

ZEST

Sector: *Industrials*

BUY (unchanged)

Target: €0.24 (unchanged)

Transizione verso modello VC-led, segnali positivi su costi e margini

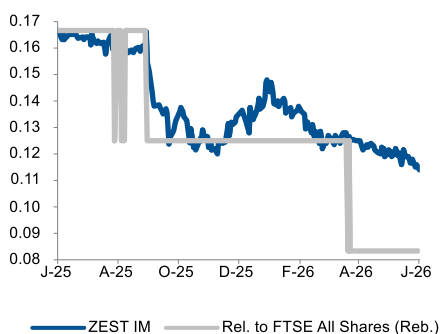
ANALYST(s)

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

Change (%)	2026E	2027E	2028E
Eps Adj.	n.m.	n.m.	

Key Data	June 26, 2026
Price (€)	0.11
Upside/(Downside)	110.5%
Sector	Industrials
Reuters Code	ZEST.MI
Bloomberg Code	ZEST IM

Performance (%)	1M	3M	12M
Absolute	-6.2%	-10.2%	-31.6%
Relative	-8.5%	-23.4%	-47.0%
12M (H/L)		0.17/0.11	
3M Average Volume (th):		131.44	



Shareholder data

Total no. of Shares (mn):	198.1
Mkt Cap (€ mn):	22.6
Mkt Float (€ mn):	3.2
Mkt Float (in %):	60.0%
Main Shareholder:	
StarTIP S.r.l. (TIP Group)	14.2%

Balance Sheet Data

Book Value (€ mn)	49.1
BVPS (€)	0.25
P/BV	0.5
Net Financial Position (€ mn)	-6.7
Enterprise Value (€ mn)	29.3

Zest sta attraversando una fase di transizione verso un modello più efficiente e scalabile, come evidenziato dai risultati FY25 e dal miglioramento operativo registrato nel 1Q26. A fronte di ricavi sostanzialmente stabili, la società ha avviato un incisivo processo di razionalizzazione che ha già prodotto benefici tangibili in termini di riduzione dei costi e rafforzamento della struttura finanziaria. Permane tuttavia una redditività ancora negativa, con un percorso di ritorno al breakeven atteso nel corso del 2026. In questo contesto, il lancio del fondo Z One rappresenta il principale catalizzatore strategico, abilitando il passaggio verso un modello VC-led più asset-light e orientato alla creazione di valore nel medio periodo. Riteniamo pertanto che il profilo rischio/rendimento rimanga interessante, con upside significativo rispetto alle valutazioni correnti.

- FY25: ricavi resilienti e prime evidenze di recupero operativo, ma redditività ancora negativa.** Zest ha chiuso il FY25 con ricavi sostanzialmente stabili a €9.7mn, 5% sopra le attese, evidenziando una buona tenuta del business nonostante un contesto complesso. La crescita delle divisioni Innovation (+35% YoY) e The Hub (+14% YoY) ha compensato il calo dell'area Investments, più esposta alla ciclicità dei programmi di accelerazione. Sul fronte della redditività, l'EBITDA Adj. rimane negativo (€-1.3mn), tuttavia la significativa riduzione della base costi rappresenta un segnale chiave di miglioramento strutturale.
- 1Q26: trend incoraggiante grazie a efficienza operativa e disciplina finanziaria.** I risultati del 1Q26 confermano l'efficacia delle azioni di razionalizzazione, con un deciso miglioramento della marginalità operativa. A fronte di ricavi in calo (-10% YoY, per uscita da attività non profittevoli), i costi operativi registrano una contrazione significativa (-22% YoY), trainando un forte recupero dell'EBITDA operativo (€-0.37mn vs €-0.90mn 1Q25). Migliora anche la posizione finanziaria netta (€-5.45mn vs €-6.27mn FY25) e si riducono i debiti scaduti (€0.5mn vs €1.0mn FY25), evidenziando una maggiore solidità finanziaria. Il trend suggerisce un progressivo avvicinamento al break-even nel corso del 2026.
- Z One: catalizzatore strategico per la trasformazione verso un modello VC-led scalabile.** Il lancio del fondo Z One, previsto per luglio 2026, rappresenta un punto di svolta nella strategia di Zest, segnando il passaggio da modello ibrido a piattaforma VC-led istituzionale. Il fondo consentirà di ampliare significativamente la capacità di investimento facendo leva su capitali di terzi, migliorando la scalabilità e riducendo l'intensità di capitale. Inoltre, l'introduzione di management fees e carried interest contribuirà a rendere più stabile e prevedibile la generazione di ricavi nel tempo. Tale evoluzione rafforza il posizionamento competitivo della società nell'ecosistema dell'innovazione.
- Valutazione interessante e BUY confermato, con upside legato all'execution del nuovo modello.** Confermiamo il rating BUY e il target price a €0.24, che incorpora un significativo upside rispetto ai livelli correnti. La valutazione, basata su una Sum-of-the-Parts, riflette principalmente il valore del portafoglio (€54.4mn), affiancato dalle attività operative e al netto della PFN. Nonostante una revisione prudenziale delle stime, riteniamo che il mercato non sconti pienamente il potenziale di creazione di valore nel medio termine. Il successo del rollout di Z One rappresenta il principale driver di upside, a fronte di rischi legati a execution e contesto VC.

Key Figures & Ratios	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales (€ mn)	8.3	9.7	9.7	10.7	11.9
EBITDA Adj (€ mn)	-2.5	-1.3	-0.2	0.1	0.4
Net Profit Adj (€ mn)	-4.6	-2.9	-1.4	-0.8	-0.4
EPS New Adj (€)	-0.035	-0.016	-0.007	-0.004	-0.002
EPS Old Adj (€)	-0.009	-0.007	-0.006	-0.003	
DPS (€)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm
EV/EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm
P/E Adj	nm	nm	nm	nm	nm
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	-2.8	-5.0	-29.6	48.2	6.9

