

ZEST

Sector: Finance

BUY

Price: Eu0.15 - Target: Eu0.32

Portafoglio FY24 a Eu54mn con target a Eu82mn nel FY29

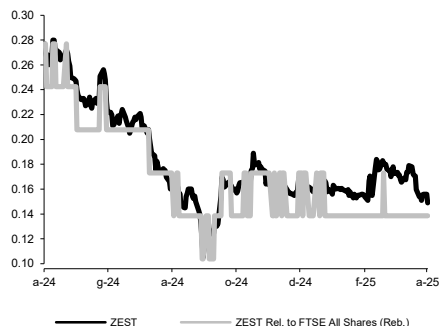
Websim Team +39-02-76418200
research@websim.it

Stock Rating				
Rating:	Unchanged			
Target Price (Eu):	Unchanged			
	2025E	2026E	2027E	
Chg in Adj EPS	2.7%	5.3%	173.8%	

Next Event

AGM on 29th April 2025 (first call)

ZEST - 12M Performance



Stock Data			
Reuters code:	ZEST.MI		
Bloomberg code:	ZEST IM		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-13.6%	-8.6%	-46.2%
Relative	-6.5%	-9.2%	-51.5%
12M (H/L)	0.28/0.11		
3M Average Volume (th):	355.86		

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	161
Total no. of shares (mn):	161
Mkt Cap Ord (Eu mn):	24
Total Mkt Cap (Eu mn):	24
Mkt Float - Ord (Eu mn):	14
Mkt Float (in %):	56.7%
Main Shareholder:	
StarTIP S.r.l. (TIP Group)	13.7%

Balance Sheet Data	
Book Value (Eu mn):	57
BVPS (Eu):	0.35
P/BV:	0.4
Net Financial Position (Eu mn):	-6
Enterprise Value (Eu mn):	30

Il fair value del portafoglio (Eu54.2mn) e l'indebitamento netto (Eu6.9mn) FY24 sono in linea con le attese, dopo Eu3.9mn di investimenti e 3 exit per un valore di Eu6.2mn. I risultati operativi sono stati inferiori alle attese, considerando come il FY24 sia stato un esercizio di transizione, gravato da rilevanti oneri straordinari anche legati al processo di fusione (Eu1.2mn). Manteniamo invariate le nostre stime a livello operativo in quanto la società punta a raggiungere quasi il pareggio a livello EBITDA già nel FY25 (stima Websim Eu-0.5mn). Il Piano punta ad un portafoglio di Eu82mn nel 2029, con Eu15mn di investimenti ed Eu22.5mn di exit nel quinquennio. Confermiamo il rating BUY ed il TP di Eu0.32.

■ **Portafoglio e PFN FY24 in linea con le attese.** Il fair value del portafoglio FY24, che comprende oltre 240 startup attive, è pari a Eu54.2mn, con un indebitamento netto di Eu6.9mn, entrambi in linea con la stima Websim, a seguito di Eu3.9mn di investimenti ed Eu6.2mn di exit nel corso dell'esercizio, anch'essi in linea.

■ **Risultati FY24 inferiori alle attese.** Zest ha riportato risultati FY24 inferiori alle attese, risentendo di significativi componenti non ricorrenti legati anche al processo di fusione. I ricavi sono cresciuti del 21% YoY a Eu8.5mn (Eu9.7m su base pro-forma, sommando anche 1Q25 di LVG), -6% rispetto alla stima Websim, principalmente a causa di una crescita inferiore alle attese del comparto Innovation (pro-forma +51% YoY a Eu2.1mn). L'EBITDA comparabile è stato negativo per Eu3.7mn (pro-forma Eu-4.1mn) da Eu-0.5mn del FY23 (pro-forma Eu-1.3mn), inferiore di Eu1.5mn rispetto alla stima Websim, con componenti non ricorrenti pari a Eu1.2mn (stima Websim Eu0.8mn) e costi operativi pari a Eu11.0mn (stima Websim Eu10.4mn). Il risultato netto è stato positivo per Eu7.6mn, inferiore di Eu1.9mn rispetto alla stima Websim anche a causa di accantonamenti e svalutazioni superiori alle attese (Eu0.7mn vs. Eu0.4mn); il contributo positivo della gestione investimenti (Eu2.2mn) e della differenza da fusione (Eu11.2mn) sono invece in linea.

■ **Il Piano Industriale prevede un sostanziale breakeven EBITDA già nel FY25.** Il Piano Industriale 2025-2029, annunciato da Zest a inizio marzo, prevede un EBITDA in sostanziale pareggio nel 2025 (vs. stima Websim di Eu-0.5mn), che dovrebbe essere raggiunto grazie ad un incremento dei ricavi di circa il 19% a Eu11.5mn, combinato con una riduzione dei costi operativi di Eu1mn e con il venire meno degli oneri non ricorrenti. Il Piano prevede che i ricavi raggiungano Eu14.4mn e l'EBITDA Eu0.7mn nel 2029. Confermiamo pertanto le nostre stime, che risultano lievemente più prudenti rispetto al Piano nel FY25 e leggermente superiori negli esercizi successivi.

■ **Il Piano punta ad una crescita del portafoglio di oltre il 50% in 5 anni.** Zest prevede di espandere il proprio portafoglio attraverso follow-on e acquisizioni, puntando ad un valore di Eu82mn (Eu0.51 per azione) nel 2029 (CAGR dell'8.6%), con investimenti medi annui di Eu3mn (stima Websim Eu2mn) ed exit medie annue di Eu4.5mn (stima Websim Eu4mn), pari ad un IRR atteso intorno all'11%. Confermiamo il rating BUY ed il TP di Eu0.32.

