

MARE GROUP

BUY

Sector: IT Services

Price: Eu4.10 - Target: Eu8.00

Verso la leadership nazionale nell'ingegneria

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

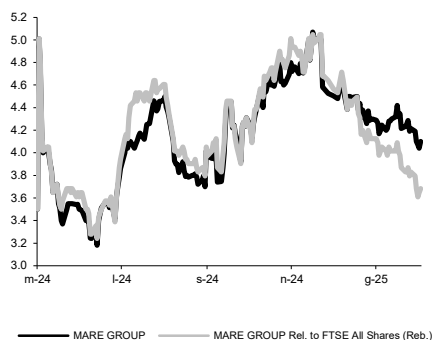
Stock Rating

Rating:	Unchanged		
Target Price (Eu):	Unchanged		
	2024E	2025E	2026E
Chg in Adj EPS	-47.0%	-19.9%	-19.8%

Next Event

FY24 Final Results Out March 28th 2025

MARE GROUP - 12M Performance



Stock Data

Reuters code:	MARE.MI		
Bloomberg code:	MARE IM		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-3.4%	-13.9%	--
Relative	-9.0%	-28.9%	--
12M (H/L)	5.07/3.18		
3M Average Volume (th):	15.14		

Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	15
Total no. of shares (mn):	16
Mkt Cap Ord (Eu mn):	62
Total Mkt Cap (Eu mn):	62
Mkt Float - Ord (Eu mn):	20
Mkt Float (in %):	32.9%
Main Shareholder:	
Antonio Maria Zinno	20.4%

Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	49
BVPS (Eu):	2.99
P/BV:	1.4
Net Financial Position (Eu mn):	5
Enterprise Value (Eu mn):	59

Con l'acquisizione di La SIA, Mare Group farà un deciso salto in avanti verso la leadership nazionale nell'ingegneria, salendo al sesto posto tra gli operatori indipendenti del settore, con oltre 500 professionisti ed un VdP pro-forma 2024 che stimiamo in circa Eu65mn. Grazie alla complementarità tra i due gruppi ed alle nuove opportunità di business derivanti dall'ingresso nei settori delle infrastrutture e dell'edilizia civile, stimiamo in prima approssimazione una creazione di valore dall'acquisizione di circa Eu0.4 per azione che dovrebbe parzialmente compensare l'effetto diluitivo dell'aumento di capitale di dicembre 2024. Risultati preliminari 2024 lievemente sotto le attese, ma per ora non modifichiamo le stime, in quanto esse erano prudenti. Confermiamo il rating BUY sul titolo ed il TP di Eu8.0 per azione.

■ **Risultati preliminari 2024:** I risultati preliminari 2024, comunicati venerdì scorso, sono in linea con la guidance ma lievemente sotto le attese: VdP +13.1% YoY a Eu44.6mn (stima Eu45.0mn), adj. EBITDA +24.5% YoY a Eu13.2mn (stima Eu14.0mn), PFN adj. a debito per Eu1.3mn (stima Eu14.0mn prima di Eu13.5mn di AdC). Confermiamo le stime in attesa della guidance 2025 che sarà annunciata il 28 marzo.

■ **L'acquisizione di La SIA:** Il 12 febbraio scorso Mare Group ha annunciato la sua maggiore acquisizione: La SIA, società quotata sull'EGM, attiva nei settori della consulenza ingegneristica e del design, specializzata nella progettazione di infrastrutture critiche (edilizia civile, tlc e impianti energetici), con un VdP 2024 di Eu15.6mn, un backlog di Eu34.4mn ed una PFN positiva di Eu4.0mn. Sarà prima acquisito il 70.6% del capitale dai soci fondatori e poi sarà lanciata un'OPAS sul restante 29.4% alle stesse condizioni: rapporto di concambio di 0.64 + Eu0.62 in denaro per ogni azione La SIA, per un totale di Eu3.38 per azione La SIA o di Eu19.2mn per il 100% del capitale (EV/Sales di 1.0x, rispetto a 1.8x di Mare Group). Maurizio Ciardi, CEO e socio fondatore di La SIA, entrerà nel CdA di Mare Group con deleghe operative per la gestione della società acquisita, facilitando il processo di integrazione. L'operazione permetterà a Mare Group di integrare competenze specializzate in settori per lei nuovi, arricchendo il proprio portafoglio di servizi, permettendo lo sviluppo di soluzioni ingegneristiche intelligenti e interconnesse e aprendo nuove opportunità di business con ricavi anche ricorrenti in settori strategici ad alto potenziale, con conseguente aumento della competitività.

■ **L'aumento di capitale di dicembre 2024:** Il potenziale acquisitivo di Mare Group resterà ancora molto elevato, in quanto lo scorso dicembre la società ha raccolto tramite ABB Eu15.5mn di capitale fresco, con l'emissione di 3.44mn di nuove azioni a Eu4.50 per azione, avendo l'obiettivo di rafforzare patrimonialmente il Gruppo in funzione di nuove operazioni di M&A.

