

ZEST

Sector: Finance

BUY

Price: Eu0.13 - Target: Eu0.24

Il potenziale resta elevato nonostante la svalutazione di TAG

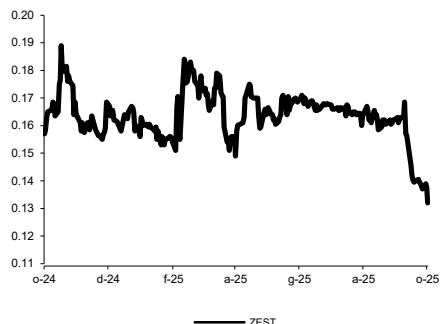
Guglielmo Marco Oipari +39-02-77115.247
marco.oipari@intermonte.it

Stock Rating			
Rating:	Unchanged		
Target Price (Eu):	from 0.32 to 0.24		
	2025E	2026E	2027E
Chg in Adj EPS	-34.5%	-0.4%	551.5%

Next Event

Shareholders' Meeting on 28th October 2025

ZEST - 12M Performance



Stock Data			
Reuters code:	ZEST.MI		
Bloomberg code:	ZEST IM		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-18.8%	-21.2%	-15.9%
Relative	-16.2%	-26.1%	-37.1%
12M (H/L)	0.19/0.13		
3M Average Volume (th):	660.62		

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	161
Total no. of shares (mn):	193
Mkt Cap Ord (Eu mn):	21
Total Mkt Cap (Eu mn):	21
Mkt Float - Ord (Eu mn):	12
Mkt Float (in %):	56.7%
Main Shareholder:	
StarTIP S.r.l. (TIP Group)	13.7%

Balance Sheet Data	
Book Value (Eu mn):	53
BVPS (Eu):	0.30
P/BV:	0.4
Net Financial Position (Eu mn):	-5
Enterprise Value (Eu mn):	30

Nel 1H25 il Gruppo Zest ha mostrato un significativo miglioramento dell'efficienza operativa (-18% YoY i costi operativi), ma ha riportato ricavi in calo del 12% YoY a Eu4.34mn. L'EBITDA adj. è migliorato a Eu-1.36mn da Eu-2.07mn e la PFN a Eu-5.6mn da Eu-6.9mn. Il fair value del Portfolio è diminuito del 10% assestandosi a Eu48.7mn per via della svalutazione della partecipata Talent Garden per Eu4.8mn. Il CdA ha proposto un aumento di capitale fino a Eu4.5mn per accelerare il Piano Industriale 2025-2029. Riteniamo che Zest si distingua come un accesso privilegiato all'ecosistema italiano dell'innovazione, offrendo un'esposizione a oltre 240 startup digitali, alcune delle quali potrebbero evolvere in future leader di mercato. Target price rivisto a Eu0.24 da Eu0.32, includendo un effetto diluitivo di circa il 10% per l'aumento di capitale. BUY confermato con upside potenziale di oltre il 90%.

- **Efficienza operativa in netto miglioramento, ma ricavi sotto le attese:** ricavi in calo del 12% YoY a Eu4.34mn, penalizzati dal Comparto Investments (-19% YoY) e dalla cessazione della controllata Stillabit. La riduzione dei costi operativi (-18% YoY) riflette le sinergie post-fusione e la razionalizzazione dell'organico. L'EBITDA adj. migliora a Eu-1.36mn da Eu-2.07mn.
- **Struttura finanziaria in miglioramento:** La PFN si attesta a Eu-5.6mn da Eu-6.9mn FY24 grazie alla riduzione del capitale circolante netto (Eu1.95mn) e a flussi positivi netti dall'attività di investimento (Eu0.5mn). Le passività scadute si riducono a Eu1.9mn da Eu2.2mn FY24.
- **Portfolio in flessione per effetto Talent Garden:** il fair value complessivo scende a Eu48.7mn (-10% vs FY24), principalmente per la svalutazione di Eu4.8mn della partecipazione in TAG, oggi oggetto di rilancio industriale e aumento di capitale; ciò nonostante l'attuale valutazione, pari a Eu4.32mn, rappresenta ancora oggi 8.25x l'investito. Alcune rivalutazioni (Shootify Labs, Heu) e le plusvalenze realizzate (Vikey, STIP) hanno parzialmente compensato l'impatto negativo. Nel semestre Zest ha partecipato a 23 operazioni di investimento per un controvalore pari a Eu36mn, di cui Eu1.4mn investiti da Zest ed Eu34.6mn investiti da terzi, con una leva di 25x.
- **Aumento di capitale fino a Eu4.5mn per accelerare la crescita:** proposto dal CdA per sostenere il Piano Industriale 2025-2029, l'aumento di capitale mira a espandere la capacità di investimento in AI, cybersecurity e cleantech, e a ridurre la dipendenza dal debito bancario. L'operazione fornirà al Gruppo maggiore flessibilità e rafforzamento patrimoniale.
- **Stime riviste in chiave prudente, BUY confermato:** ridotte le previsioni di ricavi 2025 a Eu9.2mn (-16% vs precedente stima) e l'EBITDA adj. a Eu-0.7mn da Eu-0.5mn, coerentemente con l'andamento del semestre. Riviste prudentemente al ribasso anche le stime di EBITDA adj. 2026 (Eu-0.2mn da Eu0.0mn) e 2027 (Eu0.1mn da Eu0.7mn). Target price rivisto a Eu0.24 da Eu0.32 per effetto delle svalutazioni, del calo delle stime e della diluizione potenziale derivante dall'aumento di capitale (stimiamo circa il 10%), con BUY confermato e upside potenziale superiore al 90%.