Key Figures & Ratios	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	7	8	11	12	13
EBITDA Adj (Eu mn)	0	-2	0	0	1
Net Profit Adj (Eu mn)	-2	-1	-2	-1	0
EPS New Adj (Eu)	-0.019	-0.009	-0.011	-0.006	-0.001
EPS Old Adj (Eu)	-0.028	0.073	-0.011	-0.006	0.000
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm
EV/EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm
P/E Adj	nm	nm	nm	nm	nm
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	-3.7	-2.8	-13.9	-663.8	5.0

ZEST – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales	4	7	8	11	12	13
EBITDA	0	-1	10	-0	-0	1
EBIT	-1	-3	8	-2	-1	0
Financial Income (charges)	-1	0	-0	-0	-0	-0
Associates & Others	-1	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	-1	-3	8	-2	-1	-0
Taxes	-0	-0	-0	0	0	0
Tax rate	-2.7%	-1.1%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	-0	-0	-0	-0
Net Profit	-1	-2	8	-2	-1	-0
EBITDA Adj	-0	-0	-2	-0	-0	1
EBIT Adj	-1	-2	-4	-2	-1	0
Net Profit Adj	-2	-2	-1	-2	-1	-0
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	100	101	161	161	161	161
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	100	101	161	161	161	161
EPS f.d	-0.012	-0.022	0.058	-0.011	-0.006	-0.001
EPS Adj f.d	-0.015	-0.019	-0.009	-0.011	-0.006	-0.001
BVPS f.d	0.385	0.335	0.380	0.355	0.410	0.479
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	0	0	-3	1	1	2
Change in NWC	-1	0	2	-2	-1	-1
Capital Expenditure	-0	-1	-0	-0	-0	-0
Other Cash Items	-0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-2	-0	-2	-1	-1	0
Acquisitions, Divestments & Other Items	-1	-2	1	2	2	2
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	2	1	0	0	0	0
Change in Net Financial Position	-1	-2	-0	1	1	2
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	37	33	58	63	70	78
Net Working Capital	2	2	-1	1	2	3
Long term Liabilities	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Net Capital Employed	38	34	57	63	71	80
Net Cash (Debt)	1	-1	-7	-6	-5	-3
Group Equity	38	33	50	57	66	77
Minorities	-0	-0	0	0	0	0
Net Equity	39	34	50	57	66	77
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap	36	33	34	24	24	24
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	1	-1	-7	-6	-5	-3
Enterprise Value	35	33	41	30	29	27
Ratios (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	nm	nm	nm	nm	nm	5.1%
EBIT Adj Margin	nm	nm	nm	nm	nm	0.5%
Gearing - Debt/Equity	-1.5%	2.3%	13.9%	11.2%	8.1%	4.3%
Interest Cover on EBIT	nm	19.2	22.8	nm	nm	0.9
Net Debt/EBITDA Adj	1.9	-3.7	-2.8	-13.9	-663.8	5.0
ROACE*	-10.5%	-63.7%	354.6%	-133.0%	-39.0%	2.0%
ROE*	-3.8%	-5.5%	-2.5%	-3.1%	-1.5%	-0.1%
EV/CE	7.3	8.0	18.0	25.9	14.1	8.8
EV/Sales	8.0	4.7	4.9	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
EV/EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Free Cash Flow Yield	-6.4%	-1.3%	-6.5%	-5.7%	-3.4%	0.3%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales	nm	58.8%	20.5%	29.7%	9.3%	8.6%
EBITDA Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
EBIT Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Net Profit Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
EPS Adj	nm	nm	nm	nm	nm	nm
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Intermonte SIM estimates

Risultati FY24

I dati relativi al FY24 sono significativamente influenzati dall'operazione di fusione tra DM e LVG che ha avuto efficacia dal 1° aprile 2024 e che è stata contabilmente inquadrata come **Reverse Acquisition**, vale a dire come un'operazione in cui la società di valore inferiore (LVG) ha acquisito la società di valore superiore (DM). Sulla base dell'IFRS 3 la rilevazione contabile della Reverse Acquisition deve essere effettuata dando prevalenza alla sostanza economica rispetto alla forma giuridica. Il bilancio FY24 consolidato di Zest, di conseguenza, riflette:

- le attività e le passività di **DM (acquirente contabile / acquisita giuridica)** rilevate e valutate ai valori che preesistevano all'operazione;
- le attività e le passività di **LVG (acquirente giuridica / acquisita contabile)** valutate al fair value, con conseguente emersione di una **differenza negativa da concambio** pari a **Eu11.2mn**, che ha rappresentato un componente positivo di reddito nel FY24;
- i risultati economici di DM, a cui si aggiungono i risultati dell'acquisita contabile LVG dalla data dell'operazione.

In sostanza, i risultati economici consolidati FY24 di Zest riflettono i risultati dell'ex DM, con il contributo dei risultati economici di LVG per gli ultimi tre trimestri e l'importante contributo della differenza negativa da concambio. Per facilitare una comprensione adeguata dei fenomeni economici si farà riferimento ad una **versione "pro-forma" del conto economico**, che mostra i dati **come se la fusione fosse entrata in vigore il 1° gennaio 2024**.

Va ricordato che DM, poiché quotata nel mercato EGM, non era tenuta all'adozione dei principi IFRS; quindi, redigeva le proprie situazioni contabili secondo i principi italiani OIC. Nel bilancio FY24 sono stati presentati il conto economico FY23 e gli stati patrimoniali FY22 e FY23 con le rettifiche da conversione IFRS.

Per quanto riguarda l'effetto contabile della gestione degli investimenti, va sottolineato che per la parte più rilevante del portafoglio la società ha esercitato l'**OCI Option (Other Comprehensive Income Option)**, che è un metodo contabile previsto dall'**IFRS 9** per la contabilizzazione degli investimenti in strumenti di capitale. Quando un'azienda acquisisce partecipazioni in strumenti di capitale non detenuti per il trading, può infatti scegliere di contabilizzarli utilizzando l'OCI Option allo scopo di evitare che la volatilità del mercato influenzi i suoi risultati economici nel breve periodo. Infatti, l'utilizzo dell'OCI Option comporta che:

- **le variazioni di fair value** dell'investimento vengono rilevate direttamente nel patrimonio netto, invece che nel conto economico;
- **i dividendi** ricevuti vengono comunque rilevati nel conto economico;
- **le plusvalenze/minusvalenze** alla dismissione dell'investimento non transitano nel conto economico, per cui non impattano sull'utile netto.

La conseguenza dell'utilizzo dell'OCI Option è dunque che il conto economico fornisce una visione solo parziale dell'andamento del Gruppo, mentre il conto economico complessivo (che include anche le variazioni intervenute direttamente nel patrimonio netto) consente di cogliere in modo più completo la performance aziendale.