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

ZEST - Key Figures

Profit & Loss (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	7.0	8.3	9.7	9.7	10.7	11.9
EBITDA	-0.6	9.7	0.5	-0.2	0.1	0.4
EBIT	-2.7	8.1	-0.4	-1.0	-0.5	-0.2
Financial Income (charges)	0.1	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2
Associates & Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax Profit	-2.5	7.8	-0.9	-1.3	-0.7	-0.3
Taxes	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Tax rate	-1.1%	1.0%	-6.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Minorities & Discontinued Operations	0.4	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Net Profit	-2.2	7.6	-1.2	-1.4	-0.8	-0.4
EBITDA Adj	-0.2	-2.5	-1.3	-0.2	0.1	0.4
EBIT Adj	-2.3	-4.1	-2.2	-1.0	-0.5	-0.2
Net Profit Adj	-1.8	-4.6	-2.9	-1.4	-0.8	-0.4
Per Share Data (€)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	101.2	160.7	198.1	198.1	198.1	198.1
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	101.2	160.7	198.1	198.1	198.1	198.1
EPS f.d	-0.022	0.058	-0.006	-0.007	-0.004	-0.002
EPS Adj f.d	-0.018	-0.035	-0.016	-0.007	-0.004	-0.002
BVPS f.d	0.335	0.380	0.253	0.248	0.272	0.300
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Gross Cash Flow	0.3	-3.3	-1.5	-0.2	0.1	0.4
Change in NWC	0.1	-0.8	0.4	-0.3	-0.1	-0.1
Capital Expenditure	-0.7	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Other Cash Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow (FCF)	-0.3	-4.3	-1.2	-0.6	-0.1	0.2
Acquisitions, Divestments & Other Items	-2.2	1.3	-2.0	0.5	2.0	2.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity Financing/Buy-back	0.7	0.2	4.6	0.0	0.0	0.0
Change in Net Financial Position	-1.8	-2.8	1.4	-0.1	1.9	2.2
Balance Sheet (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Fixed Assets	33.1	58.0	53.0	57.2	60.4	64.0
Net Working Capital	1.7	-0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
Long term Liabilities	-0.6	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Net Capital Employed	34.2	56.8	52.6	56.8	60.0	63.6
Net Cash (Debt)	-0.8	-6.9	-6.3	-6.7	-5.0	-3.0
Group Equity	33.4	49.9	46.3	50.1	55.0	60.6
Minorities	-0.3	0.1	0.9	1.0	1.1	1.2
Net Equity	33.7	49.8	45.4	49.1	53.9	59.4
Enterprise Value (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Average Mkt Cap	32.2	33.8	30.8	22.6	22.6	22.6
Adjustments (Associate & Minorities)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Cash (Debt)	-0.8	-6.9	-6.3	-6.7	-5.0	-3.0
Enterprise Value	33.0	40.8	37.0	29.3	27.6	25.5
Ratios (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA Adj Margin	nm	nm	nm	nm	1.0%	3.6%
EBIT Adj Margin	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Gearing - Debt/Equity	2.3%	13.9%	13.5%	13.4%	9.2%	4.9%
Interest Cover on EBIT	19.2	22.8	nm	nm	nm	nm
Net Debt/EBITDA Adj	-3.7	-2.8	-5.0	-29.6	48.2	6.9
ROACE*	-63.7%	354.6%	-35.2%	-97.5%	-77.8%	-68.2%
ROE*	-5.2%	-9.8%	-6.8%	-2.9%	-1.7%	-0.8%
EV/CE	7.9	17.8	31.8	27.8	43.4	104.1
EV/Sales	4.7	4.9	3.8	3.0	2.6	2.1
EV/EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
EV/EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Free Cash Flow Yield	0.3%	-19.4%	-6.1%	-3.1%	-0.9%	0.5%
Growth Rates (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	58.8%	18.5%	16.2%	0.0%	10.3%	11.2%
EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm	314.1%
EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Net Profit Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
EPS Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Intermonete SIM Estimates

Company in Brief

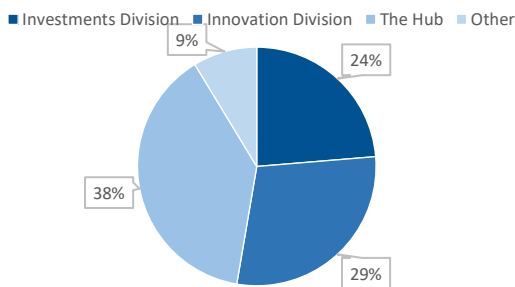
Descrizione della società

Zest, nata nell'aprile 2024 dalla fusione per incorporazione di Digital Magics in LVenture Group, è una società italiana specializzata in investimenti in venture capital early-stage e nell'accelerazione di startup, oltre che nell'open innovation e nel corporate venturing. La società si concentra su settori tecnologici innovativi, tra cui AI, Cleantech, Fintech, Insurtech, IoT, PropTech, Traveltech e Digital. Con un bagaglio di oltre 20 anni di esperienza nel settore, Zest ha investito in più di 500 startup ad alto potenziale.

Punti di forza/Oportunità

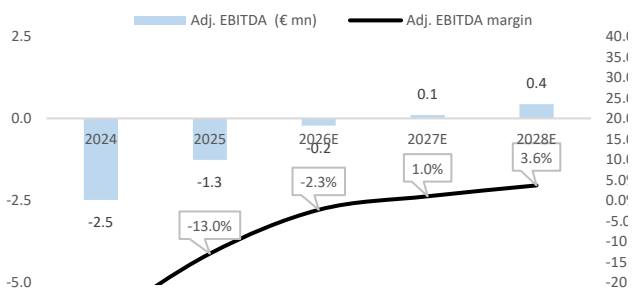
- Primo operatore italiano di dimensione europea per investimenti early-stage, accelerazione startup, scale-up e programmi di open innovation e corporate venturing
- Consolidato know-how e relazioni di lungo termine con società di venture capital e business angels grazie all'ultraventennale esperienza nel settore
- Supporto strategico e di business da parte degli azionisti TIP e LUISS
- Significative opportunità di business derivanti dal piano nazionale Transizione 5.0, finanziato con Eu6.3bn di fondi PNRR, e dal piano di investimenti di CDP Venture Capital 2024-2028 da €8bn
- Opportunità di ottimizzazione dei costi a seguito della fusione

Zest – 2025 Sales Breakdown



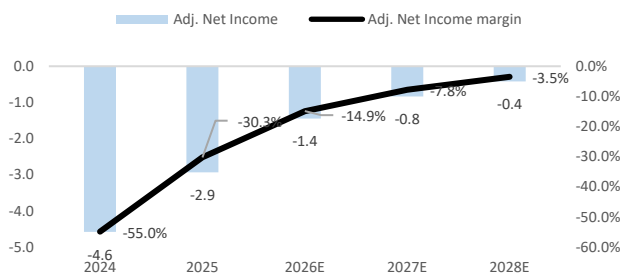
Source: Company Data

Zest – 2024-2028E Adj. EBITDA (€ mn) and Adj. EBITDA Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Zest – 2024-2028E Adj. Net Income (€ mn) & Adj. Net Income Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

Executive Chairman: Marco Gay
CEO: Luigi Capello
CFO: Fabrizio Marziali

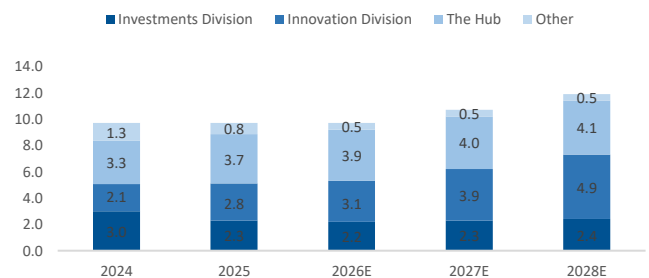
Azionisti

StarTIP Srl (TIP Group)	14.2%
LUISS	9.5%
LV.EN. Holding S.r.l.	7.5%
Alberto Fioravanti	3.6%
WebWorking S.r.l.	2.0%
Marco Gay	1.7%
Other	0.7%
Market float	60.8%

Rischi/Debolezze

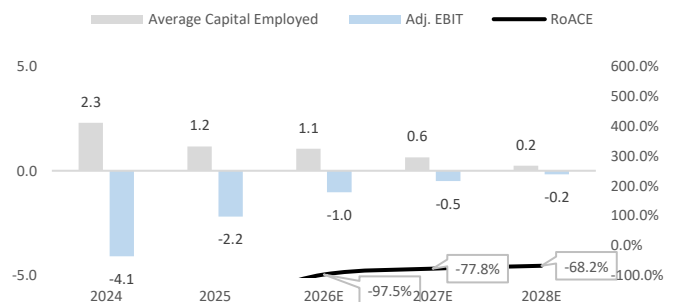
- Portafoglio concentrato per il 90% su società italiane
- Ridotta capitalizzazione di borsa
- Disponibilità finanziarie contenute
- Dimensioni marginali del mercato italiano del Venture Capital in ambito europeo