Key Figures & Ratios	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	7	8	9	10	12
EBITDA Adj (Eu mn)	0	-2	-1	0	0
Net Profit Adj (Eu mn)	-2	-1	-1	-1	-1
EPS New Adj (Eu)	-0.019	-0.009	-0.007	-0.006	-0.003
EPS Old Adj (Eu)	-0.019	-0.009	-0.011	-0.006	-0.001
DPS (Eu)	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	-3.7	-2.8	-6.4	-18.2	25.9

ZEST – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales	4	7	8	9	10	12
EBITDA	0	-1	10	1	-0	0
EBIT	-1	-3	8	0	-1	-0
Financial Income (charges)	-1	0	-0	-0	-0	-0
Associates & Others	-1	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	-1	-3	8	-0	-1	-1
Taxes	-0	-0	-0	-0	0	0
Tax rate	-2.7%	-1.1%	1.0%	-14.5%	0.0%	0.0%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	-0	-0	-0	-0
Net Profit	-1	-2	8	-0	-1	-1
EBITDA Adj	-0	-0	-2	-1	-0	0
EBIT Adj	-1	-2	-4	-2	-1	-0
Net Profit Adj	-2	-2	-1	-1	-1	-1
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	100	101	161	193	193	193
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	100	101	161	193	193	193
EPS f.d	-0.012	-0.022	0.058	-0.001	-0.006	-0.003
EPS Adj f.d	-0.015	-0.019	-0.009	-0.007	-0.006	-0.003
BVPS f.d	0.385	0.335	0.380	0.301	0.299	0.328
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 (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	0	0	-3	-0	-0	0
Change in NWC	-1	0	2	-1	-0	-0
Capital Expenditure	-0	-1	-0	-0	-0	-0
Other Cash Items	-0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-2	-0	-2	-1	-1	-0
Acquisitions, Divestments & Other Items	-1	-2	1	-1	2	2
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	2	1	0	5	0	0
Change in Net Financial Position	-1	-2	-0	2	1	1
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	37	33	58	59	63	68
Net Working Capital	2	2	-1	0	0	0
Long term Liabilities	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Net Capital Employed	38	34	57	58	63	67
Net Cash (Debt)	1	-1	-7	-5	-4	-3
Group Equity	38	33	50	54	59	64
Minorities	-0	-0	0	1	1	1
Net Equity	39	34	50	53	58	63
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap	36	33	34	26	26	26
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	1	-1	-7	-5	-4	-3
Enterprise Value	35	33	41	30	29	28
Ratios (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	nm	nm	nm	nm	nm	1.0%
EBIT Adj Margin	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Gearing - Debt/Equity	-1.5%	2.3%	13.9%	8.3%	6.8%	4.6%
Interest Cover on EBIT	nm	19.2	22.8	0.8	nm	nm
Net Debt/EBITDA Adj	1.9	-3.7	-2.8	-6.4	-18.2	25.9
ROACE*	-10.5%	-63.7%	354.6%	120.9%	-76.6%	-38.0%
ROE*	-3.8%	-5.5%	-2.5%	-2.7%	-2.1%	-1.0%
EV/CE	7.3	8.0	18.0	371.8	22.2	22.3
EV/Sales	8.0	4.7	4.9	3.3	2.8	2.5
EV/EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
EV/EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Free Cash Flow Yield	-7.2%	-1.5%	-7.3%	-5.6%	-4.1%	-2.0%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales	nm	58.8%	20.5%	8.4%	14.1%	9.6%
EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
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: Intermonte SIM estimates