■ **Raccomandazione BUY e TP di Eu8.0 confermati:** Confermiamo il BUY sul titolo ed il TP di Eu8.0, che sconta l'effetto diluitivo di Eu0.9 dell'aumento di capitale di dicembre, compensato da Eu0.4 di impatto positivo stimato dell'acquisizione, Eu0.4 di effetto rollover del DCF ed Eu0.1 di effetto multipli dei peers.

Key Figures & Ratios	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	39	45	58	65	74
EBITDA Adj (Eu mn)	11	13	17	20	24
Net Profit Adj (Eu mn)	3	2	6	9	13
EPS New Adj (Eu)	0.254	0.175	0.373	0.571	0.830
EPS Old Adj (Eu)	0.237	0.330	0.465	0.712	1.040
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj		4.8	3.5	2.3	1.2
EV/EBIT Adj		11.5	6.7	3.6	1.6
P/E Adj	16.1	23.5	11.0	7.2	4.9
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	2.4	0.1	-0.3	-0.9	-1.4

MARE GROUP – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	35	39	45	58	65	74
EBITDA	9	10	11	17	20	24
EBIT	4	5	3	9	13	18
Financial Income (charges)	-0	-1	-1	-0	0	1
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	3	4	2	8	13	19
Taxes	0	-1	-1	-2	-4	-5
Tax rate	-10.1%	34.9%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
Minorities & Discontinued Operations	-0	-0	0	0	0	0
Net Profit	4	2	2	6	9	13
EBITDA Adj	9	11	13	17	20	24
EBIT Adj	4	5	5	9	13	18
Net Profit Adj	4	3	2	6	9	13
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	10	10	16	16	16	16
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	10	10	15	16	16	16
EPS f.d	0.374	0.237	0.132	0.373	0.571	0.830
EPS Adj f.d	0.374	0.254	0.175	0.373	0.571	0.830
BVPS f.d	1.792	1.869	3.070	2.991	3.585	4.415
Dividend per Share ORD	0.022	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	8	10	12	18	21	25
Change in NWC	-7	-1	2	-5	-2	-1
Capital Expenditure	-9	-10	-8	-6	-3	-3
Other Cash Items	0	0	-1	-0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-8	-1	5	7	16	22
Acquisitions, Divestments & Other Items		0	0	0	0	0
Dividends	0	-1	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	0	0	21	2	0	0
Change in Net Financial Position	-7	-2	26	9	16	22
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	25	29	30	28	24	21
Net Working Capital	19	21	19	24	26	27
Long term Liabilities	-3	-3	-4	-4	-5	-6
Net Capital Employed	41	47	45	48	45	42
Net Cash (Debt)	-21	-26	-2	5	17	34
Group Equity	18	19	41	49	58	72
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	18	19	41	49	58	72
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap			61	64	64	64
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-21	-26	-2	5	17	34
Enterprise Value			63	59	47	30
Ratios (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	37.1%	38.8%	34.5%	32.7%	33.7%	36.0%
EBIT Adj Margin	15.0%	19.6%	14.3%	17.1%	21.7%	26.8%
Gearing - Debt/Equity	116.3%	137.1%	4.5%	-9.8%	-29.9%	-47.8%
Interest Cover on EBIT	9.6	4.3	3.3	24.8	nm	nm
Net Debt/EBITDA Adj	2.2	2.4	0.1	-0.3	-0.9	-1.4
ROACE*	11.3%	10.9%	7.6%	19.0%	27.7%	41.6%
ROE*	23.6%	13.8%	7.8%	13.6%	17.3%	20.7%
EV/CE			1.4	1.3	1.0	0.7
EV/Sales			1.6	1.1	0.8	0.4
EV/EBITDA Adj			4.8	3.5	2.3	1.2
EV/EBIT Adj			11.5	6.7	3.6	1.6
Free Cash Flow Yield	-12.2%	-1.6%	8.7%	11.7%	26.2%	34.8%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	46.1%	11.7%	13.2%	29.4%	12.7%	14.2%
EBITDA Adj	37.1%	13.4%	24.6%	27.4%	18.1%	21.8%
EBIT Adj	18.5%	41.8%	1.9%	60.6%	45.9%	40.7%
Net Profit Adj	77.4%	-32.1%	-9.1%	163.4%	52.1%	45.3%
EPS Adj	77.4%	-32.1%	-31.3%	113.3%	53.3%	45.3%
DPS	nm	nm				

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

L'aumento di capitale di dicembre 2024

L'operazione

Il **18 dicembre 2024**, in serata, Mare Group ha annunciato il lancio di un **aumento di capitale**, suddiviso in due tranches scindibili, riservato ad investitori qualificati fino ad un massimo di **Eu15.469mn** da realizzarsi attraverso una procedura di **ABB**, senza diritto di opzione, ad un **prezzo minimo di sottoscrizione fissato a Eu4.50 per azione**, pari al **10% di sconto** rispetto al prezzo di chiusura dello stesso giorno.