Tenuto conto dei rilevanti cambiamenti intervenuti nell'area di consolidamento a seguito della fusione, **focalizzeremo la nostra analisi sui risultati pro-forma del FY24 confrontati con quelli pro-forma del FY23 (a perimetro omogeneo).**

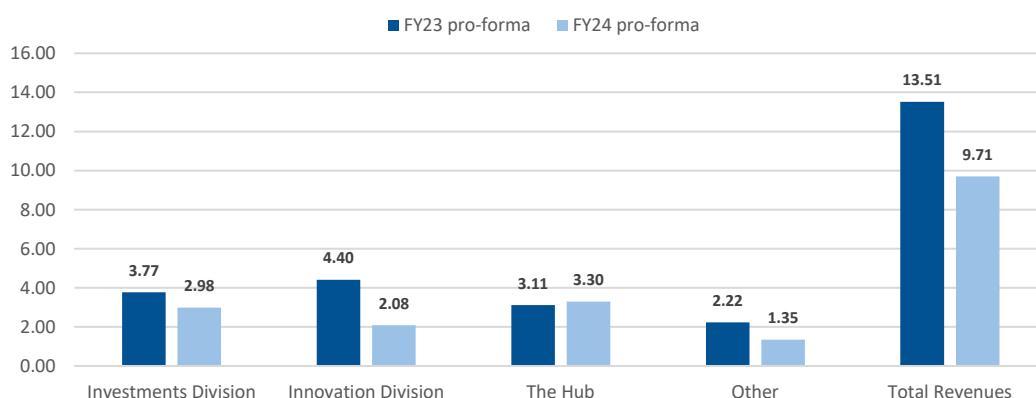
Analisi economica

I ricavi FY24 pro-forma sono ammontati a **Eu9.7mn (-5% vs. stima Websim di Eu10.2mn, ma in linea con l'aggiornamento previsionale comunicato in data 22 novembre 2024)**, risultando in crescita del 38% rispetto al FY23 (Eu7.0mn), che però includeva i soli ricavi di DM. I ricavi di LVG nel FY23 erano ammontati a Eu6.5mn, per cui da un confronto **su basi omogenee** risulta una **riduzione dei ricavi del 28% YoY** (Eu13.5mn nel FY23). In particolare, il confronto su basi omogenee vede:

- **l'Investments Division con ricavi in calo del 21% YoY a Eu3.0mn (in linea con stima Websim)**, avendo risentito del ritardo nell'avvio di alcuni programmi di accelerazione per effetto del nuovo Piano Industriale di CDP in attesa di attuazione;
- **l'Innovation Division con ricavi in calo del 53% YoY a Eu2.1mn (-13% vs. stima Websim di Eu2.4mn)**, avendo risentito dei ritardi nel completamento delle operazioni di fusione e di riorganizzazione societaria, nonché dell'impatto del rallentamento economico generale;
- **The Hub con ricavi in crescita del 6% YoY a Eu3.3mn (in linea con stima Websim)**, grazie all'ottimo andamento dell'attività di organizzazione di eventi, che ha registrato un incremento del 32% YoY a Eu0.7mn, mentre i ricavi per affitti di spazi sono rimasti stabili a Eu2.6mn;

- **gli altri ricavi in calo del 39% YoY a Eu1.4mn (-10% vs. stima Websim di Eu1.5mn)**, a causa principalmente del negativo andamento della controllata Livextention (agenzia digitale) e della controllata Stillabit (network pubblicitario italiano dedicato alle tematiche ESG), quest'ultima in fase di concordato.

Zest – FY23 pro-forma and FY24 pro-forma (Eu mn) revenues



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Il **risultato netto della gestione investimenti**, che comprende le variazioni di valore di tutti quegli strumenti per i quali non è stata attivata la OCI Option ed il risultato delle società collegate valutate con il metodo del patrimonio netto, su basi pro-forma, nel FY24 è stato **pari a Eu2.6mn (in linea con stima Websim)**, a fronte di un risultato FY23 lievemente sotto il pareggio della sola DM. Il risultato netto della gestione investimenti di LVG nel FY23 era stato positivo per Eu1.3mn, per cui il **risultato pro-forma FY23 a parità di perimetro sarebbe stato pari a Eu1.2mn**. Il risultato FY24 è attribuibile principalmente alla partecipazione dell'8.69% in Checkmoov (Fitprime), ceduta nel 4Q24 sulla base di un controvalore di Eu4.0mn, superiore di Eu2.6mn rispetto al fair value del FY23. La plusvalenza è stata imputata al conto economico dell'esercizio poiché su tale partecipazione non era stata esercitata la FVOCI Option. Per avere una visione più completa della gestione degli investimenti, per quanto riguarda il FY24 bisogna considerare tuttavia anche le variazioni di valore che non sono transitate a conto economico per effetto della OCI Option, che sono state negative per Eu4.3mn, e che avrebbero dunque portato il **risultato netto complessivo pro-forma della gestione investimenti a Eu-1.7mn**.

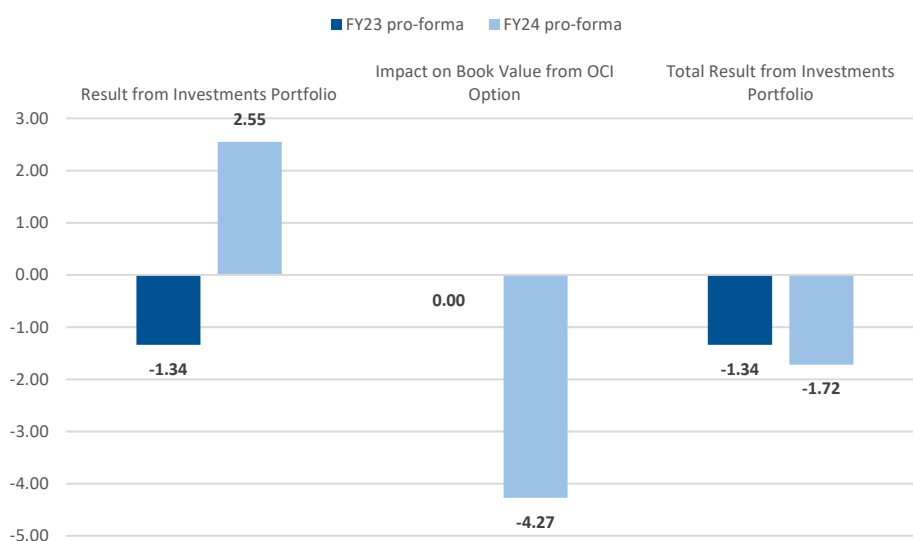
Le variazioni di fair value negative che hanno maggiormente impattato sul risultato del FY24 sono le seguenti.