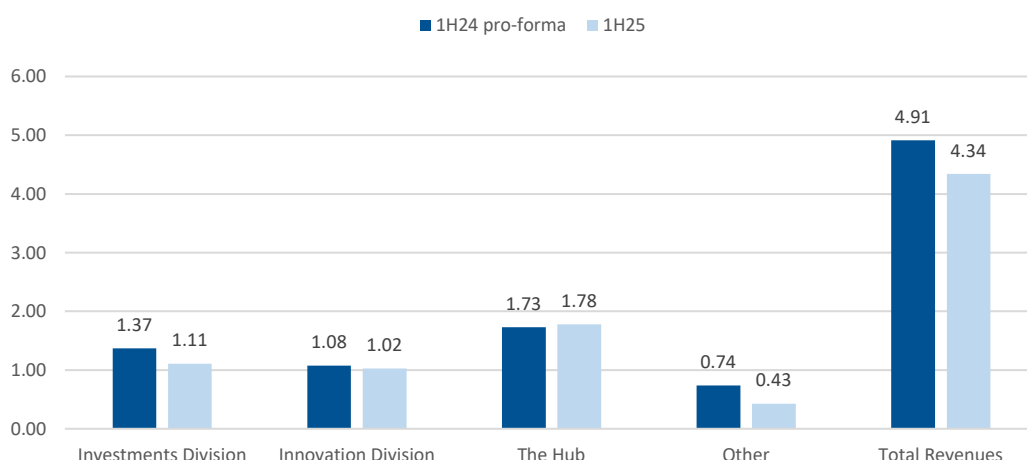
Risultati 1H25

Martedì 23 settembre, in serata, Zest ha comunicato i **risultati 1H25**, che hanno mostrato **ricavi inferiori rispetto all'esercizio precedente** (-12% YoY), il cui impatto è stato tuttavia in gran parte compensato da un **significativo miglioramento dell'efficienza operativa**, con costi in forte calo (-18% YoY). Sotto il profilo patrimoniale si è registrata una **riduzione del 10% rispetto al FY24 del valore del Portfolio**, principalmente determinata dalla svalutazione della partecipazione in Talent Garden.

Per facilitare una comprensione adeguata dei fenomeni economici il **confronto** dei risultati 1H25 è effettuato **rispetto ad una versione "pro-forma" del conto economico 1H24**, 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.

- **Ricavi -12% YoY a Eu4.34mn**: Comparto Investments -19% YoY a Eu1.11mn; Comparto Innovation -5% YoY a Eu1.02mn; The HUB +3% YoY a Eu1.78mn; altri ricavi -42% YoY a Eu0.43mn, principalmente a causa 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 inferiori di circa l'8% rispetto al Budget previsto nel nuovo Piano Industriale 2025-2029 approvato lo scorso 3 marzo.

Zest – 1H25 vs 1H24 pro-forma revenues (Eu mn)

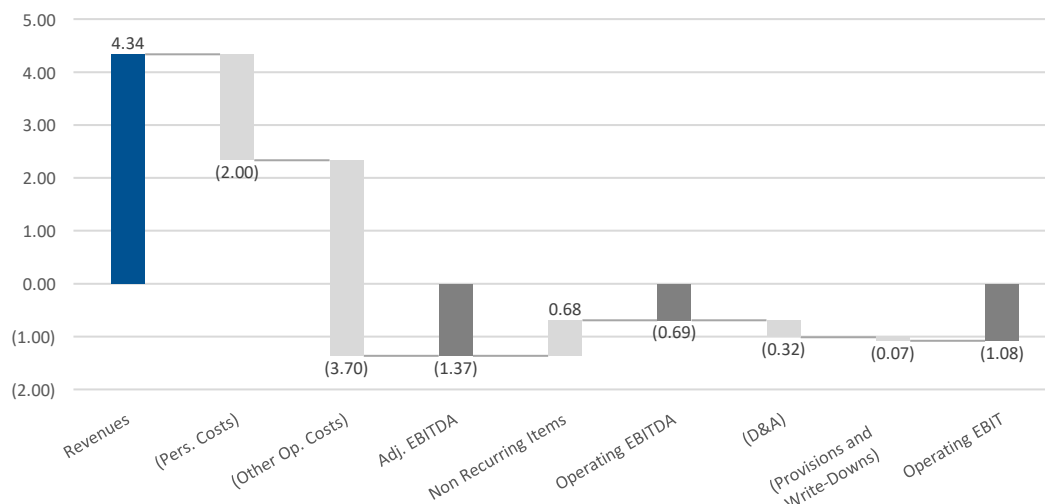


Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

- **EBITDA adj. Eu-1.37mn vs Eu2.08mn 1H24**: il miglioramento è riconducibile principalmente alla riduzione del 40% YoY dei costi per servizi (Eu1.90mn vs Eu3.18mn 1H24) 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 lieve calo (-4% YoY a Eu2.00mn), che diventerà più rilevante nel 2H25 in quanto il processo di riorganizzazione ha portato ad un taglio dell'organico del 16% (58 dipendenti vs 69 dipendenti al 30 giugno 2024) ed in particolare ad una riduzione dei quadri del 33% (10 vs 15 al 30 giugno 2024). Gli altri costi operativi sono invece cresciuti del 5% YoY a Eu1.81mn. Complessivamente i costi operativi sono stati inferiori di circa il 5% rispetto al Budget, permettendo di recuperare quasi interamente a livello di EBITDA adj. l'impatto negativo dei minori ricavi.
- **EBITDA operativo Eu-0.69mn vs Eu-2.33mn 1H24**: ha beneficiato di componenti non ricorrenti positive per Eu0.68mn (vs Eu-0.26mn 1H24) derivanti principalmente dalla cessione del ramo d'azienda Stillabit (Eu0.41mn) ed alla definizione della procedura concordataria che interessava la società medesima (Eu0.74mn), parzialmente compensate da componenti non ricorrenti negative per incentivi all'esodo e transazioni con i dipendenti.
- **EBITDA complessivo Eu0.23mn vs Eu11.21mn 1H24**: il dato dell'1H25 non è confrontabile con quello dell'anno precedente, che aveva beneficiato di Eu11.21mn di differenza da concambio di fusione. L'EBITDA complessivo 1H25 ha beneficiato di un contributo positivo di Eu0.92mn del risultato netto della gestione investimenti (vs EU-0.32mn 1H24), che include principalmente le variazioni di valore di tutti gli strumenti per i quali non è stata avviata la FVOCI Option (Eu1.00mn vs Eu-0.68mn 1H24), in particolare la variazione di fair value dei finanziamenti convertendo detenuti in STIP S.r.l. e la plusvalenza realizzata dalla cessione della Vikey S.r.l.
- **Risultato netto Eu-0.33mn vs Eu7.75mn 1H24**, dopo ammortamenti in calo del 34% YoY a Eu0.32mn, accantonamenti e svalutazioni in calo del 72% YoY a Eu0.07mn e oneri finanziari netti in crescita dell'87% YoY a Eu0.17mn.