Zest – 2024-2028E Net Turnover Breakdown by Division (€ mn)



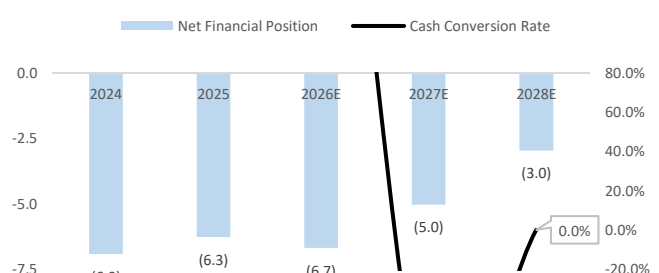
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Zest – 2024-2028E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Zest - 2024-2028E NFP (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

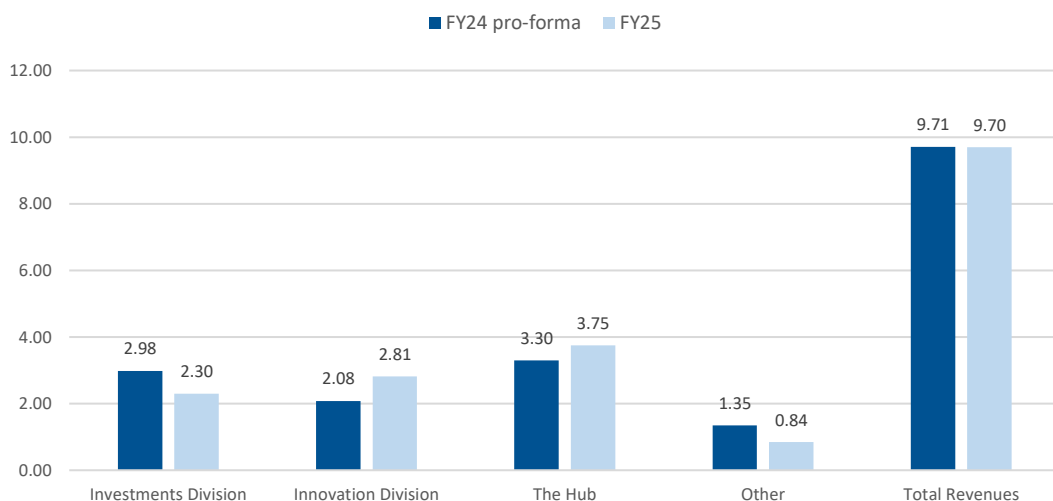
Risultati FY25

Per facilitare una comprensione adeguata delle performance reddituali il **confronto** dei risultati FY25 è effettuato **rispetto ad una versione “pro-forma” del conto economico FY24**, che mostra i dati come se la fusione tra DM e LVG fosse entrata in vigore il 1° gennaio 2024 anziché il 1° aprile 2024.

Il FY25 si è chiuso con **ricavi sostanzialmente invariati rispetto al 2024** (€9.7mn) e **superiori del 5% rispetto alla nostra stima**; tuttavia, **l’EBITDA Operativo Ricorrente si è attestato a €-1.3mn, sotto la nostra stima di €-0.7mn** a causa di un impatto negativo di circa €-0.3mn delle controllate non-core e di maggiori spese di gestione degli spazi in locazione presso la sede di Roma per circa €0.3mn. Sotto il profilo patrimoniale si è registrata una **riduzione dell’8% YoY del valore del Portfolio**, principalmente determinata dalla svalutazione della partecipazione in Talent Garden avvenuta nell’1H25.

- **Ricavi stabili YoY a €9.70mn: Comparto Investments -23% YoY a €2.30mn**, a causa dei minori ricavi riconducibili ai programmi di accelerazione, in gran parte terminati nel maggio 2025; **Comparto Innovation +35% YoY a €2.81mn**, grazie all’acquisizione di nuovi contratti con controparti importanti; **The HUB +14% YoY a €3.75mn**, a seguito di una maggiore numerosità degli eventi organizzati e di una revisione al rialzo delle tariffe applicate; **altri ricavi -38% YoY €0.84mn**, a causa di minori performance della controllata Livextension e della cessazione dell’attività della controllata Stillabit S.r.l. (network pubblicitario italiano dedicato alle tematiche ESG) a seguito della cessione del ramo d’azienda ed alla definizione della procedura concordataria. I ricavi sono risultati superiori del 5% rispetto alla nostra stima (€9.2mn), ma inferiori di circa l’8% rispetto al Budget previsto nel nuovo Piano Industriale 2025-2029 approvato il 3 marzo dello scorso anno.

Zest – FY25 vs FY24 pro-forma revenues (€ mn)

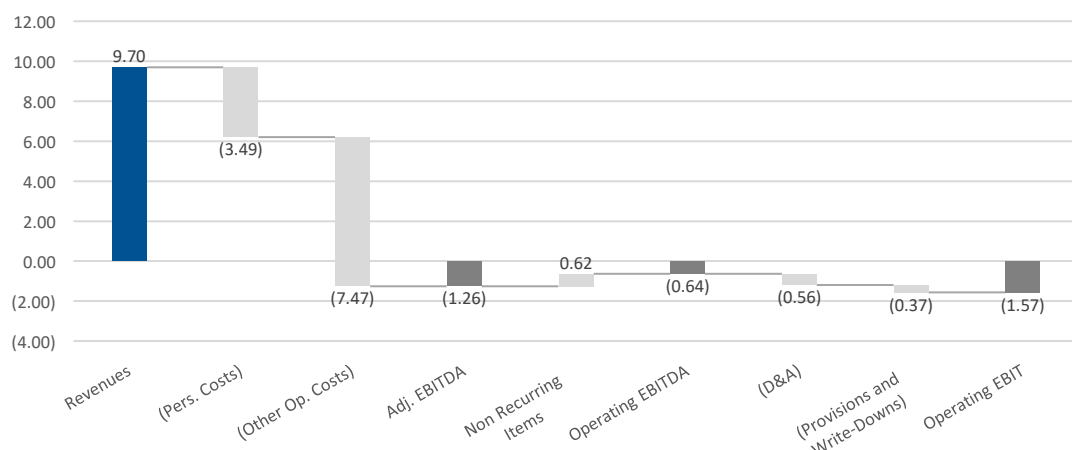


Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

- **EBITDA adj. €-1.26mn vs €-2.95mn FY24 pro-forma**: il miglioramento è riconducibile principalmente alla **riduzione del 22% YoY dei costi per servizi** (€3.92mn vs €5.02mn FY24) derivante dalle sinergie post-fusione e ad un’azione pervasiva finalizzata al contenimento dei costi di struttura. Anche i **costi del personale hanno registrato un calo significativo (-20% YoY a €3.49mn)**, in quanto il processo di riorganizzazione ha portato ad un taglio dell’organico del 18% (54 dipendenti vs 66 dipendenti a fine 2024) ed in particolare ad una riduzione dei quadri del 42% (7 vs 12 a fine 2024). **Gli altri costi operativi sono invece cresciuti dell’8% YoY a €3.55mn** a causa di maggiori oneri relativi all’immobile di Roma (The Hub). Complessivamente i costi operativi sono stati superiori di circa l’1% rispetto al Budget.
- **EBITDA operativo €-0.64mn vs €-4.14mn FY24 pro-forma**: ha beneficiato di **componenti non ricorrenti positive per €0.62mn** (vs €-1.19mn FY24) derivanti principalmente dalla cessione del ramo d’azienda Stillabit (€0.41mn) ed alla definizione della procedura concordataria che interessava la società medesima (€0.74mn), parzialmente compensate da componenti non ricorrenti negative (€-0.51mn) per incentivi all’esodo e transazioni con i dipendenti.
- **EBITDA complessivo €0.52mn vs €9.62mn FY24 pro-forma**: il dato del FY25 non è confrontabile con quello dell’anno precedente, che aveva beneficiato di €11.21mn di differenza da concambio di fusione. L’EBITDA complessivo FY25 ha beneficiato di un **contributo positivo di €1.16mn del risultato netto della gestione investimenti** (vs €2.55mn FY24), che include le variazioni di valore di tutti gli strumenti per i quali non è stata avviata la FVOCI Option (€1.25mn) ed il risultato delle società valutate con il metodo del patrimonio netto (€-0.09mn).

