

MARE GROUP

Sector: Technology Services

BUY

Price: Eu4.14 - Target: Eu8.30

Growth stock a multipli da value

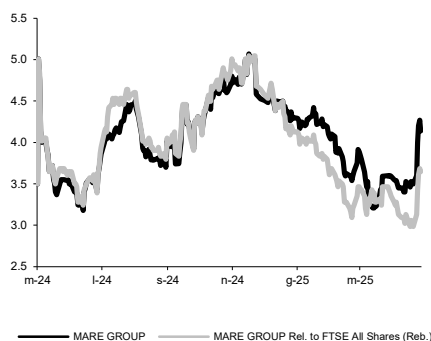
Websim Team +39-02-76418200
research@websim.it

| Stock Rating | | | |
|--------------------|-------------------|-------|-------|
| Rating: | Unchanged | | |
| Target Price (Eu): | from 8.00 to 8.30 | | |
| | 2025E | 2026E | 2027E |
| Chg in Adj EPS | -1.8% | -5.4% | -5.2% |

Next Event

1H25 Results Out on Sept 26th

MARE GROUP - 12M Performance



| Stock Data | | | |
|-------------------------|---------|-------|-----------|
| Reuters code: | MARE.MI | | |
| Bloomberg code: | MARE IM | | |
| Performance | 1M | 3M | 12M |
| Absolute | 15.3% | -1.8% | |
| Relative | 6.8% | -4.8% | |
| 12M (H/L) | | | 5.07/3.18 |
| 3M Average Volume (th): | | | 30.62 |

| Shareholder Data | |
|---------------------------|-------|
| No. of Ord shares (mn): | 15 |
| Total no. of shares (mn): | 17 |
| Mkt Cap Ord (Eu mn): | 64 |
| Total Mkt Cap (Eu mn): | 64 |
| Mkt Float - Ord (Eu mn): | 21 |
| Mkt Float (in %): | 32.9% |
| Main Shareholder: | |
| Antonio Maria Zinno | 20.1% |

| Balance Sheet Data | |
|---------------------------------|------|
| Book Value (Eu mn): | 48 |
| BVPS (Eu): | 2.88 |
| P/BV: | 1.4 |
| Net Financial Position (Eu mn): | -1 |
| Enterprise Value (Eu mn): | 65 |

Dopo avere centrato gli obiettivi 2024, con una crescita totalmente organica del 13% del VdP a Eu44.6mn ed un incremento del 25% dell'EBITDA adj. a Eu13.2mn, MARE ha indicato una guidance 2025 (che ancora non include La SIA) che vede il VdP crescere a Eu56-60mn (stima Websim Eu57.7mn) e l'EBITDA adj. a Eu15.5-17.0mn (stima Websim Eu16.9mn). Attendiamo a breve il closing dell'acquisizione della quota di controllo di La Sia (70.6%) ed il lancio dell'OPAS sul flottante, con un impatto sul volume d'affari del Gruppo di circa il 30% e significative sinergie di costo e di ricavo. MARE si conferma dunque una growth stock, ma i suoi multipli sono da value. Confermiamo il BUY ed alziamo il TP a Eu8.30 da Eu8.00.

■ **Centrati gli obiettivi 2024:** Nel 2024 Mare Group ha confermato il raggiungimento di risultati in forte crescita, in linea con la guidance. Il VdP è aumentato di oltre il 13% YoY a Eu44.6mn (guidance Eu42-45mn), in modo totalmente organico, e l'EBITDA adj. è cresciuto di oltre il 25% YoY a Eu13.2mn (guidance Eu12.5-14.0mn), con margine in crescita di 290bps YoY al 29.7%, grazie ad un costo del lavoro rimasto stabile a Eu15.9mn, riducendo la propria incidenza sul VdP di 470bps YoY al 35.6%. L'utile netto adj. è migliorato del 32% YoY a Eu3.9mn, con ammortamenti in crescita del 22% YoY a Eu5.9mn a seguito degli investimenti effettuati negli anni precedenti e completati nel 2024 nelle tecnologie emergenti e nelle piattaforme Delfi.ai, XR Line e SAX. L'utile netto reported è invece diminuito del 24% YoY a Eu1.8mn per la presenza di Eu2.1mn di oneri straordinari netti (sopravvenienze passive/attive, sanzioni e interessi tributari). L'indebitamento netto adj. è diminuito di Eu23.8mn YoY a Eu1.3mn, grazie a Eu22.7mn di aumenti di capitale e ad un OCF salito a Eu3.4mn da Eu0.7mn del 2023, con capex più che raddoppiati YoY a Eu8.3mn.

■ **Guidance 2025 in linea con le stime:** La guidance 2025 prevede la prosecuzione del percorso di crescita e fornisce supporto alle nostre stime: VdP Eu56-60mn (stima Eu57.7mn), grazie sia alla crescita organica sia all'integrazione di Powerflex e I.D.E.A., acquisite per rafforzare la capacità operativa nell'A&D, in cui da inizio anno sono stati già presi Eu12mn di nuovi ordini; EBITDA Eu15.5-17.0mn (stima Eu16.9mn); utile netto Eu5-6mn (stima Eu6.1mn); PFN positiva per Eu3.5-5.5mn (stima Eu4.8mn, rivista ora a Eu-0.9mn dopo ultime acquisizioni).

■ **Atteso a breve il closing su La SIA:** A fine maggio è atteso il closing per l'acquisizione del 70.6% di La Sia ed in giugno dovrebbe partire l'OPAS sul 29.4%. L'acquisizione espande le dimensioni del Gruppo di circa il 30%, con importanti sinergie potenziali di costo e di ricavo, a fronte di un aumento massimo del numero di azioni del 21%.

■ **TP alzato a Eu8.30, BUY:** Confermiamo le stime reddituali e rivediamo la PFN per tener conto della distribuzione del dividendo di Eu0.02 per azione e di un'ipotesi di pay-out prospettico intorno al 15%, oltre che dell'acquisizione del 10.3% di DBA Group (Eu4.5mn) e del 10% di TradeLab (Eu1mn). Mare Group si conferma una growth stock che quota a multipli da value: EV/EBITDA 2025E a 3.9x vs. una mediana dei peers a 9.9x. Confermiamo il BUY ed alziamo il TP a Eu8.30 da Eu8.00.

| Key Figures & Ratios | 2023A | 2024A | 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 | 4 | 6 | 9 | 13 |
| EPS New Adj (Eu) | 0.293 | 0.295 | 0.366 | 0.540 | 0.787 |
| EPS Old Adj (Eu) | 0.254 | 0.175 | 0.373 | 0.571 | 0.830 |
| DPS (Eu) | 0.000 | 0.020 | 0.060 | 0.080 | 0.120 |
| EV/EBITDA Adj | | 5.5 | 3.9 | 2.7 | 1.6 |
| EV/EBIT Adj | | 10.9 | 7.4 | 4.2 | 2.1 |
| P/E Adj | 14.2 | 14.0 | 11.3 | 7.7 | 5.3 |
| Div. Yield | 0.0% | 0.5% | 1.4% | 1.9% | 2.9% |
| Net Debt/EBITDA Adj | 2.6 | 0.9 | 0.1 | -0.5 | -1.1 |

