell'automazione industriale**. I.D.E.A. dispone di una struttura operativa con sedi in Italia, Brasile, Germania e Serbia. La società è stata creata come veicolo per la gestione in affitto di due rami aziendali di MO.S.A.I.C. da cui era controllata, che era entrata in crisi a partire dal 2022, e che nel 2021 era arrivata a fatturare Eu9.3mn. Sulla base dei dati forniti da FactSet, I.D.E.A. ha registrato nel 2023 un fatturato di Eu1.5mn ed un utile netto di Eu0.02mn.

### I razionali strategici

L'operazione si inserisce nella strategia di crescita del Gruppo, con l'obiettivo di rafforzare ulteriormente la capacità operativa nell'automazione industriale, sia in ambito civile che nel settore dell'Aerospazio & Difesa. Inoltre, assicurando la continuità operativa delle attività di I.D.E.A., Mare Group persegue anche una crescita responsabile, consolidando e valorizzando il know-how dell'azienda target, potenziandone il valore industriale e preservando i posti di lavoro (39 dipendenti a fine 2023), a beneficio dell'ecosistema industriale locale.

## DBA Group (10.29%)

### L'operazione

Il 17 aprile scorso Mare Group ha comunicato di avere superato la soglia del 10% e di detenere pertanto una partecipazione rilevante nel capitale di DBA Group, anch'essa quotata su EGM. In particolare, Mare Group ha acquistato sul mercato 1,185,000 azioni DBA Group, pari al 10.29% del capitale sociale, a fronte di un investimento complessivo di circa Eu4.5mn, pari ad un valore di carico unitario di circa Eu3.80.

## L'azienda

DBA Group è la holding **con sede a Villorba (Treviso)** a capo di un gruppo le cui **origini risalgono al 1991**, quando i quattro fratelli De Bettin fondano lo Studio di Ingegneria e Architettura "De Bettin Associati" e avviano successivamente un'attività imprenditoriale che si concretizzerà in DBA Group nel 1993. Oggi DBA Group è il **quarto operatore italiano indipendente nel settore dell'Ingegneria**, con un migliaio di dipendenti, ed è **specializzato nell'erogazione di servizi di Consulenza, Architettura, Ingegneria, Project Management e soluzioni ICT focalizzati sulla gestione del ciclo di vita di opere e infrastrutture mission-critical**.

DBA Group, nel corso dell'ultimo decennio, ha perseguito una strategia di crescita organica e tramite acquisizioni che la ha portata a quasi quintuplicare il volume d'affari consolidato. Nel 2024 DBA Group ha realizzato un Valore della Produzione di Eu115.8mn (+3% YoY) e un EBITDA adjusted di Eu12.5mn (stabile YoY), pari ad un EBITDA margin del 10.8% (da 11.2% nel 2023), con un indebitamento finanziario netto a fine anno di Eu9.2mn (da Eu8.4mn a fine 2023). Sulla base del consensus FactSet, nel 2025 il Valore della Produzione dovrebbe crescere di circa l'8% YoY a Eu125mn e l'EBITDA migliorare di circa il 10% a Eu13.8mn, con EBITDA margin oltre l'11% e indebitamento finanziario netto sostanzialmente stabile a Eu9.0mn.

### I razionali strategici

Con l'acquisizione del 10.29% di DBA Group, Mare Group ha avviato una nuova fase della sua strategia di M&A, caratterizzata anche da investimenti in quote di minoranza in società con le quali ritiene di potere realizzare collaborazioni stabili e durature in ambito industriale, commerciale e nella ricerca e sviluppo, con l'obiettivo di costruire un polo italiano competitivo di tecnologie avanzate capace di rispondere alla crescente domanda da parte del mercato di soluzioni tecnologiche integrate e di applicazioni multispecialistiche e multidisciplinari. In particolare, il mercato di riferimento di DBA Group vale a dire quello delle opere e infrastrutture mission-critical, risulta molto vicino a quello di La SIA, per cui riteniamo che tra le due società possano nascere future collaborazioni. L'ingresso nel capitale di DBA Group con una quota superiore al 10% ed un investimento di Eu4.5mn, consente infatti a Mare Group di diventare il secondo azionista della società dopo DB Partecipazioni S.r.l., la holding dei fratelli De Bettin, che controlla il 47.15% del capitale, e di proporsi dunque come un interlocutore serio e motivato con cui avviare un dialogo potenzialmente proficuo.

Inoltre, l'ingresso in DBA Group è avvenuto ad un prezzo che corrisponde ad un EV/EBITDA 2025E di 3.7x, un multiplo particolarmente basso che riteniamo renda l'investimento di per sé interessante anche prescindendo dalle sinergie potenziali. Alle quotazioni attuali di DBA Group (Eu4.38), il valore della partecipazione risulterebbe pari a Eu5.2mn, con una plusvalenza potenziale di Eu0.7mn rispetto al valore di carico.

## TradeLab (10%)

### L'operazione

Il 19 maggio scorso Mare Group ha annunciato di essersi impegnata ad investire circa Eu1mn per il 10% del capitale post-IPO di TradeLab in qualità di Corner Investor strategico e di avere ottenuto il diritto a nominare un consigliere nel CdA di TradeLab e l'impegno da parte di quest'ultima a realizzare con Mare Group una partnership tecnologica volta a valutare ogni opportunità esistente o futura di sinergie produttive, tecnologiche e commerciali.

Nei giorni successivi TradeLab ha collocato in IPO presso primari investitori istituzionali e professionali 1,500,000 di azioni interamente in aumento di capitale, pari al 31.91% del capitale post-money, a un prezzo di offerta pari a Eu2.00 per azione, per un controvalore complessivo di Eu3.00mn. Mare Group ha sottoscritto 470,000 azioni TradeLab (10% del capitale post-money) nell'ambito dell'offerta con un investimento di Eu0.94mn. TradeLab è stata ammessa alle negoziazioni sul mercato EGM a partire dal 29 maggio 2025 con un flottante pari al 21.91%.

### L'azienda

TradeLab è una società italiana con **sede a Milano**, fondata nel 1999 da un gruppo di docenti universitari con esperienza in marketing e distribuzione. La missione della società è supportare le aziende nell'ingresso in nuovi mercati, nel presidio dei canali e nell'ottimizzazione delle performance commerciali, attraverso:

- Consulenza in trade marketing, retail management e segmentazione territoriale
- Soluzioni tecnologiche proprietarie per business analytics, predictive modeling e piattaforme a supporto delle decisioni

■ Modello “capital light” che combina raccolta dati, sviluppo software e gestione commerciale interna  
 Su base Pro-Forma, nel 2024 TradeLab ha generato Eu5.34mn di Ricavi (+3% YoY), con un EBITDA di Eu0.45mn (da Eu0.16mn del 2023), pari ad una marginalità dell’8.5%, ed un utile netto di Eu0.17mn (da Eu-0.01mn del 2023). L’indebitamento finanziario netto a fine 2024 era di Eu1.0mn.

#### I razionali strategici

Mare Group vede in TradeLab un alleato per ampliare l’offerta nei servizi di business analytics e spostarsi verso un modello SaaS scalabile nei confronti delle PMI, con obiettivi di crescita e innovazione condivisa. La collaborazione tecnologica con TradeLab permetterà di valorizzare ulteriormente la piattaforma Delfi.AI per sviluppare soluzioni congiunte basate su IA, NLP e Machine Learning.

L’investimento in TradeLab come corner investor rappresenta dunque una strategia win-win per Mare Group, in quanto gli consente di avere un accesso privilegiato alle innovazioni di TradeLab grazie al diritto di prelazione su progetti futuri, e di effettuare un’integrazione rapida delle proprie tecnologie, accelerando la crescita di entrambe le società. Il tutto a fronte di un investimento inferiore a Eu1mn che all’attuale quotazione di mercato di TradeLab (Eu4.00) vale già Eu1.9mn, con una rivalutazione del 100% rispetto al valore di carico.