- **Risultato netto €-0.97mn vs €7.57mn FY24 pro-forma:** dopo ammortamenti in calo del 43% YoY a €0.56mn, accantonamenti e svalutazioni in calo del 45% YoY a €0.37mn e oneri finanziari netti in crescita del 56% YoY a €0.49mn.
- **Indebitamento finanziario netto €6.27mn vs €6.92mn FY24:** la PFN ha beneficiato dell'aumento di capitale in opzione da €4.48mn realizzato nella parte finale dell'anno con l'emissione di 37.37mn di nuove azioni a €0.12/azione (10 nuove azioni ogni 43 possedute). Il flusso finanziario dell'attività operativa è stato negativo per €-1.59mn e gli investimenti (€4.38mn) al netto dei disinvestimenti (€2.30mn) hanno assorbito €2.08mn. Inoltre, le posizioni debitorie scadute, rappresentate prevalentemente da debiti commerciali, sono diminuite a €0.95mn da €2.21mn del FY24.
- **Patrimonio netto €45.40mn vs €49.83mn FY24:** la riduzione di €4.43mn del patrimonio netto è principalmente riconducibile alla svalutazione di partecipazioni valutate a FVOCI per €7.2mn, di cui €4.4mn derivanti dalla partecipazione in Talent Garden, in aggiunta al risultato netto contabile di €-0.97mn, parzialmente compensate dall'aumento di capitale da €4.48mn.

Zest – FY25 Operating Results (€ mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Zest – FY25 Results (€ mn)

	FY24A PF	FY25A	YoY	2H24A	2H25A	YoY	FY25E	FY25A	YoY
Sales	9.7	9.7	-0.1%	4.8	5.4	11.8%	9.2	9.7	5.4%
o/w Investments Division	3.0	2.3	-23.0%	1.6	1.2	-26.3%	2.2	2.3	4.4%
o/w Innovation Division	2.1	2.8	35.4%	1.0	1.8	78.4%	2.6	2.8	8.2%
o/w The Hub	3.3	3.7	13.6%	1.6	2.0	25.5%	3.4	3.7	10.2%
o/w Other	1.3	0.8	-37.6%	0.6	0.4	-32.2%	1.0	0.8	-15.8%
EBITDA	9.6	0.5	-94.6%	1.1	0.3	-72.9%	0.9	0.5	-42.2%
% of sales	99.1%	5.4%		22.1%	5.4%		9.8%	5.4%	
Adj. EBITDA	-3.0	-1.3	nm	-0.9	0.1	nm	-0.7	-1.3	nm
% of sales	-30.4%	-13.0%		-18.3%	1.9%		-7.6%	-13.0%	
D&A and Provisions	-1.7	-0.9		-0.9	-0.5		-0.8	-0.9	
EBIT	8.0	-0.4	-105.2%	0.1	-0.3	nm	0.1	-0.4	nm
% of sales	82.0%	-4.2%		2.6%	-4.8%		1.1%	-4.2%	
Net Financial Charges	-0.3	-0.5		-0.2	-0.3		-0.1	-0.5	
Pretax Profit	7.6	-0.9	-111.8%	-0.1	-0.6	nm	0.0	-0.9	nm
Taxes	-0.1	-0.1		-0.1	-0.1		0.0	-0.1	
tax rate	1%	-7%		-74%	-10%		-15%	-7%	
Consolidated Net Profit	7.6	-1.0	-112.8%	-0.2	-0.6	nm	0.0	-1.0	nm
% of sales	78.0%	-10.0%		-3.7%	-11.9%		-0.4%	-10.0%	
Minorities	-0.1	-0.2		-0.2	0.0		-0.1	-0.2	
Net Profit	7.5	-1.2	-115.4%	-0.4	-0.6	nm	-0.1	-1.2	nm
% of sales	77.2%	-11.9%		-7.8%	-11.4%		-1.2%	-11.9%	
Net Financial Position	-6.9	-6.3		-6.9	-6.3		-4.5	-6.3	
Net Working Capital	-0.5	0.1		-0.5	0.1		0.0	0.1	
Capex	0.2	0.1		0.1	0.1		0.4	0.1	

Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Il Portfolio

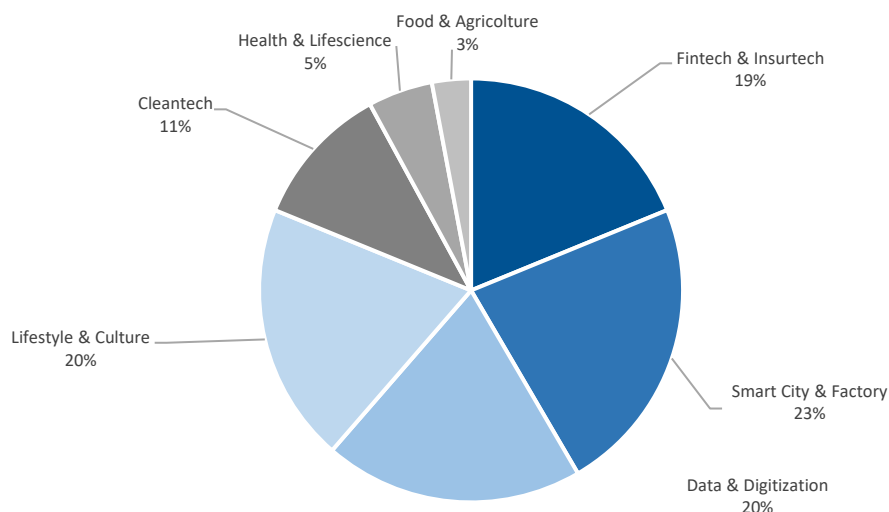
Il Portfolio di Zest Investments si compone complessivamente di **239 partecipazioni o altri strumenti partecipativi in startup**, di cui **45 acquisiti nel solo FY25**, con un **fair value** che fine 2025 ammontava a **€50.1mn** da €54.2mn al termine del FY24 (-7.6%).