- **Indebitamento finanziario netto Eu5.60mn vs Eu6.92mn FY24:** il miglioramento di Eu1.32mn della PFN è principalmente attribuibile alla riduzione del CCN, che ha liberato Eu1.95mn, ed al flusso finanziario dell'attività di investimento, positivo per Eu0.50mn (Eu-1.11mn i investimenti ed Eu1.61mn di disinvestimenti), che hanno permesso di più che compensare l'EBITDA operativo negativo (Eu-0.69mn) e gli oneri finanziari (Eu0.17mn). Inoltre, le posizioni debitorie scadute, rappresentate prevalentemente da debiti commerciali, sono diminuite a Eu1.92mn da Eu2.21mn FY24.
- **Patrimonio netto del Gruppo Eu42.62mn vs Eu49.83mn FY24:** la riduzione di Eu7.21mn del patrimonio netto è principalmente riconducibile alla svalutazione di partecipazioni valutate a FVOCI per Eu6.36mn, su cui ha pesato soprattutto la variazione negativa di fair value di Eu4.80mn della quota del 6.98% detenuta in Talent Garden S.p.A. (TAG), di cui parleremo in maniera più estesa nella parte relativa al Portfolio.

Zest – 1H25 Operating Results (Eu mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Il Portfolio

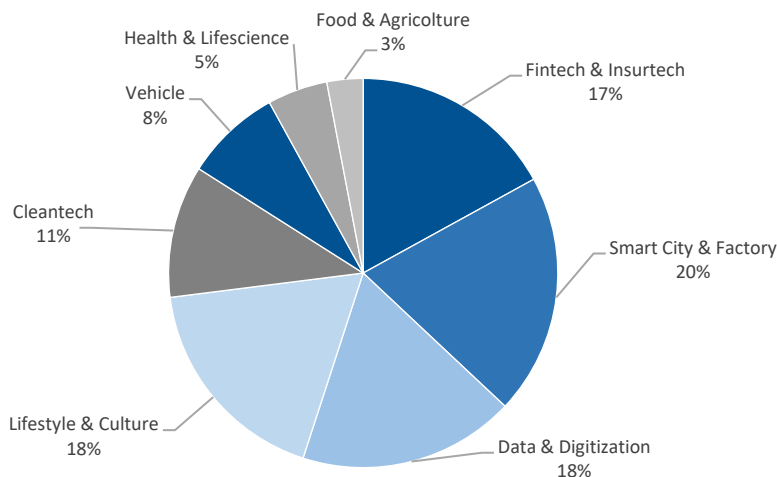
Il Portfolio di Zest Investments si compone complessivamente di **241 partecipazioni o altri strumenti partecipativi in startup**, di cui **16 acquisiti nel solo 1H25**, con un **fair value** che all'1H25 ammontava a **Eu48.69mn** da Eu54.23mn al termine del FY24 (-10%).

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 (18%)**: 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 (18%)**: 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 (20%)**: 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 (17%)**: 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 (8% del Portfolio)**, **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 dell'1H25, pari a Eu5.54mn, è stata determinata principalmente dalla **svalutazione di partecipazioni valutate a FVOCI per Eu6.36mn**, su cui ha pesato soprattutto la **variazione negativa di fair value di Eu4.80mn** della quota del 6.98% detenuta in **Talent Garden S.p.A.** (Lifestyle & Culture), che rappresenta il singolo investimento più rilevante del Portfolio (Eu4.32mn, 8.9% del totale). In sostanza il fair value della partecipazione è stato più che 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 8.25x 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