### Rack Peruzzi

#### L’operazione

Il 27 maggio scorso Mare Group ha sottoscritto un accordo vincolante per l’acquisizione del 100% del capitale sociale di Rack Peruzzi S.r.l. Il prezzo base dell’operazione è pari a Eu0.336mn, con un meccanismo di aggiustamento basato applicando un multiplo di 4x all’EBITDA adjusted 2024 normalizzato (stimato in Eu0.175mn), al netto della PFN attesa al closing (indebitamento netto di circa Eu0.4mn). Sono inoltre previsti investimenti aggiuntivi sul sito industriale per circa Eu0.17mn, portando l’impegno complessivo dell’operazione a circa Eu0.9mn di Enterprise Value. Il closing è previsto entro il 31 dicembre 2025.

#### L’azienda

Rack Peruzzi è una storica azienda piemontese con sede a Bruino (Torino) attiva dal 1975 e specializzata nella progettazione e produzione di sistemi di precisione ad elevata sicurezza per l’Industria e per il settore Aerospazio & Difesa. Rack Peruzzi si distingue per affidabilità e qualità, grazie alle competenze maturate attraverso decenni di collaborazione con i maggiori player del settore. Tranne che per i trattamenti galvanici, Rack Peruzzi è in grado di eseguire in autonomia tutte le lavorazioni meccaniche nel capannone di proprietà di 2,600sqm più 600sqm di uffici, seguendo il cliente dalla progettazione al montaggio.

Rack Peruzzi ha chiuso il 2023 con un Valore della Produzione di circa Eu1.6mn, un EBITDA di circa Eu0.15mn ed un indebitamento finanziario netto di circa Eu0.5mn.

#### I razionali strategici

L’acquisizione di Rack Peruzzi dovrebbe consentire a Mare Group di rafforzare il proprio posizionamento nel settore Aerospazio & Difesa, ampliando la capacità produttiva per rispondere alla crescita delle commesse e creando una filiera integrata, certificata e sinergica con la controllata Powerflex. L’integrazione di Rack Peruzzi all’interno del Gruppo dovrebbe permettere di accelerare l’esecuzione delle commesse già in portafoglio e di accedere a nuovi programmi con clienti ad alto contenuto tecnologico. Inoltre, la continuità del management di Rack Peruzzi per almeno tre anni dovrebbe garantire un trasferimento efficace delle competenze e la piena valorizzazione delle sinergie industriali.

Sotto il profilo valutativo, riteniamo che il multiplo dell’acquisizione, pari a circa 5x l’EBITDA adjusted 2024, sia in assoluto contenuto e destinato a ridursi ulteriormente negli anni successivi grazie alla crescita attesa dell’attività di Rack Peruzzi.

### Eles (29.77%)

#### L’operazione

Il 10 giugno scorso Mare Group ha annunciato il lancio di un’OPAS volontaria e parziale fino al 29.99% dei diritti di voto di Eles S.p.A., quotata sul mercato Euronext Milan, sulla base di un corrispettivo complessivo di Eu2.25 per azione, pari ad un premio di circa il 40% rispetto all’ultima quotazione delle azioni. L’offerta includeva un corrispettivo misto per ciascuna azione Eles, composto da una componente in denaro di Eu2.059 e una componente in azioni ordinarie Mare Group pari a 0.05 azioni. In alternativa, era disponibile un corrispettivo unicamente in denaro pari a Eu2.25 per azione. Il capitale sociale di Eles è composto da

17,779,387 azioni, di cui 588,472 azioni con diritto a 3 voti ciascuna e 657,000 azioni proprie; il numero complessivo dei diritti di voto risulta dunque pari a 18,299,331.

Successivamente, a partire dal 12 giugno, Mare Group ha acquistato sul mercato 3.653mn di azioni Eles, pari a circa il 20.55% del capitale sociale ed il 19.96% dei diritti di voto, a prezzi pari o inferiori a Eu2.25, con un investimento complessivo di Eu8.15mn (Eu2.23 il prezzo medio di carico).

Il 4 luglio Mare Group ha pubblicato, su base volontaria, il Documento di Offerta relativo all'OPAS volontaria parziale su Eles finalizzata al raggiungimento del 29.99% dei diritti di voto della società, alle condizioni precedentemente comunicate. Il periodo dell'offerta è iniziato il 14 luglio e si è concluso il 4 agosto, ed ha visto l'adesione di 1,510,480 azioni, che in aggiunta alle azioni acquistate sul mercato hanno portato la quota di Mare Group in Eles al 29.04% del capitale sociale ed al 28.22% dei diritti di voto.

Dopo la conclusione dell'OPAS volontaria parziale, Mare Group ha richiesto la convocazione di un'assemblea ordinaria di Eles per deliberare sulla proposta di aumento dei membri del CdA da 6 a 9, proponendo tre suoi rappresentanti da inserire nel Consiglio, allo scopo di poter avere un'influenza nella gestione del Gruppo. L'assemblea di Eles, tenutasi l'8 settembre, ha respinto le proposte di Mare Group, in quanto i soci fondatori di Eles, che avevano già definito ostile l'OPAS, hanno avuto un atteggiamento di chiusura verso il nuovo socio.

Il 3 ottobre Mare Group ha comunicato di avere sottoscritto un patto parasociale con Massimiliano Bellucci, detentore dello 0.45% del capitale, nonché membro del CdA di Eles e Presidente e AD di CBL Electronics S.r.l., società interamente controllata da Eles. Il Patto disciplina obblighi di preventiva consultazione e modalità di esercizio congiunto del diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie di Eles. L'accordo mira a garantire la continuità gestionale e la valorizzazione delle sinergie tra i due gruppi, prevedendo l'impegno di Mare Group a sostenere la riconferma di Bellucci nel CdA di Eles e, al verificarsi di determinate condizioni, la sua nomina nel board di CBL.

Subito dopo, il 7 ottobre, Mare Group ha annunciato il lancio di un'OPA volontaria totalitaria su Eles a Eu2.25 per azione ed un'offerta parallela sui 5,876,888 warrant "Eles 2019-2026" a Eu 0.025 ciascuno. Il valore complessivo dell'OPA, in caso di totale esercizio dei warrant, è di circa Eu35mn, interamente in contanti e coperto da un finanziamento bancario da Eu40mn. L'offerta sui warrant, il cui periodo di adesione va dal 13 al 24 ottobre ( pagamento il 29 ottobre), è volta a semplificare la struttura finanziaria di Eles e ad allineare la valorizzazione implicita dei derivati al prezzo dell'offerta sulle azioni (2 warrant da Eu0.025 + strike price Eu2.20 = Eu2.25). L'offerta sulle azioni seguirà più avanti in quanto necessita di autorizzazione Consob e potrebbe presumibilmente concludersi entro gennaio 2026.

Successivamente all'annuncio dell'OPA totalitaria, Mare Group ha continuato ad acquistare sul mercato azioni Eles al prezzo di Eu2.25 ed attualmente detiene 5,293,480 azioni, pari al 29.77% del capitale ed al 28.93% dei diritti di voto. Il patto parasociale con Massimiliano Bellucci ha dunque superato la soglia del 30% del capitale (30.22%).

In data 23 ottobre Xenon AIFM S.A., gestore del fondo Xenon Private Equity VIII SCA SICAV-RAIF, ha annunciato la decisione di promuovere un'OPA volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Eles a un prezzo di Eu2.60 per azione, corrispondente a un premio del 15.6% rispetto all'OPA totalitaria annunciata da Mare Group. Xenon ha annunciato anche un'OPA volontaria totalitaria per l'acquisto dei warrant "Eles 2019-2026" con un prezzo offerto di Eu0.20 per ciascun warrant, pari a 8x il prezzo offerto da Mare Group (Eu0.025). L'OPA Xenon, che si configura come offerta concorrente rispetto a quella già promossa da Mare Group (Eu2.25 per azione), riguarda fino a 15.8mn di azioni (inclusi i titoli derivanti dall'esercizio dei warrant "Eles 2019-2026"), per un controvalore massimo di Eu41mn. Il completamento è subordinato all'acquisizione di oltre il 50% dei diritti di voto e alle consuete condizioni di mercato e regolamentari. Antonio e Francesca Zaffaroni, rispettivamente presidente e AD di Eles, hanno sottoscritto con Xenon un accordo quadro che prevede il conferimento delle loro partecipazioni (circa 32% dei diritti di voto complessivi) in un veicolo ("TopCo") a un valore pari al corrispettivo dell'offerta, con l'obiettivo di mantenere un ruolo attivo nella futura governance del gruppo.