- **Codemotion (Lifestyle & Culture), Eu-0.83mn**: a seguito del mancato completamento del pivot del modello di business e dell'impossibilità di raggiungere il break-even nei tempi previsti, la società necessita di ulteriori risorse finanziarie per supportare il proprio sviluppo, per cui si è deciso di svalutare a Eu0.20mn la partecipazione del 3.44%, valore inferiore dell'81% rispetto al precedente fair value
- **Together Price (Fintech & Insurtech), Eu-0.73mn**: sulla base dei risultati economici e finanziari emersi, è stato elaborato un DCF che ha portato ad una valutazione di Eu1.56mn per la partecipazione dell'11.51%, inferiore del 32% rispetto a quella emersa dall'ultimo aumento di capitale.
- **Criptalia (Fintech & Insurtech), Eu-0.44mn**: l'aumento dei tassi di interesse ha ridotto la redditività del settore in cui l'azienda operava, costringendola a rivedere il proprio modello di business e rendendo necessaria una riduzione del 50% a Eu0.44mn del valore della partecipazione dell'8.34% nella società.
- **DeesUp (Lifestyle & Culture), Eu-0.43mn**: la società non è riuscita a reperire le risorse finanziarie necessarie per sostenere il proprio sviluppo e raggiungere il break-even, per cui si è ritenuto opportuno di svalutare a Eu0.28mn la partecipazione dell'11.63%, valore inferiore del 61% rispetto al precedente fair value.
- **Yakkyo (Smart City & Factory), Eu-0.42mn**: a gennaio 2024 la società ha concluso un'operazione di quotazione al segmento professionale del mercato EGM, e gli scambi effettuati sul mercato hanno determinato una valorizzazione di Eu0.72mn per la partecipazione del 13.07%, inferiore del 37% rispetto alla valorizzazione dell'ultimo round di aumento di capitale.

Di seguito si riportano anche le variazioni di fair value positive più significative nel FY24.

- **Magic Mind Accelerator – NextAI (Software & Consulting), Eu0.93mn:** il veicolo Magic Mind, di cui Zest detiene il 76.19%, possiede una partecipazione nella startup NextAI S.r.l., la quale a dicembre 2024 ha concluso un round d'investimento in cui ha raccolto Eu5.5mn (Blacksheep, CDP, Finint, Apside) ad una valutazione pre-money di Eu15.9mn. Al termine del round Magic Mind detiene una partecipazione in NextAI pari al 4.29%, del valore di Eu0.93mn.
- **Soundreef (Lifestyle & Culture), Eu0.31mn:** la società a cavallo tra il 3Q ed il 4Q ha raccolto Eu2.5mn in aumento di capitale da parte di Real Web SA (già Immobiliare.it) ed ha convertito un convertible loan del valore di Eu1.9mn da parte dello stesso investitore. Il fair value della partecipazione del 3.96% (3.63% fully diluted) è aumentato del 63% a Eu0.80mn.
- **Epic Holding (Fintech & Insurance), Eu0.30mn:** la società detiene un pacchetto di azioni Azimut Holding a seguito della cessione del 49.9% di Azimut Direct ad Azimut Enterprises, avvenuta nel novembre 2022. Tale partecipazione era stata valutata fino al 3Q24 sulla base del prezzo di mercato delle azioni Azimut Holding, tuttavia, la società detiene un'opzione put sulle azioni Azimut Holding da esercitarsi a partire dal 3Q26, che le garantisce un controvalore minimo di Eu33mn, che è stato ora preso come riferimento per la valutazione della partecipazione del 2.28% detenuta da Zest in Epic Holding S.p.a., pari a Eu0.80mn, superiore del 60% rispetto alla valutazione precedente.
- **Aworld (Cleantech), Eu0.27mn:** la società ha concluso un round d'investimento in convertendo, nell'1H24, ad una valutazione floor di Eu15mn con scadenza di conversione al 31.12.2024. A seguito della conversione, il valore della partecipazione detenuta da Zest, pari al 5.43%, è aumentato del 40% a Eu0.97mn.
- **Cylock (Data & Digitization), Eu0.12mn:** nel 3Q24 la società ha chiuso un round d'investimento in aumento di capitale con una raccolta di Eu0.48mn basato su una valutazione di Cylock pari ad Eu4.93mn. La partecipazione detenuta da Zest, pari al 4.85%, ha raddoppiato il proprio valore a Eu0.24mn.

Zest – Total Result from Investments Portfolio, FY23 pro-forma and FY24 pro-forma (Eu mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

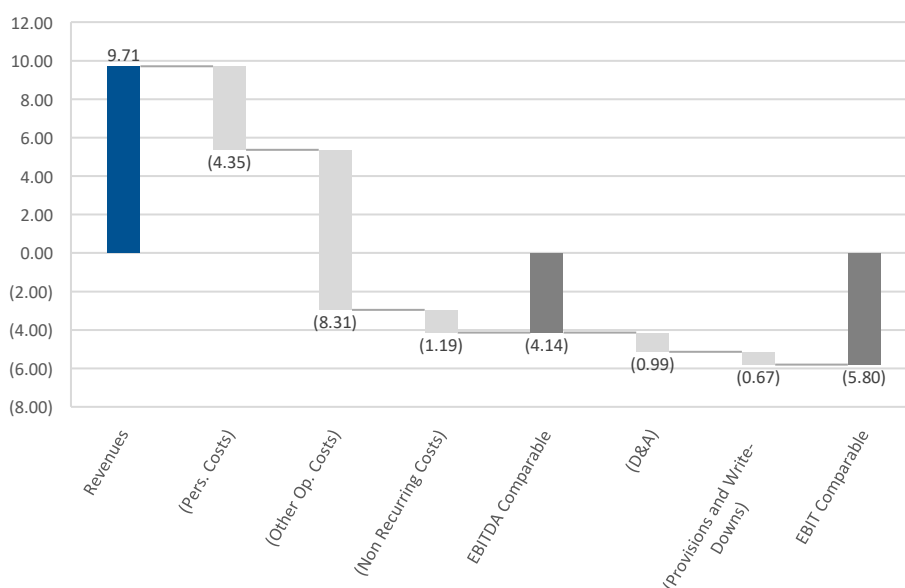
L'EBITDA del FY24 pro-forma è stato pari a **Eu9.6mn (-13% vs. stima Websim di Eu11.1mn)** e si confronta con il risultato di Eu-0.6mn realizzato nel FY23 da DM, cui va aggiunto il risultato negativo di Eu2.1mn di LVG, che porta a **Eu-2.6mn l'EBITDA del FY23 pro-forma**. L'EBITDA FY24 ha tuttavia beneficiato, come già sottolineato in precedenza, di un contributo positivo di Eu11.2mn derivante dalla differenza da concambio di fusione. Riteniamo che allo scopo di fornire una visione più chiara delle dinamiche economiche del Gruppo sia opportuno analizzare l'andamento dell'EBITDA al netto sia dell'impatto straordinario della differenza da concambio sia dell'impatto volatile della gestione investimenti. Definiamo tale risultato come EBITDA comparabile allo scopo di differenziarlo dall'EBITDA contabile. **Nel FY24 pro-forma l'EBITDA comparabile è stato pari a Eu-4.1mn (vs. stima Websim di Eu-2.7mn)**, che si confronta con un **valore pro-forma nel FY23 di Eu-1.3mn**, con un **peggioramento YoY di Eu2.8mn** essenzialmente riconducibile alla riduzione di **Eu3.8mn registrata dai ricavi** oltre che ad un **incremento di Eu0.9mn dei costi non ricorrenti**, saliti a Eu1.2mn (vs. stima Websim di Eu0.8mn), **parzialmente compensati dalla riduzione dei costi operativi**: i costi del personale sono diminuiti del 12% YoY a Eu4.3mn, ed i costi esterni sono diminuiti del 13% YoY a Eu8.3mn. I primi effetti di efficientamento a seguito della fusione sono dunque già evidenti nel FY24.