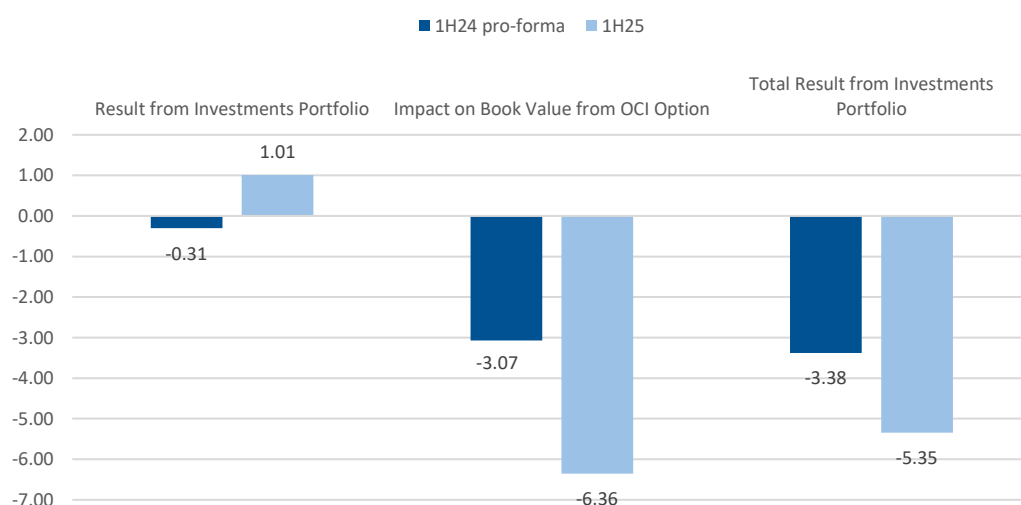
per complessivi Eu6.65mn (di Eu0.15mn riservati a CDP Venture Capital SGR), mediante l'emissione di 6.65mn di nuove azioni ordinarie.

Inoltre, lo scorso aprile si sono concluse **due importanti operazioni di cessione**, che hanno generato un corrispettivo totale di Eu1.52mn, con plusvalenze complessive di Eu0.96mn, passate a conto economico:

- la partecipazione del 13.72% in **Vikey S.r.l.** (Traveltech) è stata **ceduta** al Gruppo Zucchetti **per Eu1.11mn**, con una **plusvalenza di Eu0.66mn** 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 Eu0.41mn, con una **plusvalenza di Eu0.31mn** ed un **multiplo sull'investito di 2.25x**.

Il **risultato netto complessivo della gestione investimenti nell'1H25**, ottenuto sommando la componente passata a conto economico e le variazioni di valore di partecipazioni valutate a FVOCI, è stato dunque **negativo per Eu5.35mn**, pari al 9.9% del valore del Portfolio a inizio 2025, che si confronta con la perdita di Eu3.38mn registrata nell'1H24 pro-forma.

Zest – Total Result from Investments Portfolio, 1H25 and 1H24 pro-forma (Eu mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Nel semestre Zest ha partecipato a **23 operazioni di investimento** per un controvalore complessivo pari a Eu36mn, di cui **Eu1.4mn investiti da Zest** ed **Eu34.6mn investiti da terzi**, con una **leva di 25x**. Gli investimenti del periodo sono stati così suddivisi:

- **Programma di Accelerazione, primo investimento:** sono state realizzate 11 operazioni di investimento in nuove startup attraverso i programmi di accelerazione, con un impegno complessivo da parte di Zest pari a Eu0.4mn e da parte di terzi pari a Eu1.3mn.
- **Programma di Accelerazione, follow-on:** sono state realizzate 7 operazioni di investimento follow-on in startup all'interno dei veicoli, con un impegno complessivo da parte di Zest per Eu0.40mn e da parte di terzi per Eu3.2mn.
- **Startup di Portfolio:** sono state realizzate 5 operazioni in startup diretti di portafoglio in cui Zest ha investito Eu0.57mn e terzi hanno investito Eu0.13mn.

Zest – 1H25 Portfolio Investments

(Eu mn)	First Investment	Follow-On	Total
Acceleration Programs	0.40	0.40	0.81
Portfolio Startups	0.50	0.07	0.57
Total	0.90	0.47	1.38

Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

L'aumento di capitale

Martedì 23 settembre il CdA di Zest, oltre ad approvare i risultati semestrali, ha proposto un **aumento di capitale in opzione fino a Eu4.5mn**, da deliberare in Assemblea il 28 ottobre 2025.

L'aumento di capitale proposto dal CdA rappresenta un passaggio chiave nella strategia di crescita del Gruppo, finalizzato **a accelerare la capacità di investimento e permettere l'attuazione del piano industriale** approvato il 3 marzo 2025. Infatti, nel comunicato di presentazione del Piano Industriale 2025-2029 era stato chiaramente affermato dal Presidente Esecutivo, Marco Gay, che per la realizzazione del Piano sarebbero state necessarie nuove risorse allo scopo di accelerare la capacità di investimento.

Le nuove risorse dovrebbero dunque permettere di **anticipare i tempi di sviluppo** e di **cogliere tempestivamente opportunità di mercato** in segmenti ad alto potenziale, sostenendo l'esecuzione di **progetti strategici** e di **alleanze industriali** già in corso. In particolare, il rafforzamento patrimoniale dovrebbe fornire al Gruppo la flessibilità necessaria per **investire in innovazione e crescita organica**, con focus su **IA, Cybersecurity e tecnologie cleantech**, nonché per sostenere la **creazione di veicoli dedicati** a tali aree strategiche.

L'operazione consentirà inoltre di **ridurre la dipendenza dal debito bancario**, garantendo **maggiore autonomia finanziaria** e la possibilità di affrontare investimenti di lungo periodo nel capitale di società target, in coerenza con la visione di gruppo.