Dopo meno di 24 ore dall'annuncio della contro-OPA da parte di Xenon, Mare Group ha annunciato l'incremento del corrispettivo dell'OPA volontaria totalitaria su Eles, portandolo a Eu2.61 da Eu2.25/azione. Il nuovo prezzo supera dello 0.4% quello proposto dal fondo Xenon Private Equity VIII (Eu2.60) e incorpora un premio del 17.4% rispetto al prezzo ufficiale di Eles del 3 ottobre 2025 (Eu2.223), del 17.7% rispetto al prezzo medio dell'ultimo mese (Eu2.218), del 18.8% rispetto al prezzo medio degli ultimi 3 mesi (2.198), del 28.4% rispetto al prezzo medio degli ultimi 6 mesi (Eu2.033) e del 41.0% rispetto al prezzo medio degli ultimi 12 mesi (Eu1.851). Inoltre, Mare Group si è impegnata a riconoscere il differenziale di prezzo di Eu0.36/azione anche a coloro che hanno aderito all'OPAS volontaria parziale promossa da Mare Group in data 4 luglio 2025 (1,510,480 azioni). Parallelamente, Mare Group ha anche rialzato il prezzo offerto sui warrant Eles a Eu0.205 da Eu0.025 per unità, superando così del 2.5% il valore riconosciuto da Xenon (Eu0.20), e prorogato il periodo di adesione fino al 28 ottobre 2025. Il nuovo prezzo

offerto sui warrant supera del 38.4% il loro prezzo medio di mercato dell'ultimo mese (Eu0.148), del 37.7% il prezzo medio degli ultimi 3 mesi (Eu0.149), del 32.9% il prezzo medio degli ultimi 6 mesi (Eu0.154) e del 43.6% il prezzo medio degli ultimi 12 mesi (Eu0.143). L'esborso massimo previsto in caso di adesione totale sia per le azioni sia per i warrant, considerando anche l'esercizio dei warrant, sarebbe pari a Eu39.1mn, che sarebbe interamente coperto attraverso una combinazione di indebitamento bancario e mezzi propri. Tenuto conto anche di quanto già investito finora sulla partecipazione del 29.77% di Eles, pari a Eu11.8mn, l'investimento complessivo per il 100% di Eles ammonterebbe a Eu50.9mn.

Nella serata del 24 ottobre Xenon AIFM S.A. ha annunciato un incremento del corrispettivo dell'OPA totalitaria su Eles, portandolo a Eu2.65 da Eu2.60 per azione ordinaria. Il nuovo prezzo incorpora: un premio del 16.7% rispetto al prezzo ufficiale del titolo Eles del 22 ottobre 2025 (Eu2.271); un premio dell'1.5% rispetto all'offerta rivale di Mare Group (Eu2.61). Parallelamente, Xenon ha aumentato anche il prezzo offerto per i warrant Eles a Eu0.225 da Eu0.20, allineandosi così all'adeguamento del prezzo offerto per le azioni. L'esborso massimo previsto per Xenon ammonta ora a Eu40.1mn, interamente coperto con risorse proprie, con possibilità di ricorrere a ulteriore leva finanziaria.

La mattina del 27 ottobre Mare Group ha comunicato di aver depositato presso Consob il Documento d'Offerta relativo all'OPA volontaria totalitaria su Eles ai sensi dell'. 102, comma 3, del TUF e dell'art. 37-ter del Regolamento Emittenti. La pubblicazione del documento avverrà al termine dell'istruttoria da parte della Commissione, come previsto dall'art. 102, comma 4, del TUF.

Il 28 ottobre si è concluso il periodo di adesione all'OPA sui warrant Eles promossa da Mare Group, iniziato il 13 ottobre, nel corso del quale sono stati conferiti in offerta 2,607,445 warrant, pari al 44.37% del totale. L'elevato tasso di adesione all'OPA sui warrant Eles rappresenta un segnale forte di fiducia nella proposta industriale di Mare Group. L'eventuale esercizio dei warrant acquisiti da Mare Group a seguito dell'OPA porterebbe la sua quota nel capitale di Eles al 34.68% dall'attuale 29.77%, con un esborso aggiuntivo di Eu3.48mn. Inoltre, l'impegno a riconoscere un conguaglio agli azionisti che avevano aderito all'OPA parziale, per un totale di 1,510,480 azioni, ha comportato il pagamento di Eu0.54mn.

L'esito della contesa per il controllo di Eles è ancora incerto, tuttavia, anche nell'ipotesi in cui Mare Group non riuscisse a raggiungere il proprio obiettivo, avrebbe comunque la possibilità di liquidare il proprio investimento aderendo all'OPA avversaria e realizzando una plusvalenza di Eu1.6mn.

### **L'azienda**

Eles, fondata a Todi (Perugia) da Antonio Zaffarami nel 1988, è una società a capo di un gruppo attivo nel settore del testing della microelettronica, principalmente semiconduttori, avendo come mercati di sbocco clienti europei con standard di qualità elevata in diversi settori: Auto, Aerospazio & Difesa, Industria & Comunicazioni, Elettronica di Consumo e Sanitario. Il Gruppo Eles è oggi focalizzato sui test dei Circuiti Integrati (ICs) per tutte le famiglie di dispositivi e sui test di Electronic Control Unit (ECU). Le sue soluzioni coprono tutte le fasi, dalla design validation & qualification fino alla produzione in serie.

Il sistema d'offerta ed il vantaggio competitivo del Gruppo Eles si fondano su quattro macroaree: Sistemi per il test (Equipment), Applicazioni di test (Fixture e Test Program), Servizi Engineering (RETE) e Librerie Software e Firmware. Punto di forza è stato lo sviluppo della Piattaforma Universale ART, scalabile attraverso l'uso di plug in Hardware e librerie Software per coprire le esigenze di test delle diverse famiglie di Circuiti Integrati, e replicabile attraverso l'uso di plug in Hardware e librerie Software per coprire le esigenze di test delle ECU.

Nel 2024 Eles ha incrementato il fatturato di circa il 9% YoY a Eu35.7mn in un contesto di mercato caratterizzato da luci e ombre. Si è infatti assistito ad una forte crescita della domanda per le applicazioni legate all'IA ed alle memorie ad alta larghezza di banda (HBM), ma anche però ad una domanda persistentemente debole per le applicazioni Automotive. I ricavi realizzati all'estero da Eles rappresentano il 50% del totale ed hanno registrato un incremento YoY di circa l'8%, trainati da America (+50% a Eu3.6mn) e Asia (+11% a Eu9.2mn) e frenati dall'EMEA (-6% a Eu7.9mn). I ricavi domestici sono invece cresciuti del 10%. L'EBITDA è aumentato del 19% a Eu6.0mn, registrando un miglioramento della marginalità di 140bps al 16.8% per effetto dell'aumento dei volumi e del miglioramento del primo margine. L'utile netto è salito del 56% a Eu1.2mn. La PFN è migliorata di Eu5.1mn, passando da un saldo positivo di Eu1.4mn a fine 2024 dal saldo negativo di Eu3.7mn a fine 2023, beneficiando anche di un impatto positivo del CCN commerciale di Eu3.2mn.

Nel 1H25 Eles ha registrato un calo del fatturato del 9% YoY a Eu14.0mn, risentendo della riduzione della domanda dal mercato finale automobilistico (-42% YoY), parzialmente compensata dalla crescita registrata nel mercato finale industriale e dell'IA (+28% YoY) e nel mercato dell'Aerospazio & Difesa (+8% YoY). L'EBITDA si è dimezzato YoY a Eu1.1mn, con marginalità in calo al 7.9% dal 14.5%. L'indebitamento finanziario netto è aumentato di Eu0.5mn da fine 2024 a Eu1.9mn.