MARE GROUP – Key Figures

| Profit & Loss (Eu mn) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales | 35 | 39 | 45 | 58 | 65 | 74 |
| EBITDA | 9 | 10 | 11 | 17 | 20 | 24 |
| EBIT | 4 | 5 | 5 | 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 | 3 | 8 | 13 | 19 |
| Taxes | 0 | -1 | -2 | -2 | -4 | -5 |
| Tax rate | -10.1% | 34.9% | 46.7% | 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 | 7 | 9 | 13 | 18 |
| Net Profit Adj | 4 | 3 | 4 | 6 | 9 | 13 |
| Per Share Data (Eu) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| Total Shares Outstanding (mn) - Average | 10 | 10 | 16 | 17 | 17 | 17 |
| Total Shares Outstanding (mn) - Year End | 10 | 10 | 15 | 16 | 16 | 16 |
| EPS f.d | 0.374 | 0.237 | 0.137 | 0.366 | 0.540 | 0.787 |
| EPS Adj f.d | 0.374 | 0.293 | 0.295 | 0.366 | 0.540 | 0.787 |
| BVPS f.d | 1.792 | 1.869 | 3.069 | 2.879 | 3.291 | 4.005 |
| Dividend per Share ORD | 0.022 | 0.000 | 0.020 | 0.060 | 0.080 | 0.120 |
| Dividend per Share SAV | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| Dividend Payout Ratio (%) | 5.9% | 0.0% | 17.0% | 15.3% | 13.4% | 13.8% |
| Cash Flow (Eu mn) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| Gross Cash Flow | 8 | 5 | 7 | 22 | 21 | 25 |
| Change in NWC | -7 | -1 | -1 | 2 | -2 | -1 |
| Capital Expenditure | -9 | -4 | -8 | -6 | -3 | -3 |
| Other Cash Items | -0 | -2 | 0 | -0 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow (FCF) | -8 | -1 | -2 | 18 | 16 | 22 |
| Acquisitions, Divestments & Other Items | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends | 0 | -1 | -0 | -0 | -1 | -1 |
| Equity Financing/Buy-back | 0 | 0 | 21 | 2 | 0 | 0 |
| Change in Net Financial Position | -7 | -4 | 19 | 19 | 15 | 20 |
| Balance Sheet (Eu mn) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| Total Fixed Assets | 25 | 29 | 32 | 36 | 32 | 29 |
| Net Working Capital | 19 | 20 | 22 | 21 | 23 | 24 |
| Long term Liabilities | -3 | -3 | -4 | -4 | -5 | -6 |
| Net Capital Employed | 41 | 46 | 51 | 53 | 50 | 47 |
| Net Cash (Debt) | -21 | -28 | -12 | -1 | 10 | 26 |
| Group Equity | 18 | 19 | 40 | 48 | 56 | 68 |
| Minorities | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net Equity | 18 | 19 | 40 | 48 | 56 | 69 |
| Enterprise Value (Eu mn) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| Average Mkt Cap | | | 61 | 64 | 64 | 64 |
| Adjustments (Associate & Minorities) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net Cash (Debt) | -21 | -28 | -12 | -1 | 10 | 26 |
| Enterprise Value | | | 73 | 65 | 54 | 38 |
| Ratios (%) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| EBITDA Adj Margin | 37.1% | 38.6% | 41.8% | 32.7% | 33.6% | 35.9% |
| EBIT Adj Margin | 15.0% | 19.5% | 21.0% | 17.1% | 21.7% | 26.8% |
| Gearing - Debt/Equity | 116.3% | 148.2% | 29.7% | 2.0% | -18.6% | -38.2% |
| Interest Cover on EBIT | 9.6 | 4.3 | 3.9 | 24.0 | nm | nm |
| Net Debt/EBITDA Adj | 2.2 | 2.6 | 0.9 | 0.1 | -0.5 | -1.1 |
| ROACE* | 11.3% | 11.0% | 9.4% | 17.0% | 25.0% | 37.2% |
| ROE* | 23.6% | 15.9% | 13.1% | 13.8% | 17.7% | 21.6% |
| EV/CE | | | 1.5 | 1.3 | 1.0 | 0.8 |
| EV/Sales | | | 2.3 | 1.3 | 0.9 | 0.6 |
| EV/EBITDA Adj | | | 5.5 | 3.9 | 2.7 | 1.6 |
| EV/EBIT Adj | | | 10.9 | 7.4 | 4.2 | 2.1 |
| Free Cash Flow Yield | -11.9% | -1.3% | -3.4% | 27.7% | 25.1% | 33.9% |
| Growth Rates (%) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| Sales | 46.1% | 11.7% | 13.3% | 29.2% | 12.7% | 14.2% |
| EBITDA Adj | 37.1% | 12.9% | 25.3% | 27.5% | 17.7% | 21.8% |
| EBIT Adj | 18.5% | 40.6% | 24.8% | 32.8% | 45.2% | 40.8% |
| Net Profit Adj | 77.4% | -21.8% | 32.2% | 57.7% | 51.5% | 45.6% |
| EPS Adj | 77.4% | -21.8% | 0.8% | 24.1% | 47.6% | 45.6% |
| DPS | nm | nm | nm | 200.0% | 33.3% | 50.0% |

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Risultati FY24

Nel 2024 Mare Group ha confermato il conseguimento di risultati in forte crescita, in linea con la guidance.

- **Valore della Produzione: Eu44.6mn, +13.3% YoY** (Eu39.4mn nel 2023), totalmente organico, quasi sul massimo dell'intervallo di guidance di Eu42-45mn.
- **EBITDA adj.: Eu13.2mn, +25.3% YoY** (Eu10.6mn nel 2023), a metà dell'intervallo della guidance di Eu12.5-14mn. L'EBITDA margin adj. risulta pari al 29.7%, in crescita di 290bps YoY. Gli aggiustamenti tengono conto, tra gli altri, di oneri straordinari per circa Eu3mn (sopravvenienze passive e sanzioni e interessi tributari) e sopravvenienze attive per circa 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, in quanto questo non teneva conto dell'aumento di capitale di dicembre 2024. Decurtando dalla PFN adj. di fine dicembre gli Eu15.5mn di aumento di capitale di fine anno, cifra in realtà più bassa se si tenesse conto dei costi dell'ABB, si otterrebbe un indebitamento netto adj. prima della ricapitalizzazione di Eu16.8mn, che sarebbe stato comunque all'interno dell'intervallo di guidance. Gli aggiustamenti della PFN tengono conto dei crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, pari a Eu2.4mn, di un accordo di cessione pro-soluto di crediti commerciali per un importo netto di Eu7.5mn e di crediti tributari netti di Eu0.8mn. La PFN reported risulta invece negativa per Eu11.9mn, in miglioramento di Eu15.8mn YoY, grazie principalmente agli aumenti di capitale per complessivi Eu20.7mn realizzati nell'esercizio ed all'Operating Cash Flow di Eu3.4mn, parzialmente assorbiti da Eu8.3mn di capex.
- **Dividendo:** l'Assemblea ha approvato la distribuzione di un dividendo complessivo di Eu0.31mn, per un corrispettivo pari a circa **Eu0.02 per azione** (ex date fissata al 23 giugno).

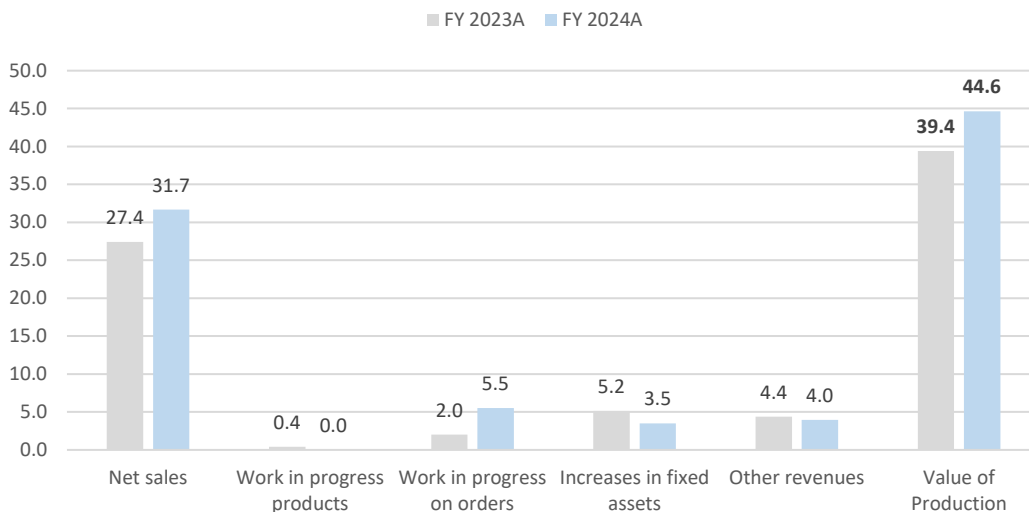
Analisi del valore della produzione

Il valore della produzione, pari a Eu44.6mn, realizzato per il 95.4% dalla capogruppo (Eu42.6mn) e per la restante parte dalle controllate estere (Mare Group CZ, Mare Group SK e Mare Group Brasil) è stato determinato dalle seguenti componenti.