- La **prima tranche**, di **Eu12.375mn** inclusivi di sovrapprezzo, da eseguirsi mediante emissione di **massime 2,750,000 azioni** da sottoscrivere **entro il 31 dicembre 2024**.
- La **seconda tranche**, opzionale ed incrementale, di **Eu3.094mn** inclusivi di sovrapprezzo, da eseguirsi mediante emissione di **massime 687,500 azioni** allo stesso prezzo di emissione della tranche precedente, da emettersi a discrezione della Società **entro il 30 giugno 2025**.

In data **1° marzo 2024**, l'**Assemblea Straordinaria** di Mare Group aveva infatti attribuito al CdA la facoltà di aumentare, a pagamento e in via scindibile, in una o più tranches, il capitale sociale entro il termine di cinque anni dalla deliberazione, mediante emissione di **massime 6,624,000 azioni ordinarie**. Tale facoltà era stata parzialmente esercitata nel **maggio 2024** in fase di **IPO**, quando erano state emesse **2,050,000 di nuove azioni** ad un prezzo unitario di **Eu3.50**. L'ABB di dicembre 2024 rappresentava dunque una seconda esecuzione parziale della delega dell'Assemblea Straordinaria del **1° marzo 2024**.

Il **20 dicembre 2024** Mare Group ha comunicato di avere **completato con successo l'operazione**, raccogliendo complessivamente sottoscrizioni per **Eu13.065mn** e impegni vincolanti per ulteriori **Eu2.403mn**, per un **totale di Eu15.469mn**, al **prezzo unitario di Eu4.50**.

- La **prima tranche** ha visto la **sottoscrizione** di **2,750,000 azioni** per un importo di **Eu12.375mn**.
- La **seconda tranche** è stata **sottoscritta** per un importo di **Eu0.690mn**, pari a **153,433 azioni**, con un **impegno irrevocabile di sottoscrizione** residuo di **Eu2.403mn**, pari ad ulteriori **534,067 azioni**, da completare **entro il 30 giugno 2025** (di cui 100,000 azioni già sottoscritte a fine dicembre).

Gli obiettivi strategici

Tale operazione, in totale coerenza con la strategia indicata dalla Società in fase di IPO sul segmento EGM, mira a **rafforzare patrimonialmente il Gruppo reperendo risorse per la crescita**, sia interna sia esterna. L'obiettivo è accelerare l'espansione e consolidare la presenza nel mercato, affermandosi come un **operatore di riferimento nell'Ingegneria**, con particolare focus su **Aerospace & Defense** e **Digital Innovation**.

- Nel **settore Aerospace & Defense**, Mare Group punta a diventare un protagonista di primo piano, specializzandosi nella **gestione di sistemi complessi e mission-critical**. Per raggiungere questo obiettivo, prevede l'acquisizione di aziende del settore con volumi d'affari simili, mantenendo un **EBITDA margin superiore al 20%**. Inoltre, la strategia di crescita prevede l'individuazione di operatori con un fatturato che permetta di **incrementare la quota estera** del fatturato del Gruppo **fino al 20-25%**, garantendo al contempo un basso livello di indebitamento finanziario netto. L'approccio strategico adottato mira a integrare tecnologie avanzate per migliorare l'affidabilità dei dispositivi elettronici, rafforzando la competitività sul mercato e ampliando l'offerta di soluzioni innovative. Mare Group intende sviluppare un ecosistema integrato di prodotti hardware e software, combinando competenze in digital transformation e ingegneria avanzata. Il settore Aerospace & Defense sta rapidamente adottando tecnologie digitali all'avanguardia, tra cui l'intelligenza artificiale (AI), inclusa quella generativa (GenAI), e la realtà estesa, già in grado di offrire vantaggi concreti. L'impiego di queste tecnologie può generare nuove opportunità di business, migliorare l'efficienza operativa e aumentare la competitività dell'azienda. L'**acquisizione di Powerflex S.r.l.**, annunciata il 23 luglio 2024 e **completata a fine anno**, si inserisce proprio in questo contesto, in quanto si tratta di un'azienda italiana che opera da quasi trenta anni nei settori Difesa, Avionica, Aerospazio, Navale e Ferroviario ed offre soluzioni ingegneristiche avanzate per apparecchiature elettroniche sensibili e protezione sismica, distinguendosi per lavorazioni meccaniche ed elettroniche di alta qualità. Dispone di un'area dedicata ai test e alle certificazioni e offre un'ampia gamma di servizi di consulenza per la qualificazione ambientale e meccanica. Powerflex, che nel 2023 ha realizzato un fatturato di circa Eu4.0mn, con un EBITDA margin del 9.6%, arricchisce l'offerta di Mare Group, integrando la progettazione, il testing e la certificazione di sistemi meccatronici. Questo potenziamento riguarda sia il settore strategico della Difesa sia l'ampliamento delle soluzioni già disponibili nei settori aerospaziale e ferroviario. Inoltre, contribuisce a completare i servizi di ingegneria dedicati alle Grandi Imprese.
- Nel **settore Digital Innovation**, Mare Group valuterà l'acquisizione di aziende altamente specializzate **nell'ingegneria applicata alle infrastrutture, all'architettura e alle telecomunicazioni**, con competenze avanzate nella **trasformazione digitale**, nell'**automazione** e nell'**analisi predittiva**. L'obiettivo è promuovere la digitalizzazione delle infrastrutture attraverso tecnologie in grado non