Nel 3Q25 il fatturato di Eles ha registrato un incremento di circa il 7% YoY a Eu7mn, limitando la flessione nei primi 9 mesi del 2025 al 4% YoY (Eu21.0mn da Eu21.9mn), con il mercato industriale e IA in ulteriore accelerazione (+38% YoY nei 9 mesi), il mercato automobilistico ancora molto debole ma con una flessione minore rispetto al semestre (-27% nei 9 mesi) ed il mercato Aeroespazio & Difesa che nel 3Q ha subito un calo che ha annullato la crescita registrata nel semestre.

### I razionali strategici

L'OPA totalitaria su Eles rappresenta un passaggio chiave nella strategia di crescita per linee esterne di Mare Group, con significative implicazioni sul profilo di scala e sulla visibilità industriale. L'acquisizione del controllo di Eles porterebbe il Valore della Produzione del Gruppo su base pro-forma 2025 oltre Eu110mn, pari a circa 2.5x il valore dello scorso anno, con un EBITDA adj. intorno a Eu25mn, vale a dire il doppio del 2024.

L'integrazione tra le due realtà si fonderebbe sui seguenti **razionali strategici**.

- **Costruzione di un polo italiano dell'ingegneria e degli alti livelli tecnologici.** Mare Group ha dichiarato che l'OPA su Eles rientra nel suo progetto di aggregazione industriale in Italia nei settori ad alta tecnologia (ingegneria, semiconduttori, difesa, aerospazio). Con l'acquisizione del controllo di Eles, Mare Group mira a far salire di un gradino la sua presenza e copertura tecnologica, andando oltre la sola ingegneria di infrastrutture/energia per includere componenti e sistemi ad alto valore tecnologico.
- **Sinergie operative, tecnologiche e commerciali.** Un tema ricorrente è che Eles apporti competenze distintive (es. semiconduttori, sistemi per la difesa, prodotti mission-critical) che possono essere combinate con l'offerta e la piattaforma industriale di Mare Group. Mare Group segnala inoltre che l'operazione è motivata dalla ferma determinazione di rimuovere gli ostacoli che finora hanno rallentato il percorso di collaborazione tra le due realtà. In questo senso, l'acquisizione del controllo di Eles renderebbe più semplice integrare processi, governance, ricerca e sviluppo, sinergie commerciali con clienti internazionali e cross-selling di soluzioni.
- **Governance e velocità decisionale.** Uno dei motivi che Mare Group esplicita per l'accelerazione verso l'OPA totalitaria è il mancato accordo con Eles su rappresentanza nel consiglio e visione strategica comune. Questo suggerisce che, per Mare Group, l'acquisizione di una quota di controllo diventa lo strumento per superare uno stallo di governance che ostacolava lo sviluppo del valore aggregato.
- **Accesso a mercati e clienti ad alto potenziale.** Eles opera in ambiti strategici come semiconduttori, sistemi industriali per l'IA, mission-critical e difesa; settori in cui Mare Group intende rafforzarsi. L'operazione consente a Mare Group di posizionarsi più solidamente in queste aree. Questo posizionamento può portare vantaggi competitivi in un contesto globale dove l'innovazione tecnologica, la supply-chain nei semiconduttori e la sovereignty tecnologica stanno diventando sempre più rilevanti.

## Revisione stime

Le nostre precedenti stime includevano solo il consolidamento di Powerflex, per cui abbiamo aggiornato il nostro modello per tenere conto anche del **consolidamento di La SIA, M2R Holding e I.D.E.A. dal 2025** (ipotizzando il loro consolidamento per l'intero esercizio) e di **Rack Peruzzi dal 2026**, e per includere tra le partecipazioni gli investimenti nelle quote detenute in DBA Group (10.29%), TradeLab (10%) ed Eles (29.77% del capitale, pari al 28.93% dei diritti di voto). Per Eles, in attesa della conclusione della contesa con Xenon per il controllo della società, manteniamo l'attuale partecipazione invariata anche nelle stime per gli esercizi successivi.

Il management ha comunicato che **il 2H25 si presenta con prospettive molto favorevoli**, grazie sia alla stagionalità del business, storicamente più rilevante nella seconda parte dell'anno, sia al già significativo portafoglio ordini nei settori aerospazio & difesa, infrastrutture e mission-critical. Nei prossimi mesi il management intende **rafforzare ulteriormente il posizionamento strategico di Mare Group integrando le società acquisite** ed in particolare fondendo nella capogruppo Powerflex, La SIA e M2R Holding, valorizzandone competenze e know-how e generando sinergie operative, gestionali e commerciali.

Alla luce delle recenti acquisizioni, e ipotizzando il loro consolidamento integrale da inizio anno, **il Cda ha rivisto al rialzo la guidance 2025**, che risulta dunque confrontabile con le nostre nuove stime.

- **Valore della Produzione:** la guidance 2025 sale a Eu72-75mn da Eu56-60mn (vs Eu44.6mn FY24). Il VdP aggregato di Mare Group, La SIA, I.D.E.A. e Powerflex nel 2024 sarebbe stato pari a Eu66.8mn, per cui la nuova guidance implica una crescita organica YoY compresa tra l'8% ed il 12%. La nostra nuova stima si posiziona al top della nuova guidance a Eu75.0mn, pari ad un incremento del 30% rispetto alla stima precedente per effetto del consolidamento di La SIA, M2R Holding e I.D.E.A. Negli esercizi successivi il Valore della Produzione viene rivisto al rialzo in misura maggiore, vale a dire del 40% nel 2026 (Eu91.0mn da Eu65.0mn) e del 37% nel 2027 (Eu102.0mn da Eu74.2mn), per effetto delle sinergie commerciali derivanti dalle recenti acquisizioni.
- **EBITDA adj.:** la guidance 2025 sale a Eu17.5-19.5mn da Eu15.5-17.0mn (vs Eu13.2mn FY24). L'EBITDA adj. aggregato di Mare Group, La SIA, I.D.E.A. e Powerflex nel 2024 sarebbe stato pari a Eu15.3mn, pari ad un EBITDA margin adj. del 22.9%, per cui la nuova guidance implica una crescita organica YoY compresa tra il 14% ed il 27% ed una marginalità compresa tra il 24.3% (+140bps YoY) ed il 26.0% (+310bps YoY). La nostra nuova stima si posiziona nella parte alta della guidance a Eu19.1mn, pari ad un incremento del 13% rispetto alla stima precedente e ad una marginalità del 25.5%, che a parità di area di consolidamento rappresenterebbe un incremento YoY di 260bps. Per gli esercizi successivi assumiamo che la marginalità cresca di 60bps YoY nel 2026 al 26.1%, pari ad un EBITDA adj. di Eu23.8mn (+19% rispetto alla precedente stima), e di 90bps YoY nel 2027 al 27.0%, pari ad un EBITDA adj. di Eu27.5mn (+14% rispetto alla precedente stima).
- **Utile Netto adj.:** la guidance 2025 sale a Eu6.5-7.5mn da Eu5-6mn (vs Eu3.9mn FY24). La nostra nuova stima si posiziona sul minimo della guidance a Eu6.5mn, pari ad un incremento del 7% rispetto alla stima precedente. La nostra nuova stima assume ammortamenti e accantonamenti pari a Eu9.7mn (vs Eu8.1mn stima precedente), oneri finanziari netti pari a Eu1.7mn (vs Eu1.0mn stima precedente), utili da partecipazioni non consolidate pari a Eu0.4mn (vs Eu0.7mn stima precedente) ed un tax rate del 24% (vs 28% stima precedente). Le stime per il 2026 ed il 2027 sono state riviste al rialzo rispettivamente del 6% a Eu9.8mn (da Eu9.2mn) e del 4% a Eu13.9mn (da Eu13.5mn).
- **Indebitamento Finanziario Netto:** la guidance 2025 fornita dalla società vede l'Indebitamento Finanziario Netto adj. nel range Eu11-15mn da Eu(2.5)-(5.5)mn della guidance precedente (vs Eu(9.3)mn FY24) a seguito delle acquisizioni realizzate nel corso dell'anno solo parzialmente coperte dagli aumenti di capitale. L'indebitamento Finanziario Netto adj. non include tuttavia i debiti derivanti dalle acquisizioni delle quote di minoranza in Eles, DBA Group e Trade Lab, oltre ad altre poste, e nell'1H25 risultava inferiore di Eu12mn rispetto all'Indebitamento Finanziario Netto effettivo. Le nostre stime fanno riferimento all'Indebitamento Finanziario Netto effettivo, che a fine 2025 prevediamo pari a Eu28.6mn (vs Eu0.9mn precedente stima), di cui Eu18.4mn derivanti dall'acquisizione delle partecipazioni in Eles (Eu12.9mn inclusi i warrant), DBA Group (Eu4.5mn) e Trade Lab (Eu0.9mn). Per quanto riguarda gli esercizi successivi, stimiamo Eu21.5mn nel 2026 (vs Eu(10.5)mn precedente stima) ed Eu8.4mn nel 2027 (vs Eu(26.2)mn precedente stima). Le nostre stime di evoluzione dell'indebitamento assumono per il 2026 un Operating Cash Flow di Eu12.1mn, Eu4.2mn di capex e la distribuzione di Eu0.8mn di dividendi (Eu0.04 per azione), e per il 2027 un Operating Cash Flow di Eu17.7mn, Eu3.0mn di capex e la distribuzione di Eu1.5mn di dividendi (Eu0.08 per azione).