- **Ricavi delle vendite e delle prestazioni:** Eu31.7mn (70.9% del VdP), +15.6% YoY (Eu27.4mn nel 2023), realizzati per il 90.8% in Italia (Eu28.8mn, +9.0% YoY), per il 6.6% in altri paesi UE (Eu2.1mn, +292 YoY) e per il 2.7% nel resto del mondo (Eu0.8mn, +69% YoY). La crescita dei ricavi realizzata sul mercato domestico è nettamente superiore rispetto a quella del mercato digitale italiano, stimata al 3.4%, e lievemente superiore rispetto a quella del segmento dei Servizi ICT, stimata all'8.2%. La componente estera, pur pesando solo il 9.2% dei ricavi, risulta in forte sviluppo (+183% YoY).
- **Variazione dei lavori in corso su ordinazione:** Eu5.5mn (12.3% del VdP), +170.9% YoY (Eu2.0mn nel 2023). Si tratta principalmente di progetti strategici ad alto contenuto tecnico e di progettazioni di infrastrutture digitali avanzate, che confermano l'orientamento strategico di Mare Group verso l'innovazione continua ed il rafforzamento delle competenze tecnologiche. Di seguito vengono descritti i progetti in fase di sviluppo.
 - **Simulazione in XR di contesti e scenari emergenziali** – Il progetto mira a sviluppare una piattaforma avanzata per la simulazione di scenari emergenziali, con focus sul miglioramento dei modelli matematici, delle prestazioni e delle funzionalità. È stato realizzato un sistema di simulazione in realtà estesa (XR) per la gestione e la formazione sugli incendi boschivi, che utilizza modelli scientifici per riprodurre la propagazione del fuoco e permette analisi post-evento in ambienti immersivi e interattivi.
 - **Studio progettuale per il Fifth Wheel** – È stato realizzato uno studio tecnico-ingegneristico per il Fifth Wheel, un componente di sicurezza per veicoli industriali. Il progetto prevede un sistema produttivo con due linee indipendenti, in grado di gestire ordini personalizzati in modo efficiente e flessibile, grazie all'introduzione di automazione e modularità nella produzione.
 - **Servizi in Cloud e Infrastrutture Digitali** – La Società ha avviato attività di analisi e progettazione per sviluppare soluzioni cloud e infrastrutture IT avanzate, con l'obiettivo di garantire scalabilità, resilienza e adattabilità, supportando applicazioni critiche e ambienti complessi con architetture moderne.
 - **Produzione di Modelli 3D certificati** – È stata avviata la creazione di una libreria di modelli 3D certificati per piattaforme immersive e strumenti di simulazione avanzata. I modelli, tra cui vari tipi di velivoli, sono altamente dettagliati, animati, configurabili per diversi contesti d'uso e compatibili con ambienti virtuali di nuova generazione.
 - **Progetti in ambito realtà virtuale e ambienti immersivi** – Sono state sviluppate soluzioni in realtà virtuale per ambiti formativo, operativo e decisionale, con ambienti immersivi ad alta fedeltà e interattività, realizzati grazie al contributo di risorse interne specializzate.

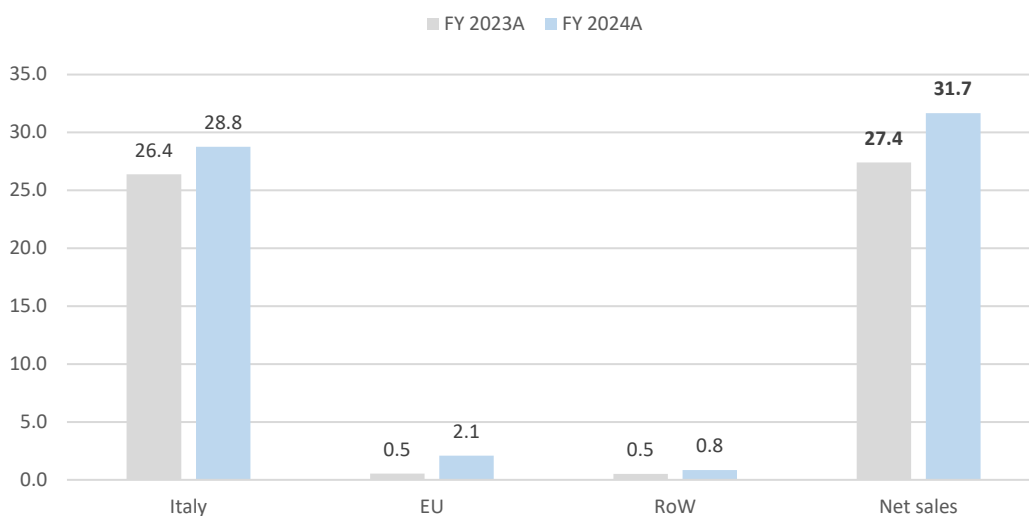
- **Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni:** Eu3.5mn (7.8% del VdP), -32.1% YoY (Eu5.2mn nel 2023). Si tratta degli investimenti relativi alle piattaforme Delfi.ai e XR ed al sistema SAX, che sono stati completati a fine novembre 2024.
- **Altri ricavi e proventi:** Eu4.0mn (8.9% del VdP), -9.7% YoY (Eu4.4mn nel 2023), sono rappresentati da contributi in conto esercizio per Eu2.7mn (-32.5% YoY).

Mare Group – FY23-FY24 Value of Production breakdown (Eu mn)



Source: Company data

Mare Group – FY23-FY24 Net sales geographical breakdown (Eu mn)



Source: Company data

Analisi dei margini

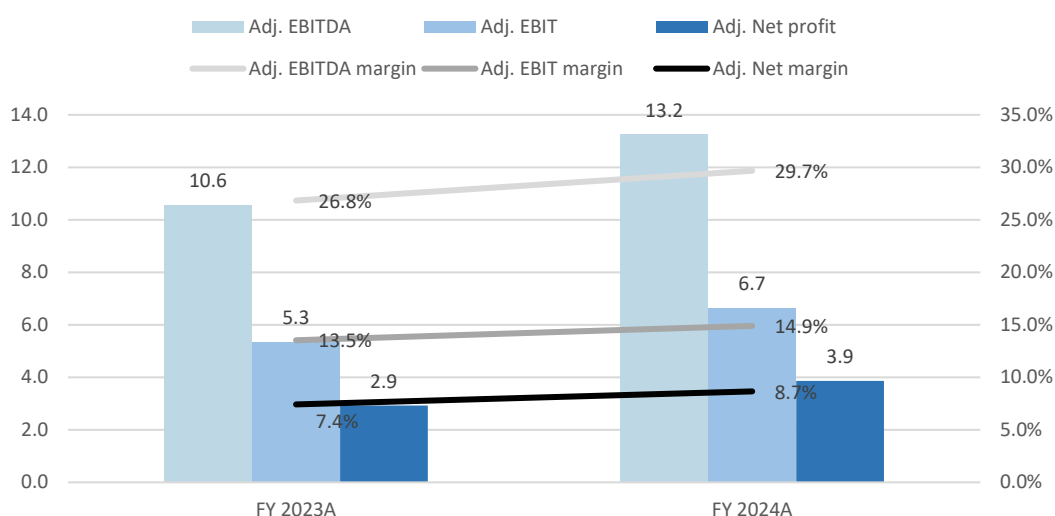
Nel 2024 **l'EBITDA adj.** è cresciuto del 25.3% YoY raggiungendo Eu13.2mn (Eu10.6mn nel 2023), con un miglioramento della marginalità di 290bps YoY al 29.7% (26.8% nel 2023). Tale progresso è riconducibile principalmente alle economie di scala che hanno permesso di aumentare l'efficienza operativa attraverso un'ottimizzazione nell'allocazione delle risorse ed una maggiore concentrazione sull'implementazione delle tecnologie sviluppate. La maggiore efficienza operativa si è riflessa principalmente sull'andamento del costo del personale, che è rimasto invariato YoY a Eu15.9mn, riducendo la propria incidenza sul VdP di 470bps YoY al 35.6% (40.3% nel 2023). In sostanza, alcune risorse precedentemente impiegate nello sviluppo dei progetti Delfi.ai, XR e SAX, sono state allocate su commesse clienti, permettendo di generare margini aggiuntivi a parità di costi. La marginalità ha anche beneficiato di una riduzione della componente hardware nel mix dei ricavi, come dimostrato dalla minore incidenza degli acquisti di merci sul VdP, scesi al 10.5% nel 2024 dall'11.1% nel 2023 (-60bps YoY).