solo di riprodurle fedelmente, ma anche di preservarle, monitorarle e migliorarne la sostenibilità. Le infrastrutture moderne sono caratterizzate da un'elevata complessità, interconnessione e interdipendenza. Per questo motivo, non è più efficace considerare separatamente la sicurezza fisica e quella informatica, che comprende reti, data center e sistemi informativi. È fondamentale adottare approcci integrati in grado di gestire congiuntamente i rischi fisici e informatici, valutandone le reciproche implicazioni. In questo contesto, settori come le Smart Roads, nel comparto viario, la Sanità Digitale e la Telemedicina nel sistema sanitario, così come la digitalizzazione avanzata nel settore bancario e finanziario, testimoniano l'evoluzione tecnologica in corso. In Italia, anche l'edilizia e il patrimonio architettonico stanno affrontando un processo di trasformazione digitale, che rappresenta una leva strategica per raggiungere importanti obiettivi ambientali, tra cui la decarbonizzazione. Le aziende operanti in questo ambito sono generalmente di piccole dimensioni e presenti quasi esclusivamente a livello nazionale. Queste realtà, per la natura del loro modello di business, tendono a non essere indebitate, salvo nei casi di crescita per linee esterne. Spesso strutturate come aggregazioni di competenze specialistiche, distribuiscono costantemente utili ai soci prestatori d'opera. Per questo motivo, Mare Group si concentrerà nella ricerca di imprese caratterizzate da una forte autonomia operativa e da una dimensione adeguata alle proprie strategie di crescita.

Ad ulteriore supporto della propria strategia di crescita, il 9 gennaio 2025 Mare Group ha annunciato di avere ottenuto Eu8mn di **nuovi finanziamenti**, di cui **Eu5mn da CDP** e **Eu3mn da BPER**. Entrambi i finanziamenti sono assistiti da **SACE "Garanzia Futuro"**, hanno una **durata di 5 anni** (inclusi 9 mesi di preammortamento) a tassi convenienti e un piano di ammortamento trimestrale a capitale costante.

In meno di un mese il Gruppo è riuscito a dotarsi di nuova finanza per un totale di Eu23.5mn, dando così chiara evidenza del proprio commitment sugli obiettivi di crescita.

Inoltre, per assicurarsi la massima flessibilità finanziaria in funzione delle operazioni di M&A, il CdA del 29 gennaio 2025, nel rispetto della delibera assembleare del 1° marzo 2024, ha approvato un **incremento del piano di buyback** fino ad un **massimo di 2,990,000 azioni** e per un **massimo di Eu10mn** per la costituzione di un magazzino titoli a servizio di eventuali acquisizioni e dei piani di incentivazione; questi ultimi, in caso di raggiungimento degli obiettivi al 2027, potranno portare all'assegnazione al management fino a 1,000,000 di azioni.

L'acquisizione di La SIA

Prima fase: acquisizione del pacchetto di maggioranza (70.6%)

In totale coerenza con i propri obiettivi strategici ed a meno di due mesi dall'aumento di capitale di dicembre, Mare Group ha annunciato la seconda acquisizione dopo l'IPO (la tredicesima dal 2019), la maggiore mai realizzata. La società ha sottoscritto un accordo vincolante per **l'acquisto del 70.6% delle azioni di La SIA** (società quotata su EGM) da CSE Holding S.r.l. (che fa capo a Maurizio Ciardi), Aspasia S.r.l. (che fa capo a Mario Rampini) e GLSR S.r.l. (che fa capo a Riccardo Sacconi), soci fondatori, con un corrispettivo per l'82.3% in concambio azionario e per il 17.7% in denaro.

In particolare, a fronte dell'acquisto di complessive **4,000,000 di azioni La SIA** (70.6% del capitale) verranno riconosciute ai soci fondatori:

- **2,560,000 azioni Mare Group** rivenienti dalla sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, pari ad un rapporto di concambio di 0.64 azioni Mare Group per ogni azione La SIA conferita;
- **Eu2.48mn in denaro**, pari ad Eu0.62 per ogni azione La SIA conferita.