**Mare Group – Estimates revision**

| (Eu mn)                       | 2025 New     | 2026 New     | 2027 New     | 2025 Old    | 2026 Old    | 2027 Old    | 2025 ch.    | 2026 ch.   | 2027 ch.   |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>Sales</b>                  | <b>67.5</b>  | <b>81.9</b>  | <b>91.8</b>  | <b>51.6</b> | <b>59.1</b> | <b>67.4</b> | <b>31%</b>  | <b>39%</b> | <b>36%</b> |
| % YoY growth                  | 113.1%       | 21.3%        | 12.1%        | 62.9%       | 14.5%       | 14.0%       |             |            |            |
| <b>Value of Production</b>    | <b>75.0</b>  | <b>91.0</b>  | <b>102.0</b> | <b>57.7</b> | <b>65.0</b> | <b>74.2</b> | <b>30%</b>  | <b>40%</b> | <b>37%</b> |
| % YoY growth                  | 68.0%        | 21.3%        | 12.1%        | 29.2%       | 12.7%       | 14.2%       |             |            |            |
| <b>Adj. EBITDA</b>            | <b>19.1</b>  | <b>23.8</b>  | <b>27.5</b>  | <b>16.9</b> | <b>19.9</b> | <b>24.2</b> | <b>13%</b>  | <b>19%</b> | <b>14%</b> |
| % of VoP                      | 25.5%        | 26.1%        | 27.0%        | 29.3%       | 30.6%       | 32.6%       |             |            |            |
| % YoY growth                  | 44.3%        | 24.2%        | 16.0%        | 27.5%       | 17.7%       | 21.8%       |             |            |            |
| Non-recurring costs           | -1.7         | 0.0          | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0         |             |            |            |
| <b>EBITDA</b>                 | <b>17.5</b>  | <b>23.8</b>  | <b>27.5</b>  | <b>16.9</b> | <b>19.9</b> | <b>24.2</b> | <b>3%</b>   | <b>19%</b> | <b>14%</b> |
| D&A and Provisions            | -9.7         | -8.8         | -7.9         | -8.1        | -7.1        | -6.2        | 21%         | 24%        | 29%        |
| <b>EBIT</b>                   | <b>7.7</b>   | <b>15.0</b>  | <b>19.6</b>  | <b>8.8</b>  | <b>12.8</b> | <b>18.1</b> | <b>-13%</b> | <b>17%</b> | <b>9%</b>  |
| % of VoP                      | 10.3%        | 16.5%        | 19.3%        | 15.3%       | 19.7%       | 24.3%       |             |            |            |
| % YoY growth                  | 87.1%        | 107.8%       | 41.9%        | 147.8%      | 51.5%       | 45.6%       |             |            |            |
| Net Financial Charges         | -1.7         | -2.6         | -2.1         | -1.0        | -0.3        | 0.3         |             |            |            |
| Associates                    | 0.4          | 0.9          | 1.3          | 0.7         | 0.4         | 0.3         |             |            |            |
| <b>Pretax Profit</b>          | <b>6.4</b>   | <b>13.3</b>  | <b>18.9</b>  | <b>8.5</b>  | <b>12.8</b> | <b>18.7</b> | <b>-24%</b> | <b>4%</b>  | <b>1%</b>  |
| Taxes                         | -1.6         | -3.5         | -4.9         | -2.4        | -3.6        | -5.2        |             |            |            |
| <i>tax rate</i>               | 24%          | 26%          | 26%          | 28%         | 28%         | 28%         |             |            |            |
| <b>Cons. Net Profit</b>       | <b>4.8</b>   | <b>9.8</b>   | <b>13.9</b>  | <b>6.1</b>  | <b>9.2</b>  | <b>13.5</b> | <b>-21%</b> | <b>6%</b>  | <b>4%</b>  |
| % of VoP                      | 6.4%         | 10.8%        | 13.7%        | 10.6%       | 14.2%       | 18.1%       |             |            |            |
| Minorities                    | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0         |             |            |            |
| <b>Net Profit</b>             | <b>4.8</b>   | <b>9.8</b>   | <b>13.9</b>  | <b>6.1</b>  | <b>9.2</b>  | <b>13.5</b> | <b>-21%</b> | <b>6%</b>  | <b>4%</b>  |
| % of VoP                      | 6.4%         | 10.8%        | 13.7%        | 10.6%       | 14.2%       | 18.1%       |             |            |            |
| <b>Adj. Net Profit</b>        | <b>6.5</b>   | <b>9.8</b>   | <b>13.9</b>  | <b>6.1</b>  | <b>9.2</b>  | <b>13.5</b> | <b>7%</b>   | <b>6%</b>  | <b>4%</b>  |
| % of VoP                      | 8.7%         | 10.8%        | 13.7%        | 10.6%       | 14.2%       | 18.1%       |             |            |            |
| <b>Net Financial Position</b> | <b>-28.6</b> | <b>-21.5</b> | <b>-8.4</b>  | <b>-0.9</b> | <b>10.5</b> | <b>26.2</b> |             |            |            |
| <b>Net Working Capital</b>    | <b>27.5</b>  | <b>34.4</b>  | <b>38.9</b>  | <b>20.8</b> | <b>22.9</b> | <b>23.8</b> |             |            |            |
| <b>Capex</b>                  | <b>17.4</b>  | <b>4.2</b>   | <b>3.0</b>   | <b>6.0</b>  | <b>2.5</b>  | <b>2.6</b>  | <b>190%</b> | <b>68%</b> | <b>16%</b> |

Source: Websim Corporate estimates

## Valutazione

**Confermiamo il rating BUY ed il target price di Eu8.3** in quanto la crescita dei risultati conseguente alle recenti acquisizioni consente di compensare l'effetto diluitivo derivante dagli aumenti di capitale realizzati nel corso dell'anno.

La nostra valutazione tiene conto di uno sconto liquidità del 20% ed è basata per il 50% sul DCF (Eu8.4 da Eu7.9) e per il 50% sui multipli di settore (Eu8.1 da Eu7.9). La valutazione precedente includeva anche un premio valutativo di Eu0.4 per azione che rifletteva la nostra stima del maggiore valore che avrebbe potuto emergere a seguito del consolidamento di La SIA. Tale premio non è stato più considerato in quanto le nuove stime includono il consolidamento di La SIA.