Gli **ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni** nel FY24 pro-forma sono ammontati a Eu1.7mn, risultando in calo del 36% rispetto al FY23 pro-forma (Eu2.6mn). In particolare, gli ammortamenti sono ammontati a Eu1.0mn da Eu2.2mn, in calo del 55% YoY, mentre gli accantonamenti e le svalutazioni sono ammontati a Eu0.7mn da Eu0.4mn, in aumento del 79% YoY. Ciò ha portato **l'EBIT comparabile a Eu-5.8mn nel FY24 pro-forma da Eu-3.9mn del FY23 pro-forma**.

Gli **oneri finanziari netti nel FY24 pro-forma** sono ammontati a Eu0.3mn dal sostanziale pareggio del FY23 pro-forma, e le imposte sono state pari Eu0.1mn nel FY24 pro-forma dal valore sostanzialmente nullo del FY23 pro-forma.

Nonostante il negativo andamento dei risultati operativi, **il risultato netto contabile nel FY24 pro-forma** si è chiuso con un **utile di Eu7.6mn**, a fronte della **perdita di Eu5.3mn del FY23 pro-forma**, grazie all'impatto positivo di Eu11.2mn della differenza da concambio ed al contributo positivo di Eu2.6mn della gestione investimenti.

Zest – FY24 pro-forma Operating Results (Eu mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Analisi patrimoniale e del cash flow

Il **valore complessivo del portafoglio investimenti** alla fine del **FY24** ammontava a **Eu54.2mn (in linea con la stima Websim)** secondo i principi contabili IFRS EU, rispetto a Eu58.1mn del valore pro-forma all'inizio dell'anno. La **riduzione del valore del portafoglio di circa il 7%** nel corso dell'anno è stata determinata in parte dalle svalutazioni di portafoglio, di cui si è detto precedentemente, che hanno portato a chiudere il FY24 con un risultato complessivo della gestione investimenti negativo per Eu1.7mn, e per la parte rimanente dal saldo tra Eu6.2mn di exit ed Eu3.9mn di investimenti effettuati nel periodo.

Nel FY24 Zest ha concluso **54 operazioni di investimento** per un controvalore complessivo pari a Eu87.5mn, di cui **Eu3.9mn investiti da Zest** ed Eu83.5mn investiti da terzi, con **un effetto leva di oltre 20 volte**. Gli investimenti del periodo sono stati così suddivisi:

- **Primo investimento:** sono state realizzate 25 operazioni di investimento in nuove startup attraverso i programmi di accelerazione, con un impegno complessivo da parte di Zest pari a Eu1.0mn. In particolare: si è conclusa la terza edizione del programma di accelerazione Magic Spectrum, che ha portato alla selezione di 6 nuove startup; ulteriori 5 investimenti sono stati effettuati tramite il veicolo Magic Mind all'interno del secondo Batch; si è concluso il secondo batch del programma di accelerazione Argo, che ha portato ad 8 investimenti pre-seed; è in corso il terzo batch del programma di accelerazione Habismart, che ha già concluso 6 investimenti. Infine, nell'ambito dell'operazione di exit di Fitprime, realizzata nel 4Q24, una parte del corrispettivo è stata regolata con l'acquisizione di una partecipazione del valore di Eu2mn in WellHub Inc.
- **Follow-on:** sono state realizzate 29 operazioni di investimento follow-on, con un impegno complessivo da parte di Zest di Eu0.9mn. In particolare, 19 operazioni sono state realizzate attraverso i programmi

di accelerazione, per un controvalore di Eu0.7mn, e 10 operazioni hanno riguardato startup in portafoglio ed altre startup, per un controvalore di Eu0.2mn.

Zest – FY24 Portfolio Investments

(Eu mn)	First Investment	Follow-On	Total
Acceleration Programs	1.03	0.73	1.75
Portfolio Startups	0.00	0.17	0.17
Other Operations	1.98	0.04	2.02
Total	3.01	0.94	3.95

Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Zest nel **FY24** ha realizzato **tre Exit, tutte di successo (Futura, Cardo AI e Fitprime)**, che hanno determinato introiti complessivi pari a oltre **Eu6.2mn** (oltre l'11% del valore del Portafoglio), di cui Eu4.2mn in contanti ed Eu2mn in azioni, più che triplicando il valore delle Exit realizzato nel **2023** (circa **Eu2mn**) da DM e LVG e superando di oltre il 40% il valore delle Exit realizzato complessivamente dalle due società nel triennio **2021-2023** (circa **Eu4.4mn**).