Il Portfolio, il cui filo conduttore è rappresentato dalla digitalizzazione e dall'innovazione tecnologica, è composto da startup attive nei seguenti **settori** (tra parentesi il peso nel portafoglio):

- **Lifestyle & Culture (20%)**: comprende i sub-settori Traveltech, Sport & Wellness, Hospitality, Fashion. Trainato dal mercato del lusso, questo settore ha un CAGR stimato intorno al 3% fino al 2027.
- **Data & Digitization (20%)**: comprende i sub-settori Data Analytics, Cybersecurity & Data Protection, Martech. Questo settore beneficia degli investimenti del PNRR ed è atteso crescere ad un CAGR intorno al 4% fino al 2027.
- **Smart City & Factory (23%)**: comprende i sub-settori Proptech, Mobility, Logistics, IoT & Connectivity. Questo settore è atteso crescere ad un CAGR a doppia cifra fino al 2027.
- **Fintech & Insurtech (19%)**: comprende i sub-settori Fintech, Insurtech e Regtech. Questo settore è in fase di consolidamento e con tendenze che dimostrano l'esistenza di un mercato maturo.
- **Cleantech (11%)**: comprende i sub-settori Circular Economy, Waste Management, Decarbonization Tech. Questo settore è atteso crescere ad un CAGR intorno al 10% fino al 2027.
- **Food & Agriculture (3%)**: comprende i sub-settori Foodtech e Agritech. Questo settore presenta potenzialità di crescita più contenute rispetto agli altri.
- **Health & Lifescience (5%)**: comprende i sub-settori E-Health, Medtech e Lifescience. Questo settore sta vivendo una fase di significativa evoluzione, caratterizzata da innovazioni tecnologiche, cambiamenti nelle dinamiche di mercato e nuove prospettive occupazionali.

Alcune partecipazioni sono detenute indirettamente attraverso **veicoli societari, costituiti insieme a 10 co-investitori** (primo tra tutti CDP Venture Capital), con l'obiettivo di realizzare i **programmi di accelerazione di realtà ad alto potenziale** nei settori Fintech & Insurtech, IoT/5G, Proptech, AI, Cleantech e Traveltech. Inoltre, Zest è **sponsor del Fondo Step** che, unito ai 2 veicoli **Apside** e **OpenT**, aumenta la capacità finanziaria di investimento nel Portfolio e su nuove iniziative.

Zest Investments – Portfolio Breakdown by Sector



Source: Company data

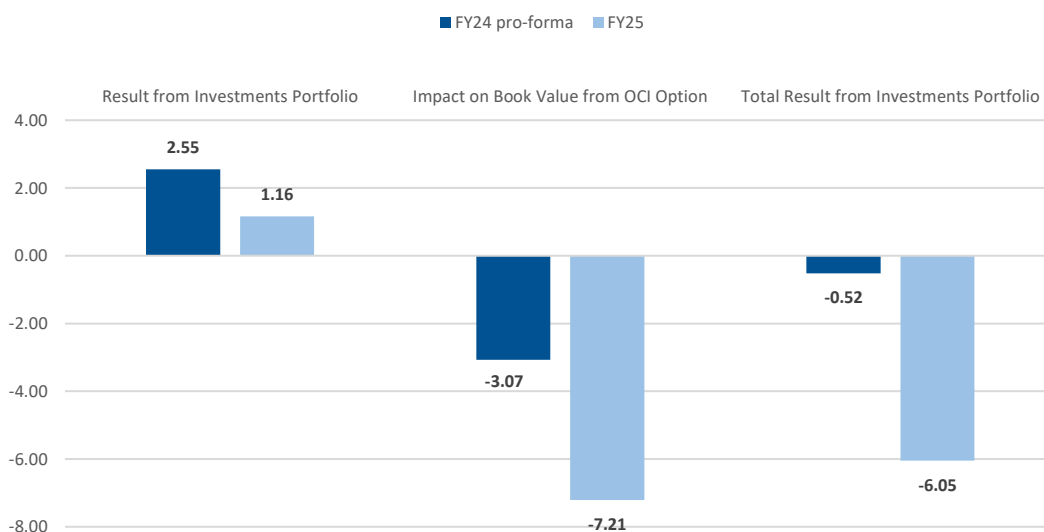
La riduzione del fair value del Portfolio nel corso del FY25, pari a €4.2mn, è stata determinata principalmente dalla **svlutazione di partecipazioni valutate a FVOCI per €7.21mn**, su cui ha pesato soprattutto la **variazione negativa di fair value di €4.40mn** della quota detenuta in **Talent Garden S.p.A.** (Lifestyle & Culture), che rappresenta il singolo investimento più rilevante del Portfolio (€5.2mn, 10.4% del totale). In sostanza il fair value della partecipazione è stato quasi dimezzato a seguito delle difficoltà registrate dalla società a partire dal 2H24, sia in termini di ricavi sia di marginalità, che la hanno portata ad avviare un nuovo piano strategico finalizzato a concentrare le risorse nei Paesi a maggiore redditività ed a ridurre in misura significativa i costi fissi. **Ciò nonostante, l'attuale valutazione rappresenta ancora oggi 5.1x l'investito.** Per supportare finanziariamente il nuovo piano industriale 2026-2028, l'assemblea dei soci di TAG il 9 luglio scorso ha deliberato due aumenti di capitale al nominale per complessivi €6.65mn (di €0.15mn riservati a CDP Venture Capital SGR), mediante l'emissione di 6.65mn di nuove azioni ordinarie, di cui 0.5mn sottoscritte da Zest.

Inoltre, nel 2025 si sono concluse **quattro importanti operazioni di cessione**, che hanno generato un corrispettivo totale di €2.3mn.

- La partecipazione del 13.72% in **Vikey S.r.l.** (Traveltech) è stata ceduta al Gruppo Zucchetti per **€1.11mn**, con una **plusvalenza di €0.66mn** rispetto alla valutazione del FY24 e con un **multiplo sull'investito di 2.78x**.
- Due strumenti finanziari detenuti nella **STIP S.r.l.** (Data & Digitization) sono stati ceduti all'emittente per un **controvalore complessivo di €0.41mn**, con una **plusvalenza di €0.31mn** ed un **multiplo sull'investito di 2.25x**.
- È stata effettuata una **vendita parziale delle azioni di Wellhub Inc.** sul mercato secondario a investitori statunitensi. Sono state cedute 18,126 azioni, pari al 31.83% della partecipazione di Zest, a Usd35.1345 ciascuna, per un **introito di Usd0.64mn**. Il multiplo dell'exit è stato di **oltre 7x l'investito**.
- È stata ceduta l'intera partecipazione in **Jet Hr SPV 2 S.r.l.**, legata a Jet HR S.r.l., dopo il round Series A da €25mn (luglio 2025) guidato da Base10 Partners. A fronte di un investimento iniziale di €25k nel 2023, l'operazione ha generato un **incasso di €0.11mn**, con un **ritorno di 4.5x l'investito**.

Il **risultato netto complessivo della gestione investimenti nel FY25**, ottenuto sommando la componente passata a conto economico e le variazioni di valore di partecipazioni valutate a FVOCI, è stato **negativo per €-6.05mn**, pari all'11.2% del valore del Portfolio a inizio 2025.