L'EBIT adj. è migliorato del 24.7% YoY a Eu6.7mn (Eu5.3mn nel 2023), con la marginalità in progresso di 140bps al 14.9% (13.5% nel 2023). Gli ammortamenti e le svalutazioni sono cresciuti del 25.8% YoY a Eu6.6mn (Eu5.2mn nel 2023), con un aumento dell'incidenza sul VdP di 150bps al 14.8% (13.3% nel 2023). La componente principale è rappresentata dagli ammortamenti immateriali, aumentati del 23.8% YoY a Eu5.6mn, come conseguenza della messa in esercizio delle piattaforme Delfi.ai, XR e Sax e della capitalizzazione dei costi legati alle operazioni di IPO e ABB.

L'utile netto adj. è risultato in crescita del 32.7% YoY a Eu3.9mn (Eu2.9mn nel 2023), dopo avere speso oneri finanziari netti pari a Eu1.2mn da Eu1.1mn del 2023 ed imposte pari a Eu1.6mn da Eu1.3mn del 2023, con tax rate in calo al 29.2% dal 30.4% del 2023.

I risultati reported risentono, dall'EBITDA in giù, della presenza di Eu2.1mn di oneri straordinari netti (Eu0.6mn nel 2023), che si riferiscono prevalentemente a sopravvenienze passive e costi legati a sanzioni e interessi tributari indeducibili (circa Eu3mn), solo in parte compensati da sopravvenienze attive (circa Eu1mn).

Mare Group – FY23-FY24 Margins (Eu mn, %)

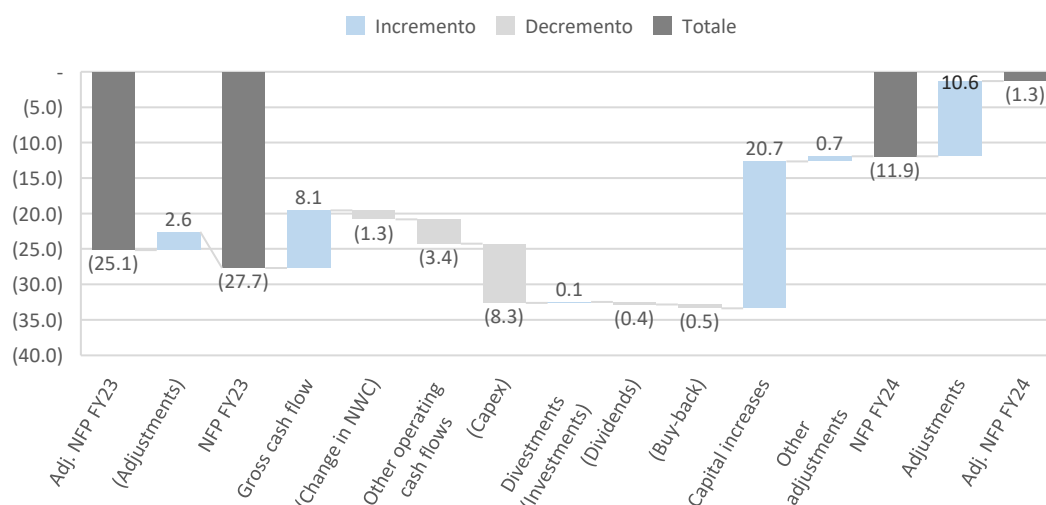


Source: Company data

Analisi del cash flow e dell'indebitamento

Nel 2024 **l'Operating Cash Flow** è ammontato a Eu3.4mn da Eu 0.7mn del 2023, con un impatto negativo del capitale circolante di Eu1.3mn, in lieve riduzione rispetto agli Eu1.4mn del 2023. **L'Operating Free Cash Flow** è invece rimasto negativo, peggiorando a Eu-4.9mn da Eu3.3mn del 2023, in quanto ha risentito del più che raddoppio dei capex a Eu8.3mn da Eu4.0mn del 2023, a causa del completamento degli investimenti sulle piattaforme tecnologiche e della capitalizzazione dei costi legati all'IPO ed all'ABB, che hanno complessivamente determinato Eu20.7mn di introiti lordi da aumenti di capitale. La **PFN reported** a fine esercizio risultava negativa per Eu11.9mn, risultando migliorata di Eu15.8mn rispetto a fine 2023, quando era pari a Eu-27.7mn. La **PFN adjusted** a fine esercizio era invece negativa per soli Eu1.3mn in quanto includeva come rettifiche Eu2.4mn di crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, Eu7.5mn relativi ad un accordo di cessione pro-soluto di crediti commerciali ed Eu0.8mn di crediti tributari netti.

Mare Group – 2023-2024 Net Financial Position bridge (Eu mn)



Source: Company data

Mare Group – FY24 Results

| (Eu mn) | 2023A | 2024A | YoY | 2H23A | 2H24A | YoY | 2024E | 2024A | A. vs. E. |
|--------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|------------|
| Sales | 30.2 | 38.4 | 27% | 17.9 | 24.1 | 35% | 38.4 | 38.4 | 0% |
| Value of Production | 39.4 | 44.6 | 13% | 21.9 | 25.8 | 18% | 44.6 | 44.6 | 0% |
| Adj. EBITDA | 10.6 | 13.2 | 25% | 7.3 | 8.9 | 21% | 13.2 | 13.2 | 0% |
| % of VoP | 26.8% | 29.7% | | 33.4% | 34.4% | | 29.7% | 29.7% | |
| Non-recurring costs | -0.6 | -2.1 | | -0.1 | -1.8 | | -2.0 | -2.1 | |
| D&A and Provisions | -5.2 | -6.6 | | -3.1 | -4.0 | | -7.8 | -6.6 | |
| EBIT | 4.8 | 4.6 | -4% | 4.0 | 3.1 | -23% | 3.5 | 4.6 | 31% |
| % of VoP | 12.1% | 10.3% | | 18.5% | 12.1% | | 7.8% | 10.3% | |
| Net Financial Charges | -1.1 | -1.2 | | -0.5 | -0.6 | | -1.1 | -1.2 | |
| Pretax Profit | 3.7 | 3.4 | -7% | 3.5 | 2.6 | -27% | 2.4 | 3.4 | 41% |
| Taxes | -1.1 | -1.6 | | -1.1 | -1.3 | | -0.7 | -1.6 | |
| tax rate | 31% | 47% | | 31% | 51% | | 28% | 47% | |
| Consolidated Net Profit | 2.5 | 1.8 | -28% | 2.4 | 1.2 | -49% | 1.8 | 1.8 | 4% |
| % of VoP | 6.4% | 4.1% | | 11.1% | 4.8% | | 3.9% | 4.1% | |
| Minorities | 0.0 | 0.0 | | 0.1 | 0.0 | | 0.0 | 0.0 | |
| Net Profit | 2.5 | 1.8 | -29% | 2.5 | 1.2 | -51% | 1.8 | 1.8 | 3% |
| % of VoP | 6.4% | 4.0% | | 11.5% | 4.8% | | 3.9% | 4.0% | |
| Net Financial Position | -27.7 | -11.9 | | -27.7 | -11.9 | | -1.8 | -11.9 | |
| Net Working Capital | 20.5 | 22.5 | | 20.5 | 22.5 | | 19.0 | 22.5 | |
| Capex | 4.0 | 8.3 | | -0.9 | 2.3 | | 8.4 | 8.3 | |

Source: Company actual data, Websim Corporate estimates

M&A

Mare Group punta alla crescita espandendosi in mercati emergenti e sviluppando prodotti innovativi. Il Gruppo sta integrando tecnologie avanzate come l'Intelligenza Artificiale e la Realtà Estesa (XR) per rendere la propria offerta ingegneristica più competitiva e adatta sia al settore civile che strategico (dual use), operando in ambiti come Difesa, Aerospazio, Ferroviario, Manifatturiero e Automotive.