L'accordo prevede inoltre:

- che **Maurizio Ciardi** entri nel CdA di Mare Group con deleghe operative per il coordinamento e la gestione di La SIA;
- l'impegno di stabilità dei soci fondatori, con un **lock-up** di 36 mesi da parte di Aspasia e GLSR e di 24 mesi da parte di CSE Holding

La realizzazione dell'operazione è subordinata al verificarsi delle classiche **condizioni sospensive** di seguito elencate:

- approvazione da parte dell'Assemblea Straordinaria di Mare Group del conferimento di una delega al CdA per effettuare l'aumento di capitale riservato;
- la conferma, sulla base della perizia di stima, che il valore della quota di partecipazione oggetto di conferimento sia almeno pari al controvalore dell'aumento di capitale riservato ai soci fondatori;
- il rilascio, da parte dell'Autorità Governativa, dell'Autorizzazione Golden Power o della dichiarazione che l'operazione non necessita di tale autorizzazione;

- il rilascio di eventuali autorizzazioni da parte di Autorità antitrust, se necessarie;
- tra la firma dell'accordo e il closing, non devono verificarsi eventi negativi rilevanti che possano compromettere in modo significativo il valore dell'acquisizione;
- l'assolvimento da parte di La SIA degli obblighi informativi e, se necessario, l'ottenimento del consenso degli istituti finanziari o delle controparti in base ai contratti di finanziamento e agli accordi rilevanti.

Riteniamo che il completamento di questa prima fase potrebbe richiedere **circa due mesi**.

Seconda fase: OPAS sul flottante (29.4%)

A seguito del closing, partirà un'OPAS (la prima mai realizzata tra società quotate su EGM) sul restante 29.4% alle medesime condizioni dell'accordo con i soci fondatori. **Per ogni lotto minimo di 500 azioni La SIA** saranno offerte:

- **320 azioni Mare Group**, pari ad un **rapporto di concambio di 0.64** azioni Mare Group per ogni azione La SIA conferita e ad un controvalore di Eu2.76 sulla base del prezzo di chiusura del titolo Mare Group del 12 febbraio scorso (Eu4.32, ultimo prezzo prima dell'annuncio dell'operazione);
- **Eu310 in denaro**, pari ad **Eu0.62 per ogni azione** La SIA conferita.

In caso di successo totale dell'OPAS, l'acquisizione del restante **29.4% di La SIA** comporterà:

- l'emissione di **1,066,560 azioni Mare Group**;
- un pagamento in denaro di **Eu1.03mn**.

La valorizzazione del **100% di La SIA**, sulla base della quotazione del titolo Mare Group del 12 febbraio scorso risulterebbe pari a **Eu19.2mn (Eu3.38 per azione)**, di cui Eu15.7mn in azioni (3,626,560 azioni) e Eu3.5mn in denaro. Il **premio** rispetto alla quotazione del titolo La SIA del 12 febbraio scorso (Eu2.90 per azione) è pari a circa il **17%**.

Riteniamo che il completamento di questa seconda fase potrebbe richiedere **circa quattro mesi dal completamento della prima fase**.

La SIA

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

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

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

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

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

L'esercizio **2023** si era chiuso con un **valore della produzione di Eu16.3mn** ed un **adj. EBITDA di Eu3.5mn**, pari ad un **margin** del **21.3%**. Sulla base dei dati preliminari relativi al **2024**, il **valore della produzione** è diminuito del 4% YoY a **Eu15.6mn**, risentendo di una riduzione significativa dei ricavi della business line Telco a favore della costituzione di un forte posizionamento nel settore Civil. Il **backlog** a fine dicembre **2024** risultava pari a **Eu34.4mn**, in calo del 5% YoY, sempre a causa della riduzione di ordini sulla business

line Telco, parzialmente compensata da un incremento su quella Utilities & Infrastructures, coerentemente con la strategia di sviluppo della Società. L'**hard backlog** ha comunque registrato un netto progresso, in quanto a fine **2024** ha raggiunto il valore di **Eu12.4mn** da Eu9.6mn di fine 2023 (+29% YoY). La **PFN** a fine **2024** era **positiva per Eu4.0mn**. Nel corso del 2024 La SIA ha portato avanti un processo di **diversificazione del business ed espansione in nuovi settori**, con **acquisizione di nuovi clienti**, anche in **nuovi mercati**. La componente di VdP relativo alla business line Civil nel 2024 ha raggiunto il 47% dal 22% del 2022, quella della linea Utilities & Infrastructures è salita al 15% dall'1% del 2022, mentre quella della Telco è scesa al 38% dal 77% del 2022. Inoltre, la concentrazione del primo cliente si è ridotta al 24% nel 2024 dal 47% del 2023.

I razionali strategici dell'operazione

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

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

Mare Group punta ad assumere una posizione di leadership nel settore dell'ingegneria indipendente in Italia e **l'acquisizione di La SIA si integra perfettamente nella sua strategia di crescita**, in quanto consente di rafforzare la posizione del Gruppo nei settori ad alto valore aggiunto, ampliando l'offerta di servizi, competenze e capacità tecnologiche. A seguito dell'acquisizione di La SIA, Mare Group salirà al sesto posto nel settore dell'ingegneria indipendente in Italia, con un organico di **oltre 500 professionisti** ed un **valore della produzione aggregato** su base 2023, inclusivo anche di Powerflex, di circa **Eu60mn**.