Mare Group – Valuation Summary

| Valuation Method              | Equity Value | 20% Liq. Disc. | Fair Equity Value | <i>Fully Diluted shares (mn)</i> | Fair Value per share (Eu) | % Weight    |
|-------------------------------|--------------|----------------|-------------------|----------------------------------|---------------------------|-------------|
|                               | 217.4        | (43.5)         | 173.9             |                                  |                           |             |
| A) Discounted Cash Flow Model |              |                |                   | 20.7                             | 8.4                       | 50%         |
| B) Peer Multiple Comparison   | 210.2        | (42.0)         | 168.2             | 20.7                             | 8.1                       | 50%         |
| <b>Weighted average value</b> | <b>213.8</b> | <b>(42.8)</b>  | <b>171.1</b>      |                                  | <b>8.3</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 al target price di Eu8.30.

Mare Group – Trading Multiples @ Target Price

| Fiscal Year         | 2025         | 2026         | 2027         |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| F.d. shares (mn)    | 20.7         | 20.7         | 20.7         |
| Market Cap.         | <b>171.9</b> | <b>171.9</b> | <b>171.9</b> |
| Enterprise Value    | <b>179.8</b> | <b>172.8</b> | <b>159.6</b> |
| EV/Sales            | 4.0          | 2.3          | 1.8          |
| EV/EBITDA           | 13.6         | 9.0          | 6.7          |
| EV/ EBIT            | 27.0         | 18.4         | 10.7         |
| EV/Capital Employed | 4.3          | 2.1          | 1.9          |
| P/E                 | <b>44.4</b>  | <b>26.4</b>  | <b>17.5</b>  |
| P/CEPS              | 17.7         | 10.7         | 9.4          |

Source: Websim Corporate estimates

## Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del Discounted Cash Flow Model abbiamo utilizzato le nostre stime esplicite 2025-2027 e stime 2028-2029 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "g").

Mare Group – Discounted Cash Flow Model (Eu mn)

|                                  | AS OF | 2026 E      | 2027 E       | 2028 E       | 2029 E       | TV           |
|----------------------------------|-------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Value of Production</b>       |       | <b>91.0</b> | <b>102.0</b> | <b>108.5</b> | <b>113.9</b> | <b>117.3</b> |
| YoY growth                       |       | 21.3%       | 12.1%        | 6.4%         | 5.0%         | 3.0%         |
| <b>EBITDA</b>                    |       | <b>23.8</b> | <b>27.5</b>  | <b>30.3</b>  | <b>31.8</b>  | <b>32.7</b>  |
| EBITDA margin                    |       | 26.1%       | 27.0%        | 27.9%        | 27.9%        | 27.9%        |
| D&A and Provisions               |       | (8.8)       | (7.9)        | (7.6)        | (7.9)        | (7.8)        |
| <b>EBIT</b>                      |       | <b>15.0</b> | <b>19.6</b>  | <b>22.7</b>  | <b>23.9</b>  | <b>24.9</b>  |
| EBIT margin                      |       | 16.5%       | 19.3%        | 20.9%        | 20.9%        | 21.2%        |
| Taxes                            |       | (3.5)       | (4.9)        | (6.0)        | (6.3)        | (6.6)        |
| tax rate                         |       | 23.2%       | 25.0%        | 26.3%        | 26.3%        | 26.3%        |
| <b>NOPAT</b>                     |       | <b>11.5</b> | <b>14.7</b>  | <b>16.7</b>  | <b>17.6</b>  | <b>18.4</b>  |
| D&A                              |       | 8.8         | 7.9          | 7.6          | 7.9          | 7.8          |
| Δ NWC                            |       | (6.9)       | (4.5)        | (2.7)        | (2.3)        | (1.4)        |
| Capex                            |       | (4.2)       | (3.0)        | (3.0)        | (8.9)        | (8.7)        |
| % Capex on net turnover          |       | 4.6%        | 2.9%         | 2.8%         | 7.8%         | 7.4%         |
| <b>Free Cash Flow</b>            |       | <b>9.2</b>  | <b>15.2</b>  | <b>18.6</b>  | <b>14.3</b>  | <b>16.1</b>  |
| Discounting factor               |       | 0.92        | 0.84         | 0.77         | 0.71         | 0.65         |
| <b>Discounted Free Cash Flow</b> |       | <b>8.4</b>  | <b>12.8</b>  | <b>14.4</b>  | <b>10.2</b>  | <b>10.5</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 3.5% (dal 4.0%)
- **Equity Risk Premium** pari al 5.5% (invariato)
- **Beta unlevered** pari a 1.00 (invariato), corrispondente al beta del settore Software (System & Application) europeo fornito da Damodaran
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al 3.0% (invariato) che corrisponde ad un tasso reale dell'1%, che riteniamo prudente in relazione alle prospettive di crescita dei mercati di riferimento
- **Azioni fully diluted** pari a 20.710mn (al netto delle azioni proprie, pari a 0.126mn), che includono il numero di azioni potenzialmente rivenienti dall'esecuzione dei piani di incentivazione (1.5mn)

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** a regime pari al 8.9%.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value pari a Eu223 milioni, di cui il 79% riconducibile al valore terminale della Società, e in un **Equity Value pari a Eu217mn, equivalente a Eu10.5 per azione fully diluted**.

Mare Group – Discounted Cash Flow Valuation Summary

|                                       |              |      |
|---------------------------------------|--------------|------|
| A) 2026-29 Discounted Free Cash Flows | 45.8         | 21%  |
| Terminal Value                        | 271.3        |      |
| Discounting factor                    | 0.65         |      |
| B) Discounted Terminal Value          | 176.9        | 79%  |
| C) = (A+B) Enterprise Value           | 222.7        | 100% |
| NFP @ 31.12.2025E                     | (28.6)       |      |
| Minorities                            | (0.0)        |      |
| Associates                            | 22.0         |      |
| Cash-in from capital increases        | 1.4          |      |
| <b>Equity Value</b>                   | <b>217.4</b> |      |
| Number of fully diluted shares (mn)   | 20.7         |      |
| <b>Fair Value per share (Eu)</b>      | <b>10.5</b>  |      |

Source: Websim Corporate estimates

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

Mare Group – DCF Sensitivity Analysis to WACC and "g"

|      | Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth |             |             |            |            |
|------|--|-------------|-------------|------------|------------|
|      | 6.9%   | 7.9%        | 8.9%        | 9.9%       | 10.9%      |
| 1.0% | 11.9   | 10.1        | <b>8.8</b>  | 7.7        | 6.9        |
| 1.5% | 12.7   | 10.6        | <b>9.1</b>  | 8.0        | 7.1        |
| 2.0% | 13.6   | <b>11.2</b> | <b>9.5</b>  | 8.2        | 7.3        |
| 2.5% | 14.7   | <b>11.9</b> | <b>9.9</b>  | 8.6        | 7.5        |
| 3.0% | <b>16.1</b>                                      | <b>12.7</b> | <b>10.5</b> | <b>8.9</b> | <b>7.8</b> |
| 3.5% | 17.9   | <b>13.7</b> | <b>11.1</b> | 9.3        | 8.1        |
| 4.0% | 20.3   | <b>15.0</b> | <b>11.9</b> | 9.8        | 8.4        |
| 4.5% | 23.6   | 16.6        | <b>12.8</b> | 10.4       | 8.8        |
| 5.0% | 28.8   | 18.8        | <b>14.0</b> | 11.1       | 9.2        |

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi svolta emerge come, pur ipotizzando un tasso di crescita terminale dell'1% ed un contestuale aumento del WACC di due punti percentuali, al 10.9%, vale a dire **in uno scenario che definiamo Worst Case, le nostre stime supporterebbero una valutazione per azione fully diluted pari a Eu6.9**.

La prudenza della nostra valutazione trova conferma nel fatto che il valore terminale risultante dal Discounted Cash Flow Model corrisponde ad un **EV/EBITDA terminale pari a 8.3x**, che risulta a sconto rispetto agli attuali multipli di settore; infatti, è inferiore del 7% rispetto all'EV/EBITDA mediano dei peers calcolato sul 2025 (8.9x).