La strategia si basa su crescita organica e acquisizioni per ampliare le competenze in meccatronica, ingegneria civile e automazione industriale, con l'obiettivo di verticalizzare e scalare l'offerta, puntando su modelli a ricavi ricorrenti. Le linee guida per l'implementazione della strategia saranno sostanzialmente tre:

- espansione dell'offerta e penetrazione in nuovi settori;
- sostegno dell'innovazione nelle PMI, anche grazie alla piattaforma Delfi.ai;
- investimento in automazione e riduzione dei costi per aumentare efficienza e competitività, creando anche partnership strategiche.

Le recenti operazioni annunciate dalla Società si inseriscono perfettamente all'interno di queste linee guida.

La SIA

Nella nostra nota del 3 marzo scorso avevano descritto le modalità ed i razionali strategici dell'acquisizione di La SIA che era stata annunciata il 12 febbraio, a seguito della sottoscrizione di un accordo vincolante per acquisire il 70.6% del capitale della società quotata sul mercato EGM e leader nei settori dell'ingegneria e dell'architettura digitale avanzata.

Successivamente, in data 1° aprile, il CdA di Mare Group ha deliberato, in esecuzione dell'accordo quadro del 12 febbraio, l'aumento di capitale funzionale all'acquisizione di La SIA, che sarà suddiviso in due tranches.

- La prima tranche, inscindibile, di Eu11.52mn, prevederà l'emissione di massime 2.56mn di azioni Mare Group al prezzo di sottoscrizione di Eu4.50 per azione, mediante il conferimento in natura di 3,291,430 di azioni La SIA da parte dei soci fondatori (CSE Holding, Aspasia e GLSR), rappresentanti il 58.1% del capitale.
- La seconda tranche, subordinata alla sottoscrizione della prima tranche, scindibile, dell'importo massimo di Eu4.80mn, prevederà l'emissione di massime 1,066,560 azioni, riservate ai titolari di azioni La SIA aderenti all'OPAS totalitaria obbligatoria, avente ad oggetto il 29.4% del capitale di La SIA detenuto dal mercato, pari a 1,666,500 azioni, ad un prezzo di sottoscrizione di Eu4.50.

La delibera dell'AuCap da parte del CdA rappresenta un passo avanti nella realizzazione dell'acquisizione di La SIA. Ricordiamo che le condizioni dell'OPAS annunciate il 12 febbraio prevedono anche un conguaglio cash a favore degli azionisti di La SIA pari a Eu0.62 per azione. Infatti, le azioni La SIA detenute dai soci fondatori sono 4mn, mentre le azioni destinate al conferimento in natura da parte degli stessi sono 3,291,430, per cui le restanti azioni saranno pagate in contanti. Il closing per l'acquisizione del 70.6% del capitale di La SIA dovrebbe essere realizzato a fine maggio e l'OPAS sul restante 29.4% dovrebbe partire nel mese di giugno.

Ribadiamo il nostro giudizio positivo sull'operazione in quanto consideriamo congruo il rapporto di concambio e riteniamo che le sinergie attese dall'integrazione dei due gruppi genereranno valore per tutti gli azionisti.

I.D.E.A.

Il 14 marzo scorso Mare Group ha annunciato l'acquisizione del 100% di I.D.E.A. Intelligent Development Engineered Applications S.r.l., azienda fondata nel 2023 specializzata nell'automazione industriale e nelle lavorazioni meccaniche ed elettriche, che gestisce in affitto due rami aziendali di MO.S.A.I.C. Motion System and Information Control S.r.l. (attualmente in fase di domanda di concordato preventivo), ed è da essa controllata.

L'operazione si inserisce nella strategia di crescita del Gruppo, con l'obiettivo di rafforzare ulteriormente la capacità operativa in ambito industriale e in particolare dell'Aerospace & Defense. L'acquisizione del 100% delle quote di I.D.E.A., avvenuta per un controvalore di Eu10k, consente l'ingresso di Mare Group nella gestione diretta dei rami aziendali senza alcuna interruzione operativa. Contestualmente, è previsto l'impegno di Mare Group a valutare il piano concordatario di MO.S.A.I.C. per supportarlo finanziariamente e renderlo maggiormente efficace nei confronti dei creditori. L'eventuale sostegno finanziario verrà erogato esclusivamente in caso di omologa del piano. Nell'ambito dell'accordo contrattuale, Mare Group

potrà esercitare di vendere le quote di I.D.E.A. a MO.S.A.I.C. al valore nominale di Eu10k nel caso in cui il concordato non venga omologato o si verifichino eventi che ne compromettano la continuità aziendale.

Non sono state fornite informazioni in merito ai numeri di I.D.E.A. ma, sulla base di quanto riportato da FactSet, la società dovrebbe avere registrato nel 2023 un fatturato di Eu1.5mn ed un utile netto di Eu0.02mn, ed il totale attivo patrimoniale a fine 2023 sarebbe ammontato a Eu1.0mn.

Valutiamo positivamente anche questa acquisizione, seppure di impatto molto limitato, in quanto, nel caso l'operazione andasse a buon fine, questa rappresenterebbe un nuovo passo avanti nella strategia di crescita del Gruppo per linee esterne, rafforzandone il posizionamento nel settore Aerospace & Defense.

DBA Group

Giovedì 17 aprile, in serata, Mare Group ha comunicato di avere superato la soglia del 10% e di detenere pertanto una partecipazione rilevante nel capitale di DBA Group, anch'essa quotata su EGM e attiva nell'Ingegneria, nelle Infrastrutture e nell'ICT. In particolare, Mare Group è titolare di n. 1.185mn di azioni DBA Group, pari al 10.29% del capitale, a fronte di un investimento complessivo di circa Eu4.5mn.

La società non ha fornito dettagli sulle ragioni dell'investimento, ma a nostro avviso l'ingresso nel capitale di DBA Group con una partecipazione di minoranza potrebbe essere finalizzato a stringere accordi strategici con il quarto operatore italiano nel panorama dell'ingegneria indipendente, con Eu116mn di VdP, Eu12.5mn di EBITDA adj. ed Eu9.2mn di indebitamento netto nel FY24. Le aree di attività di DBA Group sono i servizi di Engineering & Project Management (59% del VdP 2024) ed i servizi di ICT (41% del VdP 2024), questi ultimi prevalentemente in Slovenia (37% del VdP 2024).

L'investimento è avvenuto ad un prezzo medio per azione DBA di circa Eu3.80, che equivale a multipli EV/EBITDA adj. di 5.0x sul FY24 e di 3.9x sul budget FY25, che consideriamo contenuti.

TradeLab

Lunedì 19 maggio mattina Mare Group ha annunciato di avere sottoscritto un Accordo Quadro con TradeLab ed un Patto Parasociale con i soci di riferimento della società. Gli Accordi regolano, tra le altre cose: i) l'impegno di investimento vincolante da parte di Mare Group nell'ambito del collocamento strumentale all'ammissione alle negoziazioni su EGM delle azioni ordinarie di TradeLab; ii) la presenza nel CdA di TradeLab di un amministratore designato da Mare per l'intera durata del patto; iii) una partnership tecnologica volta a valutare ogni opportunità esistente o futura di sinergie produttive, tecnologiche e commerciali.

TradeLab, che ha chiuso il 2024 con un VdP di Eu5.9mn, è una società di business analytics in fase avanzata di trasformazione verso un modello SaaS scalabile, che potrà beneficiare della domanda crescente di analisi avanzata dei dati.

L'intesa segna l'inizio di una collaborazione ad alto valore aggiunto, basata su un comune approccio data-driven e sulla capacità ingegneristica di Mare Group, i cui significativi investimenti sulle piattaforme tecnologiche, inclusa Delfi.AI, costituiranno un potenziale vantaggio per TradeLab.

L'accordo prevede l'ingresso di Mare Group nel capitale di TradeLab, attraverso la sottoscrizione, nell'ambito del collocamento istituzionale funzionale all'IPO (attesa entro fine maggio), di una quota pari ad almeno il 10% del capitale post-IPO, per un investimento complessivo compreso tra Eu0.9mn e Eu1.1mn. A Mare Group viene attribuito un diritto di preferenza sui futuri progetti di trasformazione digitale promossi da TradeLab, che valuterà in via prioritaria l'impiego di asset innovativi del Gruppo, inclusa la piattaforma Delfi.AI, con possibilità di integrazione o acquisizione.