Leading independent engineering companies in Italy

Company	VoP 2023 (Eu mn)
Rina Consulting	215.4
Proger	178.8
Italconsult	129.4
DBA Group	112.0
F&M	65.7
Mare Group¹	60.0
Ideas	59.3
Agriconsulting	58.5
Italsolf	54.8
Sogesid	52.7

Source: Guamarì ranking of top 200 Italian engineering companies – ¹Aggregate VoP 2023 of Mare Group, La SIA and Powerflex

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

- **Complementarità: sinergia tra competenze e tecnologie.** L'acquisizione di La SIA permette a Mare Group di integrare competenze altamente specializzate nei settori della progettazione ingegneristica, del design e della consulenza per infrastrutture critiche, arricchendo così il proprio portafoglio di servizi. Infatti, Mare Group è un riferimento nei sistemi maccatronici, mentre La SIA è leader nella progettazione di infrastrutture critiche e smart cities, per cui la loro unione consente di offrire soluzioni più complete e integrate. Inoltre, grazie a La SIA, Mare Group può intervenire dalla progettazione fino alla realizzazione e certificazione di sistemi complessi, migliorando l'efficienza operativa e favorendo una gestione più efficiente di progetti multidisciplinari grazie all'unione delle competenze tecniche e digitali. Ad esempio, con l'introduzione obbligatoria del BIM nell'edilizia, le tecnologie XR Line di Mare Group diventano un fattore abilitante in tutte le fasi della costruzione (addestramento, sicurezza, verifiche di conformità, istruzioni operative, supporto automatico, supervisione remota), ottenendo come risultato meno errori, meno sprechi e meno incidenti nei cantieri. **Strategicamente, l'integrazione tra le due aziende crea dunque un ecosistema ingegneristico avanzato, in grado di rispondere in modo più efficace alle esigenze di un mercato in rapida evoluzione.**
- **Espansione in settori strategici ad alto potenziale.** L'operazione consente a Mare Group di rafforzare la propria presenza nei settori chiave, aumentando le opportunità di crescita e diversificazione. La SIA è specializzata nella progettazione di infrastrutture essenziali (telecomunicazioni, energia, trasporti),

ambito in cui Mare Group potrà operare con maggiore impatto. La SIA fornisce soluzioni innovative per la progettazione urbana sostenibile, ampliando l'offerta di Mare Group nel settore delle città intelligenti e della mobilità sostenibile. Mare Group è già presente nel comparto Difesa, e l'expertise di La SIA in progettazione avanzata e monitoraggio infrastrutturale rafforza ulteriormente questa posizione. Inoltre, l'integrazione con La SIA permette di sviluppare sistemi avanzati per la manutenzione predittiva e il monitoraggio di infrastrutture critiche, aumentando la resilienza e l'efficienza dei sistemi. Infatti, la piattaforma Sypla di Mare Group, con la convergenza di IoT e Intelligenza Artificiale, abilita nell'edilizia un nuovo modello di business con ricavi ricorrenti, introducendo una piattaforma completa per la manutenzione predittiva che estende il ciclo di fatturazione all'intera vita dell'immobile o dell'infrastruttura, con vantaggi per tutti gli stakeholder. Strategicamente, **l'acquisizione apre dunque nuove opportunità di business, consentendo a Mare Group di consolidarsi come player di riferimento nelle infrastrutture tecnologiche avanzate.**

- **Innovazione e integrazione: digitalizzazione e soluzioni avanzate.** L'operazione favorisce lo sviluppo di soluzioni digitali integrate, migliorando la capacità di risposta alle esigenze del mercato. La combinazione di ingegneria e tecnologia consente infatti di integrare strumenti avanzati di intelligenza artificiale, IoT e digital twin per la gestione delle infrastrutture. Inoltre, grazie all'integrazione tra progettazione BIM e tecnologie di monitoraggio intelligente, Mare Group potrà offrire soluzioni più efficienti e predittive, e grazie all'adozione di tecnologie innovative potrà migliorare l'impatto ambientale delle infrastrutture, promuovendo un approccio green e sostenibile. Strategicamente, **l'integrazione con La SIA accelera dunque la trasformazione digitale di Mare Group, permettendo lo sviluppo di soluzioni ingegneristiche intelligenti e interconnesse.**
- **R&D abilitante: potenziamento della ricerca e sviluppo.** L'operazione rafforza la capacità di Mare Group di investire in ricerca e sviluppo, elemento chiave per la crescita sostenibile. La sinergia tra le due aziende permette infatti di sviluppare soluzioni innovative in ambito smart building, mobilità sostenibile e difesa, e favorisce l'accesso a nuove partnership strategiche con istituzioni accademiche e laboratori tecnologici, consentendo di ampliare il portafoglio brevetti, aumentando il valore dell'azienda nel lungo periodo. Strategicamente **Mare Group rafforza dunque la propria posizione come azienda innovativa e orientata alla ricerca, aumentando la propria competitività sui mercati globali.**
- **Evoluzione del business model: verso un'offerta di servizi integrati.** L'acquisizione di La SIA consente a Mare Group di far evolvere il proprio modello di business, passando da un'offerta focalizzata su singoli servizi a un approccio più completo e integrato. Mare Group potrà posizionarsi come un hub di innovazione ingegneristica, in grado di offrire soluzioni chiavi in mano per clienti pubblici e privati. L'integrazione con La SIA permetterà di accedere a modelli di business basati su servizi continuativi di monitoraggio, manutenzione e consulenza, garantendo flussi di entrate più stabili. Strategicamente **Mare Group evolve dunque verso un modello di business più scalabile, resiliente e ad alto valore aggiunto, aumentando la sua attrattività per clienti e investitori.**