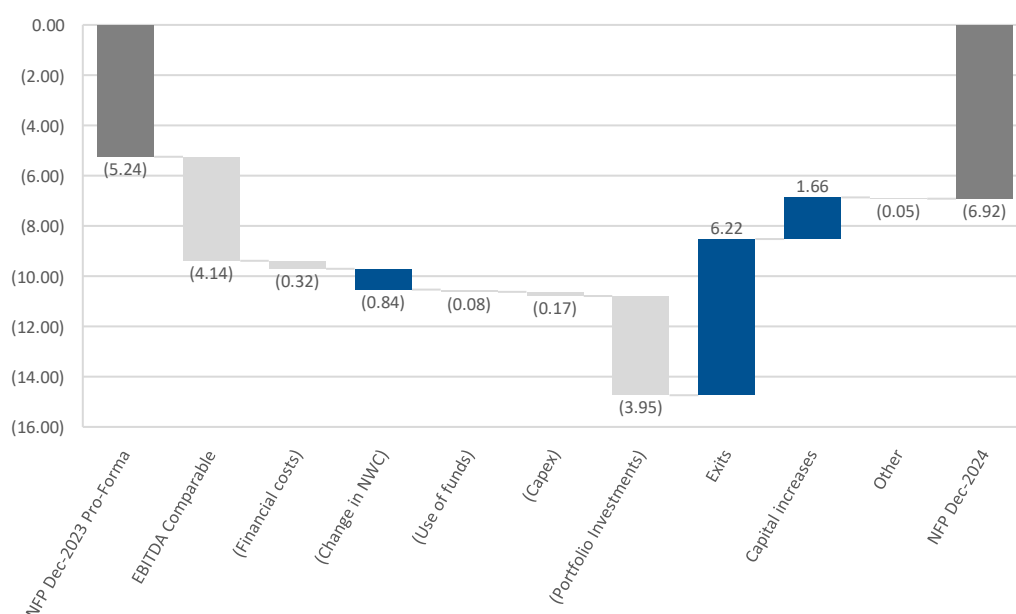
- **A.D.T. S.r.l. (Futura), settore Lifestyle & Culture, sub-settore EdTech:** nel marzo 2024 il Gruppo ha concluso l'operazione di dismissione totale delle quote della startup A.D.T. S.r.l., conosciuta commercialmente come **Futura**, di cui deteneva il **5.97%**. L'operazione ha generato un **corrispettivo di Eu1.61mn**, a fronte di un fair value al 12/2023 di Eu0.46mn, quindi una plusvalenza di Eu1.15mn. Rispetto all'investimento iniziale da parte di LVG, Futura ha generato un **ritorno pari a 15x**, pari ad un **IRR stimato oltre il 150%**. L'operazione è stata finalizzata nell'ambito del **round Series A da Eu14mn**, che ha visto l'ingresso nel capitale sociale del Fondo di VC francese Eurazeo, di Axon Partners Group e la partecipazione del precedente investitore United Ventures. Futura è stata accelerata nel 2021 da LUISS EnLabs / **LVG** e ha chiuso nel 2022 un seed round da Eu1.8mn con primari fondi di Venture Capital, tra cui Ithaca Ventures, Exor Seeds e United Ventures, oltre a LVG. La startup si è affermata rapidamente come una delle realtà EdTech a più forte crescita nel panorama europeo, con una squadra internazionale di 40 persone destinato ad espandersi ulteriormente. La mission di Futura è democratizzare l'accesso ad un'istruzione di eccellenza personalizzando i processi di apprendimento attraverso i suoi algoritmi di intelligenza artificiale. Futura simula l'esperienza di apprendimento con un insegnante privato estremamente qualificato, offrendo contenuti di altissima qualità ad un prezzo accessibile e adattandoli in tempo reale alle esigenze in continua evoluzione degli studenti.
- **Cardo S.r.l. (Cardo AI), settore Fintech & Insurtech, sub-settore Fintech:** nel novembre 2024 Zest ha comunicato l'exit totale dalla startup fintech **Cardo AI**, specializzata nello sviluppo di tecnologie avanzate per la finanza strutturata, di cui deteneva il **2.28%**. La partecipazione è stata ceduta nell'ambito del **round Series A da \$15mn** chiuso da Cardo AI, guidato dal Blackstone e Fintop Capital. Questa Exit ha generato un **incasso superiore a Eu0.60mn**, più basso rispetto al fair value della partecipazione al 06/2024, pari a Eu1.71mn. Nel febbraio 2022 **DM**, che aveva accelerato la startup dal giugno 2018 nell'ambito del programma "Magic Wand", aveva già effettuato una prima cessione parziale delle quote del capitale di Cardo AI, che aveva determinato un incasso di circa Eu1.3mn. Complessivamente **l'introito delle due Exit è stato dunque pari a circa Eu1.9mn**, vale a dire un **ritorno** sull'investimento iniziale (circa Eu0.1mn) **superiore a 17x**, con un **IRR del 106%**. Cardo AI, fondata a Milano nel 2018 da Altin Kadareja, è nata con l'obiettivo di semplificare la gestione di portafogli di investimento nel mercato del debito privato. La società ha sviluppato soluzioni avanzate basate su algoritmi di intelligenza artificiale, che gli consentono di offrire strumenti innovativi per la gestione dei portafogli e la valutazione dei rischi. La piattaforma proprietaria di Cardo AI fornisce analisi in tempo reale e soluzioni automatizzate per migliorare il processo decisionale e l'efficienza operativa. Negli anni successivi, la startup ha consolidato la sua presenza in Europa e nel Regno Unito, facilitando la gestione efficiente di portafogli di investimento per un valore di oltre Eu40bn, integrando e standardizzando dati provenienti da oltre 42 paesi e 150 sistemi diversi. Dal **2017 al 2023 il fatturato** è cresciuto ad un **CAGR del 13%** raggiungendo **Eu3.5mn**. Le risorse raccolte nel novembre 2024 sosterranno la crescita nel mercato americano, dove la startup ha già avviato collaborazioni di rilievo, integrando alcuni tra i più sofisticati investitori del paese. Oltre a guidare il round di finanziamento, Blackstone ha iniziato a utilizzare la tecnologia di Cardo AI per ottimizzare la gestione delle proprie operazioni di asset-based finance e direct lending. Oggi, Cardo AI continua ad espandersi, con un organico di oltre 120 persone distribuite tra New York, Londra, Milano, Tirana e Pristina.
- **Checkmoov S.r.l. (Fitprime), settore Lifestyle & Culture, sub-settore Sport & Wellness:** nel dicembre 2024 Zest ha comunicato l'exit dalla startup **Fitprime**, di cui deteneva l'**8.69%**, piattaforma B2B di corporate welfare, punto di riferimento del mercato italiano con oltre 200 clienti corporate e PMI e oltre 400,000 dipendenti serviti. Fitprime è stata acquisita da Wellhub, la piattaforma di corporate wellness leader a livello globale, unicorno del proprio settore con una valutazione di \$2.4bn. **La exit ha generato un controvalore di Eu4mn**, di cui il **50% in contanti** e il **50% in azioni Wellhub**, con un