## Peer Multiple Comparison

Il campione di società selezionate per calcolare i multipli di settore è rimasto invariato e 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 Eu0.4bn (TXT e-solutins) e Eu22bn (Capgemini).

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

|                        | Price<br>(Eu) | Mkt Cap.<br>(Eu mn) | Share Price Performance |              |              |              |              |
|------------------------|---------------|---------------------|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                        |               |                     | 1M                      | 3M           | 6M           | 12M          |              |
| Capgemini SE           | 128.30        | 21,984              | 3.2%                    | 3.2%         | -9.6%        | -19.7%       |              |
| Sopra Steria Group SA  | 129.90        | 2,669               | -14.9%                  | -29.6%       | -30.5%       | -27.2%       |              |
| Reply S.p.A.           | 119.30        | 4,463               | -3.0%                   | -10.4%       | -24.4%       | -14.4%       |              |
| TXT e-solutions S.p.A. | 32.20         | 419                 | -6.0%                   | -2.6%        | -3.7%        | 10.7%        |              |
| Tinexta SpA            | 14.75         | 696                 | -0.7%                   | 0.5%         | 52.8%        | 44.7%        |              |
| Bechtle AG             | 35.18         | 4,433               | -8.1%                   | 0.6%         | -9.1%        | 10.3%        |              |
| Ionos Group SE         | 29.45         | 4,123               | -13.9%                  | -26.4%       | -8.0%        | 24.0%        |              |
| <i>Average</i>         |               | <b>5,541</b>        |                         | <b>-6.2%</b> | <b>-9.2%</b> | <b>-4.6%</b> | <b>4.1%</b>  |
| <i>Median</i>          |               | <b>4,123</b>        |                         | <b>-6.0%</b> | <b>-2.6%</b> | <b>-9.1%</b> | <b>10.3%</b> |
| <b>Mare Group</b>      | <b>4.04</b>   | <b>78</b>           |                         | <b>3.3%</b>  | <b>17.8%</b> | <b>46.4%</b> | <b>12.3%</b> |

Source: FactSet and Websim Corporate estimates

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

|                        | EV/EBITDA   |             | EV/EBIT      |             | P/E          |              |
|------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
|                        | 2026        | 2027        | 2026         | 2027        | 2026         | 2027         |
| Capgemini SE           | 7.0x        | 6.6x        | 8.2x         | 7.8x        | 10.2x        | 9.4x         |
| Sopra Steria Group SA  | 5.1x        | 4.9x        | 6.8x         | 6.9x        | 7.4x         | 6.9x         |
| Reply S.p.A.           | 8.6x        | 7.9x        | 10.2x        | 9.4x        | 16.1x        | 14.8x        |
| TXT e-solutions S.p.A. | 8.3x        | 7.5x        | 12.6x        | 11.0x       | 12.4x        | 10.9x        |
| Tinexta SpA            | 7.0x        | 6.6x        | 10.7x        | 9.5x        | 12.1x        | 10.9x        |
| Bechtle AG             | 8.8x        | 8.1x        | 12.3x        | 11.2x       | 16.6x        | 15.0x        |
| Ionos Group SE         | 8.6x        | 7.8x        | 10.8x        | 9.6x        | 14.0x        | 12.0x        |
| <i>Average</i>         | <b>7.6x</b> | <b>7.0x</b> | <b>10.2x</b> | <b>9.3x</b> | <b>12.7x</b> | <b>11.4x</b> |
| <i>Median</i>          | <b>8.3x</b> | <b>7.5x</b> | <b>10.7x</b> | <b>9.5x</b> | <b>12.4x</b> | <b>10.9x</b> |
| <b>Mare Group</b>      | <b>4.2x</b> | <b>3.1x</b> | <b>6.7x</b>  | <b>4.4x</b> | <b>8.5x</b>  | <b>6.0x</b>  |

Source: FactSet and Websim Corporate estimates

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

Seguendo questa impostazione, sulla base di una media semplice tra il multiplo 2026 ed il multiplo 2027, abbiamo stimato un **equity value per azione fully diluted Mare Group pari a Eu10.2**.

### Mare Group – Trading Multiples Valuation Summary

| Trading Multiples<br>Valuation Map | Multiple<br>(x) | EV<br>(Eu mn) | Equity Value<br>(Eu mn) | F.d. shares<br>(mn) | FV/share<br>(Eu)         | %<br>WEIGHT   |
|------------------------------------|-----------------|---------------|-------------------------|---------------------|--------------------------|---------------|
| 2026 median EV/EBITDA              | 8.3             | 197.9         | 199.7                   | 20.7                | 9.6                      | 50.0%         |
| 2027 median EV/EBITDA              | 7.5             | 205.8         | 220.8                   | 20.7                | 10.7                     | 50.0%         |
|                                    |                 |               |                         |                     | <b>Weighted FV/share</b> | <b>10.2</b>   |
|                                    |                 |               |                         |                     |                          | <b>100.0%</b> |

Source: Websim Corporate estimates

## Company in Brief

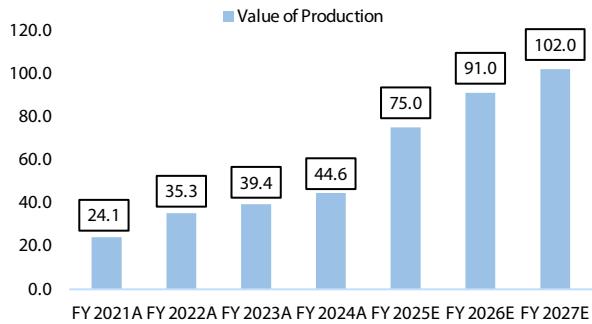
### Descrizione della Società

Fondata nel 2001, Mare Group è oggi un Polo Italiano di Ingegneria ad Alta Tecnologia che opera nei settori strategici dell'Aerospazio & Difesa, dell'Industria, delle Infrastrutture Critiche e della Twin Transition. Quotata su EGM nel 2024, opera con un modello asset-light basato su piattaforme proprietarie. Ha realizzato 16 acquisizioni dal 2019, rappresentando uno dei principali aggregatori dell'innovazione in Italia ed Europa.

### Punti di forza/Opportunità

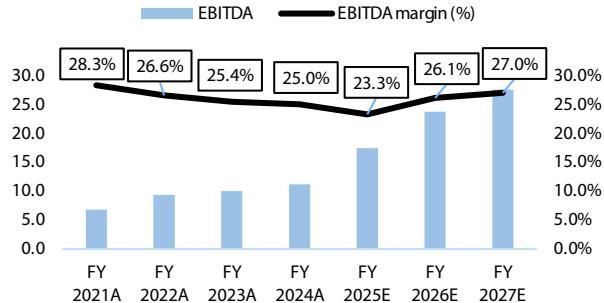
- Scalabilità ed innovazione tecnologica
- Ampia offerta di servizi integrati e prodotti
- Partnership con operatori di primario standing internazionale
- Tecnologie proprietarie e rapida evoluzione
- Mercato inespresso, trainato dall'innovazione
- Strategia di acquisizioni

### Mare Group – 2021-2027E VoP Trend (Eu mn)



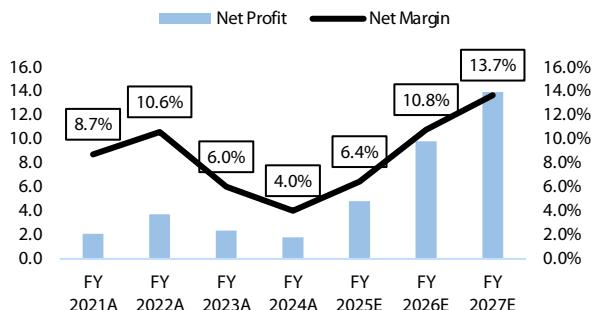
Source: Company data & Websim Corporate estimates