Anche in questo caso si tratta di un'operazione che riteniamo sia da valutare positivamente e che conferma la capacità di Mare Group di stringere partnership con operatori del settore che gli permettono di espandere gli ambiti di applicazione delle proprie piattaforme tecnologiche, accelerando il proprio processo di crescita.

Outlook

A fine marzo il CdA ha approvato la guidance per il 2025, che ancora non include l'acquisizione di La SIA e che conferma la prosecuzione del percorso di crescita del Gruppo su tutti gli indicatori principali.

- VdP Eu56-60mn (stima Websim Eu57.7mn), grazie sia alla continuazione della crescita organica, sia alla progressiva integrazione di Powerflex e I.D.E.A., acquisite per rafforzare la capacità operativa nell'Aerospace & Defense, settore nel quale da inizio anno sono stati già presi Eu12mn di nuovi ordini, di cui almeno il 40% con consegna prevista entro il 2025;
- EBITDA Eu15.5-17.0mn (stima Websim Eu16.9mn), pari ad una marginalità intorno al 28% (stima Websim 29.3%);
- Utile netto Eu5.0-6.0mn (stima Websim Eu6.1mn);
- PFN positiva a Eu3.5-5.5mn (stima Websim Eu4.8mn), con cash conversion rate atteso al 70% circa.

La guidance 2025 fornisce un importante supporto alle nostre stime, che, per quanto riguarda il conto economico, riteniamo di poter confermare seppure l'EBITDA e l'utile netto si posizionino nella parte alta del range indicato dal management. Per quanto riguarda la PFN, invece, benché la nostra stima fosse all'interno del range di guidance, la rivediamo portandola al di sotto della guidance a Eu-0.9mn, per tenere conto degli investimenti in DBA Group (Eu4.5mn) e TradeLab (Eu1.0mn), nonché della distribuzione del dividendo (Eu0.3mn) 2024.

Confermiamo le stime di conto economico anche per il 2026 ed il 2027, rivedendo la PFN per tenere conto della diversa situazione a fine 2025 nonché dell'ipotesi di una politica di pay-out ratio intorno al 15% rispetto all'ipotesi precedente di nessuna distribuzione di utili.

Mare Group – Estimates Revision

| (Eu mn) | 2025 New | 2026 New | 2027 New | 2025 Old | 2026 Old | 2027 Old | 2025 ch. | 2026 ch. | 2027 ch. |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| Sales | 51.6 | 59.1 | 67.4 | 51.6 | 59.1 | 67.4 | 0% | 0% | 0% |
| % YoY growth | 62.9% | 14.5% | 14.0% | 34.4% | 14.5% | 14.0% | | | |
| Value of Production | 57.7 | 65.0 | 74.2 | 57.7 | 65.0 | 74.2 | 0% | 0% | 0% |
| Adj. EBITDA | 16.9 | 19.9 | 24.2 | 16.9 | 19.9 | 24.2 | 0% | 0% | 0% |
| % of VoP | 29.3% | 30.6% | 32.6% | 29.2% | 30.6% | 32.7% | | | |
| % YoY growth | 27.5% | 17.7% | 21.8% | 27.4% | 18.1% | 21.8% | | | |
| Non-recurring costs | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | |
| D&A and Provisions | -8.1 | -7.1 | -6.2 | -8.1 | -7.1 | -6.2 | 0% | 0% | 0% |
| EBIT | 8.8 | 12.8 | 18.1 | 8.8 | 12.9 | 18.1 | 0% | 0% | 0% |
| % of VoP | 15.3% | 19.7% | 24.3% | 15.3% | 19.8% | 24.4% | | | |
| % YoY growth | 147.8% | 51.5% | 45.6% | 247.6% | 52.1% | 45.3% | | | |
| Net Financial Charges | -0.4 | 0.0 | 0.6 | -0.4 | 0.0 | 0.6 | | | |
| Pretax Profit | 8.5 | 12.8 | 18.7 | 8.5 | 12.9 | 18.7 | 0% | 0% | 0% |
| Taxes | -2.4 | -3.6 | -5.2 | -2.4 | -3.6 | -5.2 | | | |
| tax rate | 28% | 28% | 28% | 28% | 28% | 28% | | | |
| Consolidated Net Profit | 6.1 | 9.2 | 13.5 | 6.1 | 9.3 | 13.4 | 0% | 0% | 0% |
| % of VoP | 10.6% | 14.2% | 18.1% | 10.5% | 14.2% | 18.1% | | | |
| Minorities | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | |
| Net Profit | 6.1 | 9.2 | 13.5 | 6.1 | 9.3 | 13.4 | 0% | 0% | 0% |
| % of VoP | 10.6% | 14.2% | 18.1% | 10.5% | 14.2% | 18.1% | | | |
| Net Financial Position | -0.9 | 10.5 | 26.2 | 4.8 | 17.3 | 34.2 | | | |

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione e conclusioni

Rivediamo al rialzo il nostro target price a **Eu8.30 da Eu8.00** a seguito del miglioramento dei multipli di settore, nell'ambito dei quali consideriamo ora solo l'EV/EBITDA e l'EV/EBIT 2025E e 2026E, escludendo il P/E che risulterebbe eccessivamente penalizzante a seguito dell'ultimo aumento di capitale che ha fortemente ridotto la leva finanziaria del Gruppo. La valutazione su base DCF è stata invece impattata negativamente per circa Eu0.60 per azione dalla maggiorazione dell'Equity Risk Premium utilizzato dal nostro Research Department, ora pari al 6.0% dal precedente 5.5%. Manteniamo invece invariato a Eu0.40 per azione l'impatto positivo stimato dell'acquisizione di La SIA, che aggiungiamo alla valutazione in quanto le nostre stime ed il nostro modello DCF ancora non includono gli effetti derivanti dal suo consolidamento.

Discounted Cash Flow Model

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

Mare Group – Discounted Cash Flow Model (Eu mn)

| | AS OF | 2025 E | 2026 E | 2027 E | 2028 E | 2029 E | TV |
|----------------------------------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Value of Production | | 57.7 | 65.0 | 74.2 | 79.4 | 83.4 | 85.9 |
| <i>YoY growth</i> | | <i>29.2%</i> | <i>12.7%</i> | <i>14.2%</i> | <i>7.0%</i> | <i>5.0%</i> | <i>3.0%</i> |
| EBITDA | | 16.9 | 19.9 | 24.2 | 25.9 | 27.2 | 28.0 |
| <i>EBITDA margin</i> | | <i>29.3%</i> | <i>30.6%</i> | <i>32.6%</i> | <i>32.6%</i> | <i>32.6%</i> | <i>32.7%</i> |
| D&A | | (7.7) | (6.7) | (5.8) | (5.8) | (6.1) | (6.0) |
| EBIT | | 9.2 | 13.2 | 18.5 | 20.2 | 21.1 | 22.1 |
| <i>EBIT margin</i> | | <i>16.0%</i> | <i>20.4%</i> | <i>24.9%</i> | <i>25.4%</i> | <i>25.4%</i> | <i>25.7%</i> |
| Taxes | | (2.4) | (3.6) | (5.2) | (5.6) | (5.9) | (6.2) |
| <i>tax rate</i> | | <i>25.7%</i> | <i>27.2%</i> | <i>28.3%</i> | <i>28.0%</i> | <i>28.0%</i> | <i>28.0%</i> |
| NOPAT | | 6.9 | 9.6 | 13.2 | 14.5 | 15.2 | 15.9 |
| D&A | | 7.7 | 6.7 | 5.8 | 5.8 | 6.1 | 6.0 |
| Δ NWC | | 1.7 | (2.2) | (0.8) | (1.8) | (1.4) | (0.9) |
| Capex | | (6.0) | (2.5) | (2.6) | (7.1) | (7.1) | (6.6) |
| <i>% Capex on net turnover</i> | | <i>10.4%</i> | <i>3.8%</i> | <i>3.5%</i> | <i>8.9%</i> | <i>8.5%</i> | <i>7.7%</i> |
| Free Cash Flow | | 10.2 | 11.6 | 15.5 | 11.4 | 12.8 | 14.4 |
| <i>Discounting factor</i> | | <i>1.00</i> | <i>0.91</i> | <i>0.83</i> | <i>0.75</i> | <i>0.68</i> | <i>0.62</i> |
| Discounted Free Cash Flow | | 10.2 | 10.6 | 12.8 | 8.5 | 8.8 | 8.9 |