I risultati preliminari 2024

Venerdì 28 febbraio, in mattinata, Mare Group ha comunicato i **risultati preliminari 2024**, che sono **all'interno dell'intervallo di guidance** comunicata il 7 novembre 2024 **e lievemente al di sotto delle nostre stime**.

- **Valore della Produzione: Eu44.6mn, +13.1% YoY** (Eu39.4mn nel 2023), totalmente organico, quasi sul massimo dell'intervallo di guidance di Eu42-45mn e inferiore dell'1% rispetto alla nostra stima di Eu45.0mn.
- **EBITDA adj.: Eu13.2mn, +24.5% YoY** (Eu10.6mn nel 2023), a metà dell'intervallo della guidance di Eu12.5-14mn e inferiore del 6% rispetto alla nostra stima di Eu14.0mn. L'EBITDA margin adj. risulta pari al 29.6%, inferiore di 150bps rispetto alla nostra stima di 31.1%. Gli aggiustamenti tengono conto, tra gli altri, di oneri straordinari per circa Eu3mn e proventi straordinari per Eu1mn.
- **PFN adj.: a debito per Eu1.3mn, rispetto a Eu24.7mn di fine 2023**, non confrontabile con l'intervallo di guidance di Eu14-17mn e con la nostra stima di Eu14.0mn, in quanto entrambi non tenevano conto dell'aumento di capitale di dicembre 2024. Decurtando dalla PFN adj. di fine dicembre gli Eu13.5mn raccolti con l'aumento di capitale (in quanto i restanti Eu2.0mn saranno raccolti nell'1H25), si ottiene un indebitamento netto adj. prima della ricapitalizzazione di Eu14.8mn, che è all'interno dell'intervallo di guidance e sostanzialmente in linea con le nostre stime se si tiene conto anche dei costi legati all'ABB. Gli aggiustamenti della PFN tengono conto, tra gli altri, dell'impatto delle azioni proprie, pari a Eu0.52mn (132,753 azioni).

Benché la marginalità del 2024 sia stata lievemente inferiore alla nostra stima, **non modifichiamo per ora le nostre aspettative sugli esercizi successivi**, in primo luogo perché le nostre stime già assumono per il 2025 un EBITDA margin del 29.2%, inferiore di 40bps rispetto a quello conseguito nel 2024, incorporando dunque un buon livello di prudenza, ed in secondo luogo in quanto preferiamo attendere la comunicazione della guidance 2025, prevista per il 28 marzo prossimo, prima di rivedere i numeri sugli esercizi futuri.

Valutazione

Aggiorniamo la nostra valutazione del titolo Mare Group per tenere conto delle novità intervenute a seguito del nostro avvio di copertura del 12 dicembre 2024. L'effetto diluitivo dell'aumento di capitale risulta compensato dagli effetti positivi derivanti dall'operazione La SIA, dal rollover del DCF e dai multipli di settore, per cui **confermiamo il nostro target price di Eu8.0 e la raccomandazione BUY sul titolo**.

In particolare, i fattori che impattano sulla valutazione sono i seguenti.