Zest – Total Result from Investments Portfolio, FY25 and FY24 pro-forma (€ mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Nel 2025 Zest ha partecipato a **73 operazioni di investimento** per un controvalore complessivo pari a €77mn, di cui **€4.3mn investiti da Zest** ed **€72.7mn investiti da terzi**, con una **leva di 18x**. Gli investimenti del periodo sono stati così suddivisi:

- **Programma di Accelerazione, primo investimento:** sono state realizzate 45 operazioni di investimento in nuove startup attraverso i programmi di accelerazione, con un impegno complessivo da parte di Zest pari a €1.79mn e da parte di terzi pari a €3.91mn.
- **Programma di Accelerazione, follow-on:** sono state realizzate 17 operazioni di investimento follow-on in startup all'interno dei veicoli, con un impegno complessivo da parte di Zest per €0.96mn e da parte di terzi per €10.4mn.
- **Startup di Portfolio:** sono state realizzate 11 operazioni in startup dirette di portafoglio in cui Zest ha investito €1.52mn e terzi hanno investito €21.7mn.

Zest – FY25 Portfolio Investments

(€ mn)	First Investment	Follow-On	Total
Acceleration Programs	1.79	0.96	2.75
Portfolio Startups	0.84	0.68	1.52
Total	2.63	1.64	4.27

Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Risultati 1Q26

Il 13 maggio scorso Zest ha comunicato i risultati 1Q26, che hanno evidenziato un miglioramento della profittabilità operativa e della posizione finanziaria, a fronte di ricavi in lieve calo.

- **Ricavi e proventi** pari a €1.97mn (vs €2.18mn 1Q25), penalizzati dalla cessazione di attività operative non profittevoli.
- **Costi operativi** in forte riduzione a €2.40mn (vs €3.06mn), grazie alle azioni di efficienza e all'eliminazione delle anzidette attività a scarsa marginalità.
- **EBITDA operativo** negativo ma in deciso miglioramento a €-0.37mn (vs €-0.90mn).
- **EBITDA complessivo** pari a €-0.49mn (vs €-0.25mn), includendo €-0.11mn di gestione investimenti.
- **Investimenti di portafoglio** nel trimestre pari a €0.7mn (vs €0.4mn), con leva pari a 14x.
- **Cash-in da exit** pari a €0.78mn.
- **Indebitamento Finanziario Netto** in miglioramento a €5.45mn (vs €6.27mn FY25).
- **Portfolio** composto da oltre 235 startup con fair value complessivo pari a €49.7mn.

I risultati 1Q26 evidenziano un progressivo miglioramento della qualità operativa, coerente con il percorso di razionalizzazione avviato nel corso del 2025.

Il **calo dei ricavi** (-10% YoY) appare **non strutturale**, in quanto legato all'uscita da attività a marginalità negativa; al contrario, la **significativa riduzione dei costi** (-22% YoY) dimostra **l'efficacia delle misure di efficientamento** e si riflette in un marcato recupero dell'EBITDA operativo.

Dal punto di vista finanziario, segnaliamo positivamente:

- il miglioramento dell'Indebitamento Finanziario Netto (-€0.8mn vs FY25),
- la riduzione dei debiti scaduti (€547k vs €953k),
- e l'assenza di covenant restrittivi, che conferisce maggiore flessibilità finanziaria.

Permane tuttavia una redditività complessiva ancora negativa, ma il trend operativo suggerisce un **graduale avvicinamento al break-even**.

Outlook 2026

Sintetizziamo qui di seguito le indicazioni fornite dal management in relazione alla prevedibile evoluzione della gestione del Gruppo Zest nel 2026, che è visto come un anno di **transizione verso equilibrio economico e rilancio**, basato su efficienza operativa, valorizzazione del portafoglio e sviluppo dell'ecosistema di innovazione.

Outlook generale 2026

- Atteso un **progressivo miglioramento della gestione** rispetto al 2025.
- Obiettivo di **stabilizzazione nel breve termine e rafforzamento della crescita nel medio-lungo periodo**.

Priorità strategiche

- **Efficienza operativa**: ottimizzazione strutture e processi; riduzione costi e recupero della marginalità; rafforzamento dell'EBITDA.
- **Valorizzazione del portafoglio**: sviluppo e supporto alle partecipate; focus su settori ad alta crescita (es. Intelligenza Artificiale, ~25% del portafoglio); creazione di valore e opportunità di disinvestimento.
- **Crescita servizi (Consulenza & Open Innovation)**: incremento dei ricavi ricorrenti; rafforzamento del posizionamento verso corporate e istituzioni.

Obiettivi economico-finanziari

- **Pareggio EBITDA previsto nel 2026**.
- Migliore sostenibilità del modello operativo grazie alle azioni di efficientamento.

Sviluppo e investimenti

- Rafforzamento patrimoniale grazie all'aumento di capitale 2025.
- Supporto a un nuovo **ciclo di crescita (2026-2027)**.
- Lancio del **fondo Z_One (luglio 2026)** come leva strategica.

Partnership e internazionalizzazione

- Sviluppo di collaborazioni con partner **finanziari, industriali e istituzionali**.
- Espansione verso mercati e network internazionali: maggiore **deal flow**; attrazione di investitori esteri; crescita delle partecipate su scala europea.

Rischi

- Possibili impatti da evoluzioni **geopolitiche**, pur in un contesto di outlook positivo.

Fondo Z One: leva chiave per la trasformazione strategica

Il **fondo di venture capital Z One**, il cui lancio è previsto nel **luglio 2026**, ha la finalità di attrarre capitali esterni e rafforzare l'ecosistema Zest. Il fondo è parte di un più ampio percorso che include l'ingresso nel capitale di **Eureka! Venture SGR** nell'ottobre 2025, con l'acquisizione di una quota del 20% per €0.31mn, e la successiva strutturazione di un veicolo professionale di gestione del capitale.

Il lancio di Z One rappresenta a nostro avviso un elemento cruciale nella strategia di Zest, in quanto indica il passaggio da operatore "ibrido" a **piattaforma VC-led istituzionale**. Ciò porterà a cambiamenti significativi sotto il profilo operativo e finanziario, che permetteranno di **scalare il modello senza appesantire il bilancio**. In particolare:

- i **ricavi**, che nel modello ibrido erano generati da servizi, consulenza e accelerazione, in futuro deriveranno principalmente da gestione fondi e carried interest;
- gli **investimenti**, che nel modello ibrido erano prevalentemente diretti e quindi limitati, in futuro saranno realizzati principalmente tramite fondi strutturati;
- il **capitale**, che nel modello ibrido era prevalentemente capitale proprio (balance-sheet heavy), in futuro sarà principalmente capitale di terzi (asset-light);
- il **ruolo** di Zest, che nel modello ibrido era prevalentemente operativo, in futuro sarà principalmente quello di asset manager / orchestratore.

Leve strategiche attivate dal fondo

- **Raccolta di capitali e scaling**. Il fondo consente a Zest di raccogliere capitali istituzionali (Limited Partners), aumentare la capacità di investimento e moltiplicare l'impatto sul portafoglio startup. Il lancio è esplicitamente collegato alla volontà di attrarre capitali ed espandere l'ecosistema. In sostanza si passa da un modello limitato dalle risorse proprie a uno **scalabile**.
- **Rafforzamento dell'ecosistema Zest**. Zest già opera come piattaforma che integra startup, investitori, corporate e istituzioni. Con Z One il fondo diventa il **fulcro finanziario dell'ecosistema**, aumenta l'attrattività per founder e partner e si crea un volano tra deal flow, capitale e innovazione: più capitale → migliori startup → maggiore rendimento → più capitale.
- **Istituzionalizzazione del business**. L'adozione di un fondo strutturato implica governance più robusta, processi di investimento standardizzati e maggiore credibilità verso investitori istituzionali. Il passaggio tramite SGR (Eureka!) è un segnale di professionalizzazione e allineamento agli standard del venture capital europeo.
- **Diversificazione dei ricavi**. Con Z One, Zest potrà beneficiare di **management fees** (ricavi ricorrenti) e **carried interest** (upside sui ritorni), riducendo di conseguenza la dipendenza da ricavi ciclici e attività di consulenza e migliorando la qualità dei flussi di cassa nel medio periodo.