Source: Websim Corporate estimates

Le principali assunzioni utilizzate nel Discounted Cash Flow Model della Società sono riassunte qui di seguito:

- **Tasso Risk Free** pari al 4.0% (invariato);
- **Equity Risk Premium** pari al 6.0% (dal 5.5%);
- **Beta unlevered** pari a 1.00 (invariato), corrispondente al beta del settore Software (System & Application) europeo fornito da Damodaran;
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al 3.0% (invariato) che corrisponde ad un tasso reale dell'1%, che riteniamo piuttosto prudente in relazione alle prospettive di crescita del mercato di riferimento;
- **Azioni fully diluted** pari a **17.101mn** (al netto delle azioni proprie, pari a 0.252mn), che includono il numero di azioni potenzialmente rivenienti dall'assegnazione delle bonus share per i detentori dei titoli acquistati in IPO dopo 12 mesi (stimiamo 0.349mn), il numero di azioni potenzialmente rivenienti dall'esecuzione dei piani di incentivazione (1.500mn), le residue azioni ancora da emettere relative all'ABB di dicembre (0.034mn) ed all'acquisizione di Powerflex (0.117mn).

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** a regime pari al 10.0%.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value pari a Eu178 milioni, di cui il 71% riconducibile al valore terminale della Società, e in un **Equity Value pari a Eu170mn, equivalente a Eu9.90 per azione fully diluted**.

Mare Group – Discounted Cash Flow Valuation Summary

| | | |
|---------------------------------------|--------------|-------------|
| A) 2025–29 Discounted Free Cash Flows | 50.9 | 29% |
| Terminal Value | 205.0 | |
| Discounting factor | 0.62 | |
| B) Discounted Terminal Value | 127.3 | 71% |
| C) = (A+B) Enterprise Value | 178.2 | 100% |
| NFP @ 31.12.2024E | (11.9) | |
| Minorities | (0.0) | |
| Associates | 0.3 | |
| Cash-in from capital increases | 3.3 | |
| Equity Value | 169.9 | |
| Number of fully diluted shares (mn) | 17.1 | |
| Fair Value per share (Eu) | 9.9 | |

Source: Websim Corporate estimates

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

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

| Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth | | | | | |
|--|------|------|-------|-------|-------|
| | 8.0% | 9.0% | 10.0% | 11.0% | 12.0% |
| 1.0% | 11.0 | 9.6 | 8.5 | 7.7 | 7.0 |
| 1.5% | 11.6 | 10.0 | 8.8 | 7.9 | 7.2 |
| 2.0% | 12.2 | 10.5 | 9.1 | 8.1 | 7.4 |
| 2.5% | 13.0 | 11.0 | 9.5 | 8.4 | 7.6 |
| 3.0% | 13.9 | 11.6 | 9.9 | 8.7 | 7.8 |
| 3.5% | 15.0 | 12.3 | 10.4 | 9.1 | 8.0 |
| 4.0% | 16.5 | 13.2 | 11.0 | 9.4 | 8.3 |
| 4.5% | 18.3 | 14.2 | 11.6 | 9.9 | 8.6 |
| 5.0% | 20.7 | 15.5 | 12.5 | 10.4 | 9.0 |

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi svolta emerge come, pur ipotizzando un tasso di crescita reale terminale negativo dell'1% ed un contestuale aumento del WACC di due punti percentuali, al 12.0%, vale a dire **in uno scenario** che definiamo **Worst Case**, le nostre stime supporterebbero una valutazione per azione fully diluted pari a **Eu7.00**.

La prudenza della nostra valutazione trova ulteriore conferma nel fatto che il valore terminale risultante dal Discounted Cash Flow Model corrisponde ad un **EV/EBITDA terminale pari a 7.3x**, che risulta a sconto rispetto agli attuali multipli di settore; infatti, è inferiore del 25% rispetto all'EV/EBITDA mediano dei peers calcolato sul 2025 (9.8x) e del 19% su quello del 2026 (9.0x).

Peer Multiple Comparison

Il **campione di società selezionate** per calcolare i multipli di settore e rimasto invariato e **comprende gruppi unicamente europei**, di cui tre italiani (Reply, TXT e-solutions e Tinexta), due francesi (Capgemini e Sopra Steria Group) e due tedeschi (Bechtle e Ionos Group). Il campione include società di media e grande dimensione con capitalizzazioni di mercato comprese tra Eu0.5bn (TXT e-solutions, Tinexta) e Eu25bn (Capgemini).

Mare Group – Comparable Companies Market Capitalization and Share Price Performance

| | Price (Eu) | Mkt Cap. (Eu mn) | Share Price Performance | | | |
|------------------------|---------------|---------------------|-------------------------|--------------|---------------|---------------|
| | | | 1M | 3M | 6M | 12M |
| Capgemini SE | 146.90 | 25,342 | 14.9% | -10.4% | -4.9% | -29.2% |
| Sopra Steria Group SA | 188.90 | 3,955 | 10.7% | 6.3% | 5.8% | -15.6% |
| Reply S.p.A. | 142.90 | 5,406 | -3.1% | -10.5% | -4.7% | 5.1% |
| TXT e-solutions S.p.A. | 35.75 | 460 | 16.1% | -10.7% | 12.8% | 49.6% |
| Tinexta SpA | 11.42 | 548 | 32.8% | 45.8% | 48.8% | -39.7% |
| Bechtle AG | 38.56 | 4,826 | 9.7% | 15.6% | 20.1% | -17.8% |
| Ionos Group SE | 37.45 | 5,117 | 29.6% | 56.0% | 63.5% | 44.0% |
| Average | | 6,522 | 15.8% | 13.2% | 20.2% | -0.5% |
| Median | | 4,826 | 14.9% | 6.3% | 12.8% | -15.6% |
| Mare Group | 4.14 | 64 | 15.0% | -1.8% | -10.3% | n.a. |

Source: FactSet and Websim Corporate estimates

Mare Group – Comparable Companies Trading Multiples (x)

| | EV/EBITDA | | EV/EBIT | | P/E | |
|------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 |
| Capgemini SE | 8.2x | 8.1x | 9.9x | 9.5x | 13.0x | 12.2x |
| Sopra Steria Group SA | 6.5x | 6.2x | 8.5x | 8.0x | 11.0x | 10.0x |
| Reply S.p.A. | 11.2x | 10.4x | 13.4x | 12.4x | 20.6x | 18.9x |
| TXT e-solutions S.p.A. | 10.5x | 9.2x | 14.1x | 12.1x | 15.7x | 13.3x |
| Tinexta SpA | 7.1x | 6.4x | 11.6x | 9.9x | 10.9x | 9.1x |
| Bechtle AG | 9.9x | 9.0x | 13.8x | 12.4x | 20.1x | 17.9x |
| Ionos Group SE | 12.0x | 10.7x | 15.5x | 13.6x | 22.0x | 18.2x |
| Average | 9.3x | 8.6x | 12.4x | 11.1x | 16.2x | 14.2x |
| Median | 9.9x | 9.0x | 13.4x | 12.1x | 15.7x | 13.3x |
| Mare Group | 3.9x | 2.7x | 7.5x | 4.3x | 11.3x | 7.7x |

Source: FactSet and Websim Corporate estimates

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

Seguendo questa impostazione, ed assegnando lo stesso peso a ciascuno dei quattro multipli mediani del campione di riferimento, abbiamo stimato un **equity value per azione fully diluted Mare Group pari a Eu9.90**.