- **L'aumento di capitale di dicembre 2024.** Il nostro target price di Eu8.0 per azione era stato calcolato sulla base di un numero totale di azioni fully diluted di 12,765,500, pari ad un equity value di Eu102.5mn, ed incorporava uno sconto liquidità del 20%, per cui il fair value prima di tale sconto risultava pari a Eu128.1mn. L'aumento di capitale di dicembre 2024 ha comportato l'emissione complessiva (inclusa la tranche che sarà completata entro giugno 2025) di 3,437,500 nuove azioni al prezzo unitario di Eu4.50, pari ad una raccolta complessiva di Eu15.5mn. Aggiungendo il valore della raccolta al precedente fair value ed applicando lo sconto liquidità del 20% si ottiene un nuovo equity value di Eu114.9mn, che diviso per il nuovo numero totale di azioni fully diluted (16,203,000), fornirebbe una nuova valutazione di Eu7.1 per azione, pari ad un **effetto diluitivo di circa il 12%**.
- **L'acquisizione di La SIA.** La società non ha fornito indicazioni quantitative sulle possibili sinergie che potranno derivare dall'integrazione di La SIA, per cui allo scopo di stimare l'impatto valutativo derivante da tale operazione dovremo fare delle ipotesi procedendo in modo necessariamente approssimativo. La SIA ha comunicato per il 2024 un VdP di Eu15.6mn, in calo del 4% rispetto al 2023, quando l'EBITDA era stato pari a Eu3.5mn, con una marginalità del 21.3%. Il controvalore dell'acquisizione ai prezzi di mercato al momento dell'annuncio risulta pari a Eu19.2mn in termini di equity e a Eu15.2mn in termini di EV, pari ad un EV/Sales 2024 di 1.0x che si confronta con il valore di 1.8x stimato per Mare Group. Le dimensioni di La SIA, in termini di VdP, sono pari a circa il 30% rispetto a quelle di Mare Group prima dell'acquisizione, mentre in termini di EBITDA dovrebbero essere pari a circa il 20% di Mare Group a causa della sua minore marginalità. Assumendo che, grazie alle sinergie, la marginalità di La SIA possa migliorare portandosi a quella media del Gruppo, possiamo attribuire a La SIA un EV pari al 30% rispetto a quello calcolato per Mare Group, vale a dire Eu42.6mn, che al netto dello sconto liquidità del 20% diventano Eu34.1mn. Aggiungendo tale valore all'equity value di Mare Group dopo l'aumento di capitale di dicembre si ottiene una nuova valutazione di Eu149.0mn. Si considera che l'impatto dell'operazione sulla PFN di Mare Group sia marginale, in quanto l'esborso in denaro di Eu3.5mn in caso di acquisizione del 100% del capitale di La SIA, dovrebbe essere più che compensato dalle disponibilità finanziarie nette di La SIA, pari a Eu4.0mn a fine 2024. Considerata l'emissione di 3,626,560 azioni per gli azionisti di La SIA, si arriva ad un numero totale di 19,828,560 azioni fully diluted, pari ad una nuova valutazione di Eu7.5 per azione, con un **effetto accrescitivo di circa il 6%**.
- **Il rollover del modello DCF.** Nel report di inizio copertura, il nostro modello DCF scontava tutti i flussi di cassa al 2024, mentre ora, essendo entrati nel 2025, questo rappresenta il nuovo anno base per l'attualizzazione dei flussi. Tale rollover ha un impatto sulla valutazione basata sul DCF di circa il 10%, e considerato che la valutazione finale era basata per il 50% sul DCF, possiamo stimare un **impatto positivo di circa il 5% sul target price**, pari a Eu0.4 per azione.
- **I multipli di settore.** I multipli dei peers sono in media migliorati dal 12 dicembre di oltre il 2%, e considerato che la valutazione finale era basata per il 50% sui multipli di settore, possiamo stimare un **impatto positivo di circa l'1% sul target price**, pari a Eu0.1 per azione.

Mare Group – Valuation update

	Eu per share
Previous target price	8.0
Dilution impact from the December capital increase	(0.9)
Value accretion from La SIA acquisition	0.4
DCF rollover impact	0.4
Peer multiples impact	0.1
New target price	8.0

Source: Websim Corporate estimates

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	MARE GROUP		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (Eu):	8.00	Previous Target (Eu):	8.00
Current Price (Eu):	4.10	Previous Price (Eu):	4.95
Date of report:	03/03/2025	Date of last report:	12/12/2024

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

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

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

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

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

ANALYST CERTIFICATION

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

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

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

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

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

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

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

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&PMB40 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 31 December 2024 Intermonte's Research Department covered 132 companies.

As of today Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	31.34 %
OUTPERFORM:	43.28 %
NEUTRAL:	25.38 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

As at 31 December 2024 the distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (71 in total) is as follows:

BUY:	50.70 %
OUTPERFORM:	29.58 %
NEUTRAL:	19.72 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

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

Intermonte acts as financial advisor to Banco BPM in the context of the offer promoted by UniCredit

Intermonte acts as ECM advisor to Banca Ifis in the offer promoted on illimity Bank

Intermonte acted as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkerm S.p.A.

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aquafil, Banca Ifis, Banco BPM, Maire, Tinexta.

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

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

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

Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider and/or Specialist and/or Corporate Broker on the following companies: Alkerm, Allcore, Almwave, Bfire S.p.A., B&C Speakers, Casta Diva Group, Cleanbnb, Cofe, Crowdfundme, Cube Labs, Cyberoo, DHH, Digtouch, Edilziacrobatica Spa, Eles, Energy, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fila, Fope, GM Leather, Green Oleo, High Quality Food, IGD SiiQ, Ikonisys, Interco, Intred, ISCC Fintech, Lemon Sistemi, Maps Group, Mare Group, Masi Agricola, Misitano & Stracuzzi, Neodecortech, Notorious Pictures, Olidata, Osai Automation System, Racing Force Group, Redfish Long Term Capital, Reti, Sciucor Frames, SG Company, Simone, Solid World Group, Spindox, Talea, Tamburi, Tinexta, TMP Group, Tps Group, Ullisse Biomed, Xenia Hôtellerie Solution Spa Società Benefit, Wiit, Zest.

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

Emitente	%	Long/Short

© Copyright 2025 by Intermonte SIM - All rights reserved

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

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

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

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

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website [MIFID](#)

Further information is available