Impatto sul posizionamento competitivo

Il lancio del fondo può ridefinire il ruolo di Zest in Italia da operatore di innovazione e acceleratore / venture builder a **piattaforma VC-led integrata** e hub tra startup, finanza e corporate. In un mercato italiano ancora frammentato, questo può posizionare Zest come intermediario privilegiato tra capitale e innovazione e aggregatore dell'ecosistema.

Il modello intrapreso da Zest è coerente con trend globali:

- transizione verso piattaforme multi-fondo;
- crescita del venture capital istituzionale;
- integrazione tra VC e open innovation.

Zest già dispone di asset chiave:

- pipeline di startup;
- track record (centinaia di investimenti);
- network industriale.

Z One monetizza questi asset in modo più efficiente.

Rischi e fattori critici

Nonostante il potenziale, il successo del fondo dipenderà dai seguenti fattori.

- **Raccolta capitale**: capacità di attrarre Limited Partners (fondi pensione, assicurazioni, family office).
- **Track record**: dimostrare performance solide sui precedenti investimenti.
- **Timing di mercato**: contesto VC ancora selettivo e meno liquido rispetto al periodo 2020-2021.
- **Execution**: capacità di gestire la transizione organizzativa verso modello VC-led.

Conclusione: Z One come "strategic turning point"

Il fondo Z One (luglio 2026) rappresenta:

- una **leva finanziaria**, per aumentare risorse investibili;
- una **leva strategica**, per trasformare il modello operativo;
- una **leva competitiva**, per rafforzare il posizionamento ecosistemico.

In sintesi, non è solo un nuovo fondo, ma il **perno della trasformazione di Zest in una piattaforma di venture capital scalabile e istituzionale**.

Revisione stime

A seguito dei risultati FY25 e 1Q26, rivediamo le nostre stime incorporando un profilo di crescita più prudente ma una traiettoria operativa più efficiente, in linea con le evidenze emerse nel trimestre. In particolare, **riduciamo le previsioni di ricavi per il 2026-27 rispettivamente dell'8% e del 7%**, riflettendo principalmente il ridimensionamento delle attività a bassa marginalità (in particolare nella divisione Innovation e delle controllate minori), solo parzialmente compensato dalla buona tenuta di The Hub. Il fatturato atteso nel 2026 si attesta ora a €9.7mn (vs €10.5mn precedente), con una crescita che tornerà più visibile solo dal 2027.

Sul fronte della redditività operativa, confermiamo il progressivo miglioramento già osservato nel 1Q26: **le stime di EBITDA Adj. rimangono sostanzialmente invariate in valore assoluto**, ma riflettono un mix qualitativo migliore, grazie ai benefici strutturali delle azioni di contenimento dei costi. Ciò consente di mantenere invariato il percorso verso il break-even (EBITDA Adj. positivo dal 2027), nonostante il minor contributo di ricavi.

A livello di bottom line, **l'incremento degli oneri finanziari** – coerente con una PFN più debole rispetto alle precedenti attese – comporta un **peggioramento delle stime di utile netto**, ora previsto negativo per €-1.4mn nel 2026 (vs €-1.2mn precedente) e per €-0.8mn nel 2027 (vs €-0.6mn precedente). In parallelo, **riduciamo anche il valore atteso del portafoglio startup** (-9% nel 2026-27), incorporando un approccio più conservativo nelle ipotesi di rivalutazione.

Nel complesso, la revisione delle stime riflette un modello più snello e focalizzato, caratterizzato da minori volumi ma maggiore disciplina operativa. Riteniamo che il miglioramento della qualità dei risultati, unitamente alla maggiore flessibilità finanziaria evidenziata, rappresenti un elemento positivo nel medio termine, pur a fronte di un percorso di ritorno alla redditività ancora graduale.

Zest – Estimates revision

(€ mn)	2026 New	2027 New	2028 New	2026 Old	2027 Old	2026 ch.	2027 ch.
Sales	9.7	10.7	11.9	10.5	11.5	-8%	-7%
% YoY growth	0.0%	10.3%	11.2%	14.1%	9.6%		
o/w Investments Div.	2.2	2.3	2.4	2.3	2.3	-3%	-1%
o/w Innovation Div.	3.1	3.9	4.9	3.7	4.5	-16%	-13%
o/w The Hub	3.9	4.0	4.1	3.5	3.6	11%	11%
o/w Other	0.5	0.5	0.5	1.0	1.1	-51%	-53%
Adj. EBITDA	-0.2	0.1	0.4	-0.2	0.1		
% of sales	-2.3%	1.0%	3.6%	-2.1%	1.0%		
% YoY growth	-82.1%	-146.3%	314.1%	-69.0%	-152.8%		
EBIT	-1.0	-0.5	-0.2	-1.0	-0.5		
% of sales	-10.6%	-4.6%	-1.4%	-9.7%	-4.2%		
% YoY growth	150.2%	-51.7%	-66.2%	-1141.7%	-52.3%		
Net Financial Charges	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1		
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Pretax Profit	-1.3	-0.7	-0.3	-1.1	-0.6		
Taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
tax rate	0%	0%	0%	0%	0%		
Net Profit	-1.3	-0.7	-0.3	-1.1	-0.6		
% of sales	-13.9%	-6.9%	-2.7%	-10.5%	-4.9%		
Minorities	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1		
Net Profit	-1.4	-0.8	-0.4	-1.2	-0.6		
% of sales	-14.9%	-7.8%	-3.5%	-11.2%	-5.5%		
Net Financial Position	-6.7	-5.0	-3.0	-4.0	-3.0		
Net Working Capital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2		
Portfolio	54.9	58.5	62.5	59.5	64.2	-8%	-9%

Source: Websim Corporate estimates

Il lancio, a breve, del fondo **Z One** rappresenta un **potenziale fattore di upside** rispetto alle nostre nuove stime, in quanto non è ancora pienamente riflesso nei numeri previsionali. In particolare, il fondo potrebbe consentire a Zest di rafforzare significativamente la propria capacità di investimento senza assorbire capitale proprio in misura proporzionale, grazie a un modello più asset-light e scalabile.

Attraverso Z One, la società può infatti ampliare il numero e la dimensione delle operazioni di investimento, beneficiando al contempo di commissioni di gestione e, prospetticamente, di carried interest, con un impatto positivo sia sulla crescita dei ricavi ricorrenti sia sulla marginalità complessiva. Inoltre, l'accesso a capitali di terzi potrebbe accelerare lo sviluppo del portafoglio e incrementare il fair value nel medio termine, con effetti potenzialmente rilevanti anche in termini di exit.

Le nostre nuove stime incorporano un approccio prudenziale, ipotizzando un contributo limitato del fondo nel periodo di piano. Tuttavia, un più rapido ramp-up nella raccolta e nell'allocazione delle risorse, unitamente a una buona pipeline di investimenti, potrebbe tradursi in ricavi superiori alle attese e in una più veloce espansione della redditività operativa. In tale contesto, Z One rappresenta quindi una leva strategica chiave che, se eseguita con successo, potrebbe determinare una revisione al rialzo delle stime nel medio termine.