Infine, l'aumento di capitale contribuirà a **rafforzare la solidità patrimoniale e la struttura finanziaria**, migliorando la **capacità di attrarre nuovi partner strategici** e di supportare l'espansione internazionale, in un contesto favorevole all'innovazione tecnologica e alla transizione digitale.

L'aumento di capitale ha tuttavia anche un **aspetto negativo**, in quanto l'emissione di nuove azioni ad un prezzo che dovrà essere necessariamente a sconto rispetto alle attuali quotazioni di mercato, a nostro avviso già piuttosto depresse, avrà un **effetto diluitivo sul target price**, che sarà **solo parzialmente compensato dal valore del diritto d'opzione**.

Revisione stime

A seguito dei risultati 1H25 **rivediamo le nostre stime in senso più conservativo** per le seguenti ragioni.

- I ricavi 1H25 hanno mostrato un andamento più contenuto rispetto alle attese, che li vedevano in crescita del 13% YoY, trainati dal Comparto Innovation (-5% YoY nell'1H25): **tagliamo pertanto la stima di ricavi 2025 del 16% a Eu9.2mn, corrispondente ad un calo del 5% YoY.**
- Tenuto conto dell'obiettivo di ricavi 2029 di Eu14.4mn previsto dal nuovo Piano Industriale, riteniamo che la nostra precedente stima di Eu13.1mn al 2027 fosse troppo ottimistica: **riduciamo pertanto le nostre stime di top line del 13% per il 2026 (+14% YoY a Eu10.5) e del 12% per il 2027 (+10% YoY a Eu11.5mn).**
- La riduzione dei costi operativi nell'1H25 è stata superiore alle attese; tuttavia, la revisione al ribasso dei ricavi ci induce ad **abbassare anche le stime a livello di EBITDA adj.: Eu-0.7mn da Eu-0.5mn nel 2025, Eu-0.2mn da break-even nel 2026 ed Eu0.1mn da Eu0.7mn nel 2027.** Le nuove stime risultano peraltro coerenti con il nuovo Piano Industriale, che ha come obiettivo Eu0.7mn di EBITDA adj. nel 2029.
- **Le stime di PFN vengono leggermente migliorate nel 2025 (Eu-4.5mn da Eu-5.7mn) e nel 2026 (Eu-4.0mn da Eu-4.6mn)** nonostante i minori risultati operativi, grazie al buon andamento del CCN nell'1H25, che ha liberato Eu1.95mn di risorse finanziarie; **rivediamo invece leggermente al ribasso la PFN 2027 (Eu-3.0mn da Eu2.6mn)** a causa del minore EBITDA adj. L'aumento di capitale di Eu4.5mn si assume che venga interamente investito nel Portfolio, per cui non dovrebbe avere impatti significativi sulla PFN.

Zest – Estimates revision

(Eu mn)	2025 New	2026 New	2027 New	2025 Old	2026 Old	2027 Old	2025 ch.	2026 ch.	2027 ch.
Sales	9.2	10.5	11.5	11.0	12.0	13.1	-16.4%	-12.7%	-11.9%
% YoY growth	-5.2%	14.1%	9.6%	13.3%	9.3%	8.6%			
o/w Investments Div.	2.2	2.3	2.3	3.1	3.2	3.3	-29.0%	-29.0%	-29.0%
o/w Innovation Div.	2.6	3.7	4.5	3.5	4.3	5.1	-25.7%	-14.0%	-11.8%
o/w The Hub	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6			
o/w Other	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	0.0%	0.0%	0.0%
Adj. EBITDA	-0.7	-0.2	0.1	-0.5	0.0	0.7	52.2%	2612.5%	-82.7%
% of sales	-7.6%	-2.1%	1.0%	-4.2%	-0.1%	5.1%			
% YoY growth	-71.9%	-69.0%	-152.8%	-81.5%	-98.3%	-8384.5%			
EBIT	0.1	-1.0	-0.5	-1.6	-0.8	0.1	-106.3%	25.9%	-873.6%
% of sales	1.1%	-9.7%	-4.2%	-14.2%	-6.7%	0.5%			
% YoY growth	-98.8%	-1141.7%	-52.3%	-119.2%	-48.2%	-107.8%			
Net Financial Charges	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1			
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Pretax Profit	0.0	-1.1	-0.6	-1.0	-0.9	0.0	-96.9%	23.5%	-7210.2%
Taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
tax rate	-15%	0%	0%	0%	0%	0%			
Net Profit	0.0	-1.1	-0.6	-1.0	-0.9	0.0	-96.4%	23.5%	-7210.2%
% of sales	-0.4%	-10.5%	-4.9%	-9.1%	-7.5%	0.1%			
Minorities	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1			
Net Profit	-0.1	-1.2	-0.6	-1.1	-1.0	-0.1	-89.9%	21.7%	873.1%
% of sales	-1.2%	-11.2%	-5.5%	-9.7%	-8.1%	-0.5%			
Net Financial Position	-4.5	-4.0	-3.0	-5.7	-4.6	-2.6			
Net Working Capital	0.0	0.1	0.2	0.7	1.9	3.0			
Portfolio	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4			

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

Tenuto conto della riduzione di valore del Portfolio derivante dalle svalutazioni dell'1H25, della riduzione delle stime sui risultati operativi e dell'effetto diluitivo dell'aumento di capitale, **riduciamo del 25% il nostro target price a Eu0.24 da Eu0.32 per azione**. Confermiamo pertanto la raccomandazione BUY sulla base di un **upside potenziale superiore al 90%**.