### Mare Group – 2021-2027E Adj EBITDA (Eu mn) & Margin\* (%)



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

### Mare Group – 2021-2027E Net Income (Eu mn) & Margin\* (%)



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

### Management

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

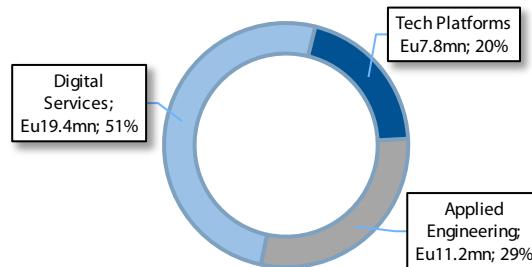
### Azionisti

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Antonio Maria Zinno | 15.7% |
| Marco Bellucci      | 11.5% |
| Valerio Griffa      | 9.3%  |
| CSE Holding S.r.l.  | 5.3%  |
| Others              | 17.7% |
| Treasury shares     | 0.6%  |
| Free float          | 39.8% |

### Rischi/Debolezze

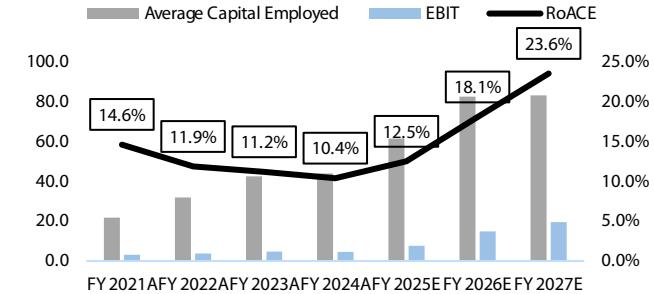
- Integrazione post-acquisizioni
- Elevata dipendenza da settori pubblici o para-pubblici
- Ambiente altamente competitivo

### Mare Group – FY24 Revenue Breakdown by Business Line (%)



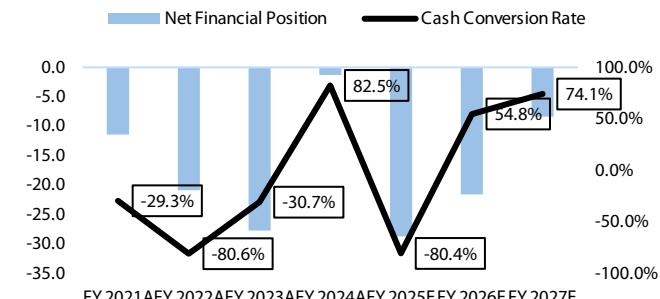
Source: Company data

### Mare Group – 2021-2027E RoACE Evolution (%)



Source: Company data & Websim Corporate estimates

### Mare Group – 2021-2027E NFP (Eu mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company data & Websim Corporate estimates

| DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION |            |                       |            |
|----------------------------------|------------|-----------------------|------------|
| Stock NAME                       | MARE GROUP |                       |            |
| Current Recomm:                  | BUY        | Previous Recomm:      | BUY        |
| Current Target (Eu):             | 8.30       | Previous Target (Eu): | 8.30       |
| Current Price (Eu):              | 4.04       | Previous Price (Eu):  | 4.14       |
| Date of report:                  | 06/11/2025 | Date of last report:  | 26/05/2025 |

**AVVERTENZE IMPORTANTI**

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

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

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

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

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

**CERTIFICAZIONE DELL'ANALISTA**

Per ciascuna società menzionata in questo documento l'analista, autore della ricerca, certifica che tutte le opinioni espresse in questo documento riflettono accuratamente le proprie opinioni personali su uno o più degli emittenti o dei titoli oggetto della ricerca. L'analista (o gli analisti) certifica anche che nessuna parte della propria compensazione è stata, è sarà, direttamente o indirettamente, correlata alla specifica raccomandazione o opinione contenuta in questo documento. L'analista (o gli analisti) responsabile della preparazione di questa ricerca riceve una retribuzione basata su vari fattori, compresi i profitti totali di Intermonte, una parte dei quali è generata dalle attività di Investment Banking di Intermonte, anche se questa è minima rispetto a quella generata dalle attività di intermediazione.

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

**GUIDA ALL'ANALISI FONDAMENTALE**

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

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

Alcuni dei parametri utilizzati nelle valutazioni, come il tasso privo di rischio del 4,0% e un premio al rischio compreso tra il 5,5% e il 6%.

Frequenza della ricerca: trimestrale.

I report su tutte le società quotate sull'indice FTSEMIB40, sulla maggior parte di quelle sull'indice MIDEX e sui principali small caps (copertura regolare) vengono pubblicati almeno una volta al trimestre per commentare i risultati e le importanti novità.

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

Spiegazione del nostro sistema di valutazione:

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

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

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

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

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

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

**DISTRIBUZIONE ATTUALE DELLE RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO**

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

Al 6 Novembre 2025 l'Ufficio Studi di Intermonte copre 131 aziende. La distribuzione delle raccomandazioni effettuate da Intermonte è la seguente:

|               |        |
|---------------|--------|
| BUY:          | 32.06% |
| OUTPERFORM:   | 39.69% |
| NEUTRAL:      | 27.49% |
| UNDERPERFORM: | 00.76% |
| SELL:         | 00.00% |

La distribuzione delle raccomandazioni, sulle azioni di società che hanno ricevuto servizi di corporate finance da parte di Intermonte, negli ultimi 12 mesi (77 in totale) è la seguente:

|               |        |
|---------------|--------|
| BUY:          | 50.65% |
| OUTPERFORM:   | 29.87% |
| NEUTRAL:      | 18.18% |
| UNDERPERFORM: | 01.30% |
| SELL:         | 00.00% |

**CONFLITTI DI INTERESSE**

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

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale soggetto incaricato di realizzare il piano di riacquisto azioni deliberato dall'assemblea di ABITARE IN, AZIMUT, EL.EN., ELICA, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SESIA, STARZ, SYS-DAT, TMP GROUP, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. presta o ha prestato negli ultimi 12 mesi servizi di corporate brokerage a favore di ALLCORE, ALMAWAVE, ANTARES VISION, AQUAFIL, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, CYBEROO, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EVISIO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FNFM, FRANCHI UMBERTO MARMI, G.M. LEATHER, GPI, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVE, MAPS, MARC ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDELF, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SCUIKER FRAMES, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TALEA GROUP, TAMBURI, TINEXTA, TMP GROUP, TPS, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale Financial Content Provider sulla società ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, COFLE, CROWDFUNDME, CUBE LABS, DIGITOUCHE, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, EDILIZIACROBATIC, ELES, ENERGY, EVISIO, EXECUS, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARC ENGINEERING GROUP, MASÌ AGRICOLA, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLDATA, OSAI AUTOMATION SYSTEM, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDELF, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SCUIKER FRAMES, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TALEA GROUP, TAMBURI, TINEXTA, TMP GROUP, TPS, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

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

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

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

Intermonte SIM agisce in qualità di advisor finanziario di Banca C+ nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto promossa su Banca Sistema.

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

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale market maker su strumenti finanziari aventi come sottostante le azioni emesse da A2A, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA GENERALI, BANCA IFIS, BANCA MEDIOCIRCUITO, BANCO BPM, BCA MPS, BCA POP SONDRIO, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINECOBANK, INDUSTRIE DI NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOPIANO GROUP, MEDIOBANCAN, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha avuto negli ultimi 12 mesi un contratto di marketing su strumenti emessi da BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCAN, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETÀ GENERALE, UNICREDIT, VONTobel N, WISDOMTREE IRELAND LIMITED

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di specialist su strumenti finanziari emessi da ABITARE IN, ALCEMY, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, CYBEROO, DIGITOUCHE, ECOSUNTEK, EL.EN., EMAK, ENERGY, GREEN OLEO, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, QF ALPHA IMM, REPLY, SERVIZI ITALIA, SESIA, SG COMPANY, SOMEIC, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA, WIIT con obbligo di diffusione studi

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

**© Copyright 2025 da Intermonte SIM - Tutti i diritti riservati**

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

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

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

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

INTERMONTE SIM È MIFID compliant - per la nostra Politica di Best Execution si prega di consultare il nostro Site

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

Ulteriori informazioni sono disponibili sul nostro sito.