Valutazione

Sulla base della nostra nuova **Sum of Parts** stimata a fine 2026 confermiamo il **target price** di Zest a **€0.24** ed il **rating BUY** sul titolo.

In dettaglio:

- **Il fair value del Portfolio a fine 2026 è stimato pari a €54.9mn** (€0.28 per azione) assumendo €3.0mn di investimenti di portafoglio, €3.5mn di exit ed una rivalutazione di circa il 10% del Portfolio nel corso del 2026.
- **Le attività operative sono valutate €9.7mn** (€0.05 per azione), sulla base di un multiplo EV/Sales 2026 pari a 1.0x.
- **Le altre partecipazioni sono valutate €1.1mn** (€0.01 per azione), in linea con i valori di libro.
- **La PFN a fine 2026 è stimata a €-6.7mn** (€-0.03 per azione), in peggioramento di €0.4mn da fine 2025, assumendo però l'azzeramento dei debiti scaduti, pari a €1.0mn a inizio esercizio.
- Alla SoP così ottenuta, pari a €59.0mn (€0.30 per azione), applichiamo uno **sconto liquidità del 20%** (€-0.06 per azione).

Zest – Sum-of-the-parts

	Fair Value (Eu mn)	Fair Value per share (Eu)
Investments Portfolio	54.9	0.28
Operating activities	9.7	0.05
Other Investments	1.1	0.01
Net Financial Position	(6.7)	(0.03)
Sum-of-the-parts	59.0	0.30
(20% Liquidity discount)	(11.8)	(0.06)
Target Value	47.2	0.24

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

I risultati FY25 e l'andamento del 1Q26 confermano che Zest sta attraversando una **fase di transizione verso un modello più efficiente e sostenibile**, caratterizzata da una razionalizzazione del perimetro operativo e da una maggiore disciplina sui costi. A fronte di ricavi sostanzialmente stabili nel 2025 e in lieve contrazione a inizio 2026, emerge infatti un **progressivo miglioramento della qualità operativa**, con benefici tangibili sulla marginalità e sulla struttura finanziaria.

Nel breve termine, la **redditività rimane ancora debole**, influenzata sia dalla minore contribuzione delle attività a bassa marginalità sia da un contesto di mercato che continua a pesare sul valore del portafoglio. Tuttavia, le azioni intraprese nel corso del 2025 – riduzione dei costi, riorganizzazione dell'organico e uscita da business non profittevoli – pongono le basi per un **graduale ritorno all'equilibrio economico**, atteso a livello di EBITDA nel corso del 2026.

Guardando al medio termine, riteniamo che il **principale driver di creazione di valore** sia rappresentato dall'evoluzione del modello di business verso una piattaforma di venture capital più scalabile e asset-light. In questo contesto, il lancio del fondo **Z One** costituisce un potenziale **punto di svolta strategico**, in grado di:

- aumentare significativamente la capacità di investimento attraverso capitale di terzi,
- migliorare la qualità e la visibilità dei ricavi grazie a management fees e carried interest,
- rafforzare il posizionamento competitivo di Zest all'interno dell'ecosistema dell'innovazione.

Pur mantenendo un approccio prudentiale nelle nostre stime - che riflettono una crescita più contenuta dei ricavi e un recupero graduale della redditività – riteniamo che il profilo rischio/rendimento rimanga interessante. In particolare, il titolo tratta a sconto rispetto al valore intrinseco derivante dalla **Sum-of-the-Parts**, che continua a essere supportata da un portafoglio ampio e diversificato e da un significativo potenziale di valorizzazione nel medio-lungo periodo.

Alla luce di questi elementi, **confermiamo il rating BUY e il target price di €0.24**, che incorpora un upside significativo rispetto ai prezzi correnti. I principali fattori di rischio restano legati alla volatilità delle valutazioni del portafoglio, alla capacità di execution del nuovo modello e alle condizioni del mercato venture capital; al contrario, un'accelerazione nella raccolta e nell'operatività del fondo Z One rappresenta il principale fattore di possibile revisione al rialzo delle nostre stime.

In sintesi, riteniamo che Zest si trovi oggi in una fase ancora intermedia del proprio percorso di trasformazione, ma con **fondamentali in miglioramento e catalizzatori strategici rilevanti**, tali da giustificare una visione costruttiva sul titolo nel medio periodo.

DETAILS ON STOCK RECOMMENDATION			
Stock NAME	ZEST		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (€):	0.24	Previous Target (€):	0.24
Current Price (€):	0.11	Previous Price (€):	0.12
Date of report:	29/06/2026	Date of last report:	17/10/2025

IMPORTANT DISCLOSURES

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under LEGAL NOTICES. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the web page CUSTOMER AREA.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certify that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities. Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Avenue, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (DCF) model or similar methods such as a dividend discount model (DDM)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium between 5.5% - 6.0% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the FTSEMIB40 Index, most of those on the MIDEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 29 June 2026 Intermonte's Research Department covered 138 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	31.88%
OUTPERFORM:	39.86%
NEUTRAL:	28.26%
UNDERPERFORM:	00.00%
SELL:	00.00%

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (81 in total) is as follows:

BUY:	51.85%
OUTPERFORM:	29.63%
NEUTRAL:	17.29%
UNDERPERFORM:	01.23%
SELL:	00.00%

CONFLICT OF INTEREST

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

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as the person in charge of carrying out the share buyback plan approved by the shareholders' meeting of AZIMUT, ECOSUNTEK, ELEN., ELICA, FILA, FIANCANTIERI, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SESA, SG COMPANY, STAR7, SYS-DAT, TMP GROUP, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. provides or has provided corporate brokerage services to ABC COMPANY, AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI DI BOLOGNA, ALLCORE, ALMAWAVE, ANTARES VISION, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EVISIO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FRANCHI UMBERTO MARM, GPI, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVÉ, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDELFI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TECNO, ULISSE BIOMED, WIIT, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA in the last 12 months

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as Financial Content Provider on the company ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, COFLE, COM.TEL, CUBE LABS, CY4GATE, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, ELES, ELICA, ENERGY, EVISIO, EXECUS, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDELFI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TAMBURI, TECNO, TMP GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of intermediary appointed in the public purchase and/or exchange offer transaction of ANTARES VISION, BANCA SISTEMA, MARE ENGINEERING GROUP, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as liquidity provider of BANCA SISTEMA, Zest Group SpA

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

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for BANCA GENERALI, BANCO BPM, MARE ENGINEERING GROUP, TELECOM ITALIA, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as market maker on financial instruments with underlying shares issued by AZA, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA GENERALI, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BCA POP SONDRIO, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINCOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIOBANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPEBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte Sim S.p.A. has or had in the last 12 months a marketing contract on instruments issued by BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBELN

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of specialist on financial instruments issued by ABITARE IN, AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, COM.TEL, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, ELEN., EMAK, ENERGY, FNM, GEFARAN, GREEN OLEO, INTRED, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, POWERSOFT, QF ALPHA IMM, REPLY, SESA, SG COMPANY, SOMEK, STAR7, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA with the obligation to disseminate studies

Intermonte SIM S.p.A. plays or has played in the last 12 months the role of sponsor for UNIDATA S.p.A.

© Copyright 2026 by Intermonte SIM - All rights reserved

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website <https://www.intermonte.it/avvertenze-legali/mifid-ii.html>
Further information is available.