In dettaglio:

- **Il fair value del Portfolio a fine 2025 è stimato pari a Eu55.3mn**, -8% rispetto alla precedente stima di Eu59.9mn, tenuto già conto di Eu4.5mn di investimenti aggiuntivi a seguito dell'aumento di capitale. Nel caso gli investimenti aggiuntivi fossero più diluiti nel tempo non vi sarebbe ulteriore impatto sulla valutazione in quanto la differenza andrebbe a beneficio della PFN.
- **Le attività operative sono valutate Eu8.3mn**, -25% rispetto alla precedente stima di Eu11mn, sulla base di un multiplo EV/Sales 2025 ridotto a 0.9x da 1.0x.
- **La PFN a fine 2025 è stimata a Eu-5.6mn**, in miglioramento di Eu0.8mn rispetto alla precedente stima, a seguito della riduzione del CCN.
- **Per quanto riguarda l'aumento di capitale si stima un effetto diluitivo sul target price di circa il 10%**. È stata fatta l'ipotesi semplificatrice che le nuove azioni vengano emesse ad un prezzo unitario di Eu0.14, in linea con le attuali quotazioni, per un totale di 32.14mn di nuove azioni, pari al 20% del numero di azioni attuali (160.71mn). Trattandosi di un aumento di capitale con diritto d'opzione, il prezzo di sottoscrizione sarà a sconto rispetto al prezzo di mercato; tuttavia, l'effetto diluitivo di tale sconto sarà compensato dal diritto d'opzione per cui possiamo per ora non tenerne conto.

Zest – Sum-of-the-parts

	Fair Value (Eu mn)	Fair Value per share (Eu)
Investments Portfolio	55.3	0.29
Operating activities	8.3	0.04
Other Investments	1.3	0.01
Net Financial Position	(5.6)	(0.03)
(Overdue Debts)	(1.9)	(0.01)
Sum-of-the-parts	57.4	0.30
(20% Liquidity discount)	(11.5)	(0.06)
Target Value	45.9	0.24

Source: Websim Corporate estimates

Company in Brief

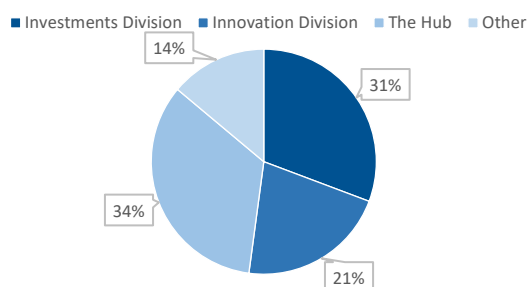
Descrizione della società

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/Opportunità

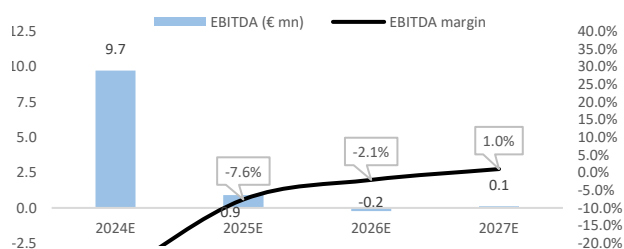
- Primo operatore italiano di dimensione europea per investimenti early-stage, accelerazione startup, scale-up e programmi di open innovation e corporate venturing
- Consolidato know-how e relazioni di lungo termine con società di venture capital e business angels grazie all'ultraventennale esperienza 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 Eu8bn
- Opportunità di ottimizzazione dei costi a seguito della fusione

Zest – FY24 Sales Breakdown



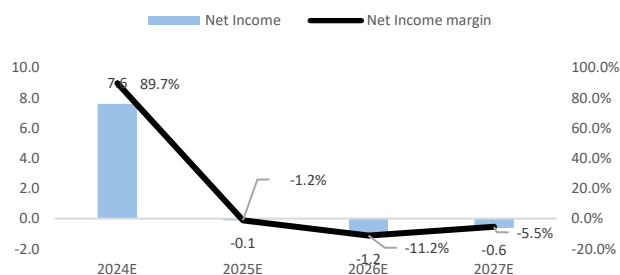
Source: Company Data

Zest – 2024E-2027E EBITDA (Eu mn) and EBITDA Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Zest – 2024E-2027E Net Income (Eu mn) & Net Income Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