Mare Group – Trading Multiples Valuation Summary

| Trading Multiples Valuation Map | Multiple (x) | EV | Mkt Cap. | F.d. shares (mn) | FV/share (Eu) | % WEIGHT |
|------------------------------------|--------------|-------|----------|---------------------|------------------|--------------------------|
| 2025 median EV/EBITDA | 9.9 | 166.5 | 174.7 | 17.1 | 10.2 | |
| 2026 median EV/EBITDA | 9.0 | 179.9 | 199.5 | 17.1 | 11.7 | 10.9 50.0% |
| 2025 median EV/EBIT | 13.4 | 118.5 | 126.7 | 17.1 | 7.4 | |
| 2026 median EV/EBIT | 12.1 | 155.0 | 174.6 | 17.1 | 10.2 | 8.8 50.0% |
| Weighted equity value | | | | | | 9.9 100.0% |

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

Ai valori ottenuti dall'applicazione del Discounted Cash Flow Model (Eu9.90 per azione fully diluted) e della Peer Multiple Comparison (Eu9.90 per azione fully diluted), in funzione della ridotta capitalizzazione di mercato (rispetto alle società comparabili quotate) e dell'analogo ridotto flottante (pari a circa Eu21mn a prezzi correnti di mercato, includendo anche il 6.25% detenuto da Invitalia), abbiamo applicato uno **sconto liquidità pari al 20%** (invariato).

La tabella che segue sintetizza i risultati ottenuti dall'applicazione dei due differenti approcci valutativi, che portano comunque a risultati coincidenti. Abbiamo attribuito ad entrambi i metodi valutativi lo stesso peso per l'individuazione del **fair value**, pari a **Eu7.90 per azione fully diluted**.

Mare Group – Valuation Summary

| Valuation Method | Equity Value | 20% Liq. Disc. | Fair Equity Value | Fully Diluted shares (mn) | Fair Value per share (Eu) | % Weight |
|-------------------------------|--------------|----------------|-------------------|---------------------------|---------------------------|-------------|
| A) Discounted Cash Flow Model | 169.9 | (34.0) | 135.9 | 17.1 | 7.9 | 50% |
| B) Peer Multiple Comparison | 168.9 | (33.8) | 135.1 | 17.1 | 7.9 | 50% |
| Weighted average value | 169.4 | (33.9) | 135.5 | | 7.9 | 100% |

Source: Websim Corporate estimates

Per la definizione del **target price**, che alziamo a **Eu8.30 da Eu8.00 per azione fully diluted**, abbiamo infine aggiunto un **premio valutativo di Eu0.40 per azione** (invariato) che riflette la nostra stima del maggiore valore che dovrebbe emergere in termini di sinergie a seguito dell'acquisizione di La SIA, il cui pacchetto di maggioranza (70.6%) dovrebbe essere acquisito nei prossimi giorni, con successivo lancio dell'OPAS sul flottante atteso nel mese di giugno.

A meri fini espositivi, riportiamo qui di seguito una tabella che evidenzia i multipli ai quali Mare Group tratterebbe al target price di Eu8.30.

Mare Group – Trading Multiples @ Target Price

| Fiscal Year | 2025 | 2026 | 2027 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| F.d. shares (mn) | 17.1 | 17.1 | 17.1 |
| Market Cap. | 141.9 | 141.9 | 141.9 |
| Enterprise Value | 140.4 | 129.0 | 113.3 |
| EV/Sales | 2.4 | 2.0 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 8.3 | 6.5 | 4.7 |
| EV/ EBIT | 15.9 | 10.1 | 6.3 |
| EV/Capital Employed | 2.9 | 2.8 | 2.7 |
| P/E | 23.3 | 15.4 | 10.6 |
| P/CEPS | 10.3 | 8.9 | 7.4 |

Source: Websim Corporate estimates

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

- un mercato di riferimento, quello delle tecnologie per la digital transformation, caratterizzato da elevati tassi di crescita della domanda nel medio/lungo periodo;
- un'esperienza ultraventennale nel settore con clientela di elevato standing come Leonardo, Airbus, Stellantis e Agenzia Spaziale Italiana, ed il conseguente sviluppo di un know-how unico nell'industria, che include 4 brevetti concessi e 2 depositati, focalizzati sull'Industria 4.0 e 5.0;
- una vocazione alla crescita per linee esterne (14 acquisizioni dal 2019) in un mercato frammentato, con un modello di business scalabile ed un'elevata quota di ricavi ricorrenti, grazie allo sviluppo di tre piattaforme tecnologiche proprietarie che facilitano il trasferimento tecnologico dalle grandi aziende alle PMI;
- un news flow atteso positivo grazie anche agli ingenti fondi messi a disposizione dal PNRR per la trasformazione digitale delle imprese e della pubblica amministrazione ed alla crescita degli investimenti nell'Aerospace & Defense, che rappresenterà un forte driver di sviluppo grazie agli oltre Eu900bn di investimenti previsti entro il 2030 in Europa;
- un earnings momentum molto forte con l'EBITDA adj. 2025 stimato in crescita del 27% senza considerare l'impatto del consolidamento di La SIA;
- una valutazione attraente sia su base assoluta sia su base relativa, per cui rappresenta un titolo growth che quota a multipli da value.

| DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION | | | |
|----------------------------------|------------|-----------------------|------------|
| Stock NAME | MARE GROUP | | |
| Current Recomm: | BUY | Previous Recomm: | BUY |
| Current Target (Eu): | 8.30 | Previous Target (Eu): | 8.00 |
| Current Price (Eu): | 4.14 | Previous Price (Eu): | 4.10 |
| Date of report: | 26/05/2025 | Date of last report: | 03/03/2025 |

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 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 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 between 5.5%-6.0% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&PMB40 Index, most of those on the MIDEK 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 March 2025 Intermonte's Research Department covered 131 companies.

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

| | |
|---------------|---------|
| BUY: | 32.59 % |
| OUTPERFORM: | 37.78 % |
| NEUTRAL: | 29.63 % |
| UNDERPERFORM: | 00.00 % |
| SELL: | 00.00 % |

As at 31 March 2025 the distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (74 in total) is as follows:

| | |
|---------------|---------|
| BUY: | 52.70 % |
| OUTPERFORM: | 29.73 % |
| NEUTRAL: | 17.57 % |
| UNDERPERFORM: | 00.00 % |
| SELL: | 00.00 % |

CONFLICT OF INTEREST

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

Intermonte SIM S.p.A. 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 ABITARE IN, ANIMA HOLDING, AZIMUT, CIVITANAVI SYSTEMS, ELEN, ELICA, INTRED, PHARMANUTRA, SERVIZI ITALIA, SESA, TMP GROUP, UNIDATA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. provides or has provided corporate brokerage services to ALLCORE, ALMAWAVE, ANTARES VISION, AQUAFIL, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CYGATE, CYBEROO, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ENERGY, ESPRINET, EVISO, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FNM, FRANCHI UMBERTO MARM, G.M. LEATHER, GPI, GREEN OLEO, GREENTHESIS, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTRED, ISCC FINTECH, ITALIAN EXHIBITION GROUP, LEMON SISTEMI, LUVI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SG COMPANY, SPINDOX, STAR7, TALEA GROUP, ULISSE BIOMED, 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, CLEANBNB, COFLE, CROWDFUNDME, CUBE LABS, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, EDULZACROBACICA, ELES, ENERGY, EVISO, FAE TECHNOLOGY, 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, OSA AUTOMATION SYSTEM, RACING FORCE, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SOUKER FRAMES, SG COMPANY, SIMONE, SOLID WORLD GROUP, SPINDOX, TALEA GROUP, TAMBURI, TINEXTA, 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 SAES GETTERS, 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 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 acts as financial advisor to Banco BPM in the context of the offer promoted by Unicredit.

Intermonte SIM acts as ECM advisor to Banca IFIS in the offer promoted on Illimity Bank.

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCO BPM, MAIRE, RETEX SPA, 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 A2A, AMPLIFON, AZIMUT, 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, SAPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, 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, VONTOBEL N, WISDOMTREE IRELAND LIMITED

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, ALKEMY, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, CIVITANAVI SYSTEMS, COFLE, CYBEROO, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, ELEN, EMAK, ENERGY, GREENTHESIS, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, QF ALPHA INIM, REPLY, SAES GETTERS, SERVIZI ITALIA, SESA, SG COMPANY, SOMEK, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA, WIIT 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.

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

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

© Copyright 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