ritorno sull'investimento iniziale (Eu0.47mn) **di 8.5x** ed un **IRR** stimato **intorno al 40%**. Fondata a Roma nel 2016 da Matteo Musa, Damiano Rossi, Gianluca Mozzillo e Laura Carpinteri, Fitprime è stata lanciata dal programma di accelerazione LUISS Enlabs / **LGV**. L'azienda ha sviluppato un marketplace del fitness che consente agli utenti di allenarsi in migliaia di centri sportivi partner in tutta Italia con un unico abbonamento flessibile. Nel 2018, Fitprime ha ampliato la sua offerta lanciando "Fitprime Corporate", un servizio dedicato al benessere aziendale. Questo programma supporta aziende di varie dimensioni nell'implementazione di programmi di benessere e coinvolgimento per i dipendenti, promuovendo uno stile di vita sano e attivo attraverso sport, alimentazione equilibrata e cura della salute psicofisica. Tra le aziende che utilizzano i servizi di Fitprime Corporate figurano Sky, Nike, McDonald's, Unilever, Capgemini e Tetrapak. Durante la pandemia Covid-19, Fitprime ha introdotto "Fitprime Tv", una piattaforma digitale che offre sessioni di allenamento da casa con trainer selezionati tra i migliori del settore, integrando così la sua offerta tradizionale con servizi online per rispondere alle nuove esigenze degli utenti. Ad oggi, Fitprime continua a crescere, offrendo servizi di benessere sia a individui che a imprese, con l'obiettivo di migliorare la qualità della vita attraverso l'attività fisica e la cura della salute.

L'indebitamento finanziario netto finale del FY24 era pari a **Eu6.9mn (vs. stima Websim di Eu7.0mn)**, un valore superiore di Eu1.7mn rispetto a quello del **FY23 pro-forma**, pari a **Eu5.2mn**. I flussi finanziari negativi sono derivati dalla perdita di Eu4.1mn registrata a livello di EBITDA comparabile, cui si sono aggiunti Eu0.4mn di oneri finanziari, Eu0.1mn di utilizzo fondi, Eu3.9mn di investimenti di portafoglio ed Eu0.2mn di capex, mentre i flussi finanziari positivi sono stati determinati dagli Eu6.2mn di exits, Eu0.8mn di riduzione del NWC ed Eu1.7mn di aumento di capitale, di cui Eu1.50mn sottoscritto da LUISS contestualmente alla stipula dell'atto di fusione.

Il **patrimonio netto finale FY24** ammontava a **Eu49.9mn** (Eu49.8mn la quota di competenza degli azionisti), pari ad un **rapporto Debt/Equity** di **0.09x** ed un **rapporto Loan-to-Value (LTV)** del **13%** che riteniamo del tutto **coerenti con il profilo di rischio del business**.

Zest – Net Financial Position bridge from Dec-2023 Pro-Forma to Dec-2024 (Eu mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Per completezza, nella tabella seguente sono riportati i risultati contabili FY24 e FY23.

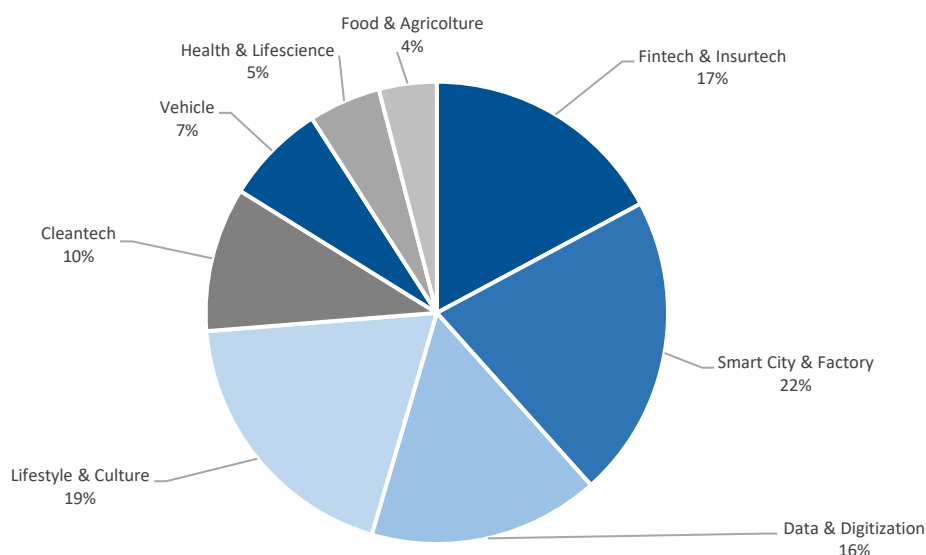
Zest – FY24 Results

(Eu mn)	2023A	2024A	YoY	2H23A	2H24A	YoY	2024E	2024A	A. vs. E.
Sales	7.0	8.5	20.5%	3.4	4.9	44.4%	9.0	8.5	-5.7%
EBITDA	-0.6	9.7	-1843.8%	-0.7	1.1	-255.2%	11.2	9.7	-13.2%
% of sales	-7.9%	114.5%		-20.4%	21.9%		124.4%	114.5%	
Adj. EBITDA	-0.2	-2.5	1107.4%	-0.2	-0.6	283.1%	-1.4	-2.5	77.6%
% of sales	-2.9%	-29.3%		-4.8%	-12.8%		124.4%	-29.3%	
D&A and Provisions	-2.1	-1.6		-1.5	-0.9		-1.4	-1.6	
EBIT	-2.7	8.1	-404.0%	-2.2	0.1	-105.7%	9.8	8.1	-17.1%
% of sales	-37.9%	95.6%		-64.0%	2.5%		108.8%	95.6%	
Net Financial Charges	0.1	-0.4		0.2	-0.2		-0.3	-0.4	
Associates	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Pretax Profit	-2.5	7.8	-406.6%	-1.9	-0.1	-94.7%	9.5	7.8	-18.4%
Taxes	0.0	-0.1		0.0	-0.1		0.0	-0.1	
tax rate	-1%	1%		0%	-73%		0%	1%	
Consolidated Net Profit	-2.6	7.7	-400.2%	-1.9	-0.2	-90.8%	9.5	7.7	-19.2%
% of sales	-36.3%	90.6%		-57.2%	-3.7%		105.6%	90.6%	
Minorities	0.4	-0.1		0.3	-0.2		0.0	-0.1	
Net Profit	-2.2	7.6	-450.6%	-1.7	-0.4	-77.5%	9.5	7.6	-19.9%
% of sales	-30.8%	89.7%		-49.1%	-7.7%		105.6%	89.7%	
Net Financial Position	-0.8	-6.9		-0.8	-6.9		-7.0	-6.9	
Net Working Capital	1.7	-0.5		1.7	-0.5		1.2	-0.5	
Capex	0.7	0.2		0.5	0.1		0.3	0.2	

Source: Company actual data, Websim Corporate estimates

Il grafico seguente mostra la composizione settoriale del Portafoglio Investimenti di Zest al termine del FY24, che include oltre 240 partecipazioni.