Executive Chairman: Marco Gay

CEO: Luigi Capello

CFO: Fabrizio Marziali

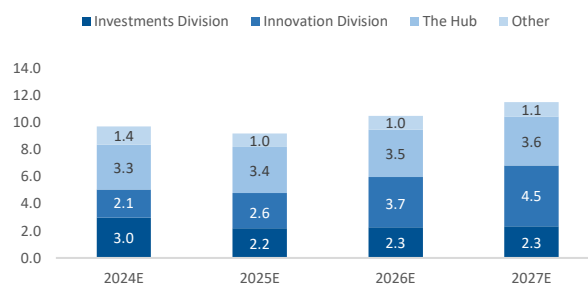
Azionisti

StarTIP Srl (TIP Group)	13.7%
LUISS	11.7%
LV.EN H. Srl (L.Capello)	9.3%
Alberto Fioravanti	4.4%
WebWorking (M.G.Gay)	1.9%
Marco Gay	1.4%
Others	0.8%
Market float	56.7%

Rischi/Debolezze

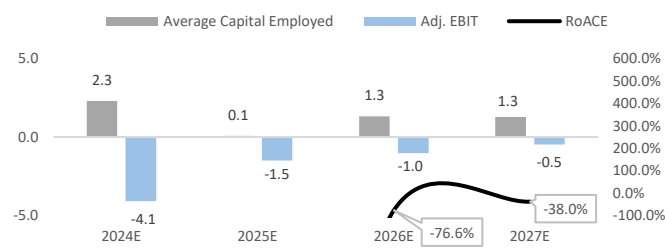
- Portafoglio concentrato per il 94% su società italiane
- Ridotta capitalizzazione di borsa
- Disponibilità finanziarie contenute
- Dimensioni marginali del mercato italiano del Venture Capital in ambito europeo

Zest – 2024E-2027E Net Turnover Breakdown by Division (Eu mn)



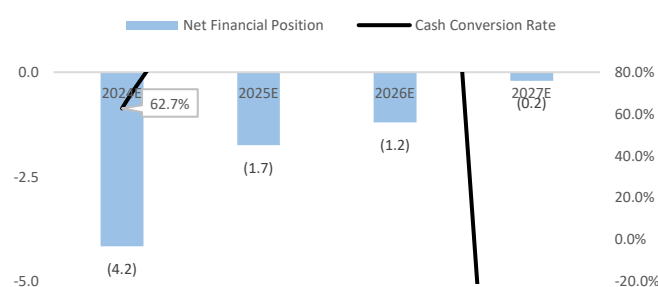
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Zest – 2024E-2027E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Zest - 2024-2027E NFP (Eu mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	ZEST		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (Eu):	0.24	Previous Target (Eu):	0.32
Current Price (Eu):	0.13	Previous Price (Eu):	0.15
Date of report:	17/10/2025	Date of last report:	16/04/2025

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

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

CERTIFICAZIONE DELL'ANALISTA

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

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

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

GUIDA ALL'ANALISI FONDAMENTALE

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

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

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

Frequenza della ricerca: trimestrale.

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

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

Spiegazione del nostro sistema di valutazione:

BUY: azione prevista in grado di superare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi;
OUTPERFORM: azione prevista in grado di superare il mercato tra il 10% e il 25% in un periodo di 12 mesi;
NEUTRAL: prevista una performance dell'azione compresa tra +10% e -10% rispetto al mercato in un periodo di 12 mesi;
UNDERPERFORM: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato tra -10% e -25% in un periodo di 12 mesi;
SELL: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi.

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

DISTRIBUZIONE ATTUALE DELLE RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO

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

Al 17 Ottobre 2025 l'Ufficio Studi di Intermonte copre 131 aziende. La distribuzione delle raccomandazioni effettuate da Intermonte è la seguente:

BUY:	31.30%
OUTPERFORM:	38.17%
NEUTRAL:	30.53%
UNDERPERFORM:	00.00%
SELL:	00.00%

La distribuzione delle raccomandazioni, sulle azioni di società che hanno ricevuto servizi di corporate finance da parte di Intermonte, negli ultimi 12 mesi (76 in totale) è la seguente:

BUY:	51.32%
OUTPERFORM:	30.26%
NEUTRAL:	18.42%
UNDERPERFORM:	00.00%
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, SESA, STAR7, 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, FNM, FRANCHI UMBERTO MARM, G.M. LEATHER, GPI, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVE, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TALEA GROUP, 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, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, EDILIZIACROBATICA, 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, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, OSAI AUTOMATION SYSTEM, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SCIUKER 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 agisce come controparte di WIIT Fin S.r.l. in relazione a opzioni call e put aventi come sottostante di riferimento le azioni e i dividendi di **WIIT S.p.A.**

Intermonte SIM agisce in qualità di advisor finanziario di Banca CF+ 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 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, FINECOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIOBANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte Sim S.p.A. ha o ha avuto negli ultimi 12 mesi un contratto di marketing su strumenti emessi da BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N, 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, ALKEMY, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, CYBEROO, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, EL.EN., EMAK, ENERGY, GREEN OLEO, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, QF ALPHA IMM, REPLY, SERVIZI ITALIA, SESA, SG COMPANY, SOMEC, 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 dei report da una fonte diversa da Intermonte SIM, stai violando le leggi sul copyright. Questo documento non può essere pubblicato né diffuso, distribuito o copiato senza il consenso scritto esplicito di Intermonte SIM.

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

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

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

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

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

Ulteriori informazioni sono disponibili sul nostro sito.