Zest Investments – Portfolio Breakdown by Sector



Source: Company data

Piano Industriale 2025-2029

A inizio marzo 2025 Zest ha approvato le nuove linee strategiche ed il Piano Industriale 2025-2029.

Le nuove **linee strategiche** prevedono quanto segue.

- **Investimenti** in nuove startup e follow-on, con l'obiettivo di massimizzare il valore del portafoglio e le exit, anche attraverso creazioni di fondi dedicati e JV, con sviluppo dei settori a maggiore impatto come l'AI.
- **Crescita dei ricavi** guidata da un forte sviluppo delle attività di advisory e dei programmi di Open Innovation e formazione, oltre che da un'espansione verso i mercati internazionali.
- **Riduzione costi** da realizzarsi attraverso la riorganizzazione funzionale e semplificazione dei processi, con conseguente ottimizzazione della struttura interna.

I **principali target** del Piano Industriale 2025-2029 sono i seguenti.

- **Investimenti** complessivi di portafoglio pari a Eu15.0mn, con una media annua di Eu3.0mn (vs. stima Websim di Eu2.0mn).
- **Exit** complessive pari a Eu22.5mn, con una media annua di Eu4.5mn (vs. stima Websim di Eu4.0mn).
- **Valore del Portafoglio** a fine Piano pari a Eu82mn, pari ad un incremento superiore al 50% rispetto alla fine del FY24.
- **Fatturato** pari a Eu14.4mn nel FY29, con una crescita del 48% rispetto al FY24 pro-forma, pari ad un CAGR dell'8.2% (vs. stima Websim dell'8.7% nel periodo 2024-2027).
- **EBITDA** negativo per Eu0.1mn nel FY25 (vs. stima Websim di Eu-0.5mn) che migliora fino a Eu0.7mn nel FY29, grazie anche alle azioni di efficientamento che dovrebbero consentire una riduzione dei costi di struttura di Eu1mn su base annua.

Riteniamo che il Piano Industriale 2025-2029 di Zest preveda degli obiettivi realizzabili che non si discostano in misura rilevante dalle nostre proiezioni. **Confermiamo pertanto le nostre stime a livello operativo** ed effettuiamo un lieve fine tuning negativo sul risultato netto per una leggera revisione delle minorities.

Zest – Estimates revision

(Eu mn)	2025 New	2026 New	2027 New	2025 Old	2026 Old	2027 Old	2025 ch.	2026 ch.	2027 ch.
Sales	11.0	12.0	13.1	11.0	12.0	13.1	0.0%	0.0%	0.0%
% YoY growth	3.9%	3.0%	3.0%	3.3%	3.0%	3.0%			
o/w Investments Division	3.1	3.2	3.3	3.1	3.2	3.3	0.0%	0.0%	0.0%
o/w Innovation Division	3.5	4.3	5.1	3.5	4.3	5.1	0.0%	0.0%	0.0%
o/w The Hub	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6			
o/w Other	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	-0.5	0.0	0.7	-0.5	0.0	0.7	0.0%	0.0%	0.0%
% of sales	-4.2%	-0.1%	5.1%	-4.2%	-0.1%	5.1%			
% YoY growth	-104.7%	-98.3%	-8384.5%	-104.1%	-98.3%	-8384.5%			
D&A and Provisions	-1.1	-0.8	-0.6	-1.1	-0.8	-0.6	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	-1.6	-0.8	0.1	-1.6	-0.8	0.1	0.0%	0.0%	0.0%
% of sales	-14.2%	-6.7%	0.5%	-14.2%	-6.7%	0.5%			
% YoY growth	-119.2%	-48.2%	-107.8%	-115.9%	-48.2%	-107.8%			
Net Financial Charges	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1			
Pretax Profit	-1.7	-0.9	0.0	-1.7	-0.9	0.0	-1.6%	-2.5%	-65.5%
Taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
tax rate	0%	0%	0%	0%	0%	0%			
Consolidated Net Profit	-1.7	-0.9	0.0	-1.7	-0.9	0.0	-1.6%	-2.5%	-65.5%
% of sales	-15.2%	-7.6%	-0.1%	-15.5%	-7.8%	-0.2%			
Minorities	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0			
Net Profit	-1.7	-1.0	-0.1	-1.7	-0.9	0.0	2.7%	5.3%	181.9%
% of sales	-15.9%	-8.2%	-0.6%	-15.5%	-7.8%	-0.2%			
Net Financial Position	-6.4	-5.3	-3.3	-6.4	-5.3	-3.3			

Source: Websim Corporate estimates

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	ZEST		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (Eu):	0.32	Previous Target (Eu):	0.32
Current Price (Eu):	0.15	Previous Price (Eu):	0.16
Date of report:	16/04/2025	Date of last report:	24/02/2025

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 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) 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&P500 Index, most of those on the MIBEX 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 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 Alkemy S.p.A.

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 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, CIVITANAVI SYSTEMS,

CYBEROO, 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, CY4GATE, CYBEROO, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ENERGY, ESPRINET, EVISIO, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FRANCHI UMBERTO MARM, G.M. LEATHER, GPI, GREEN OLEO, GREENTHESIS, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, ISCC FINTECH, ITALIAN EXHIBITION GROUP, LEMON SISTEMI, LUVÉ, 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, CYBEROO, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, EDILIZIACROBATICA, ELES, ENERGY, EVISIO, 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, OSAI AUTOMATION SYSTEM, RACING FORCE, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SGIUKER FRAMES, SG COMPANY, SIMONE, SOLID WORLD GROUP, SPINDOX, TALEA GROUP, TAMBURI, TINEXTA, TMP GROUP, TPS, 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 GROWENS, 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 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, FINCOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIABANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPEX, 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, MEDIABANCA, 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, ELEN, EMAX, ENERGY, GREENTHESIS, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, OF ALPHA IMM, 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