# REDFISH LONGTERM CAPITAL

*Sector: Holdings & RE*

**BUY (unchanged)**
**Target: €2.45** (unchanged)

## Ricavi e backlog solidi nei 9M26; valorizzazione del portafoglio in focus

**ANALYST(s)**

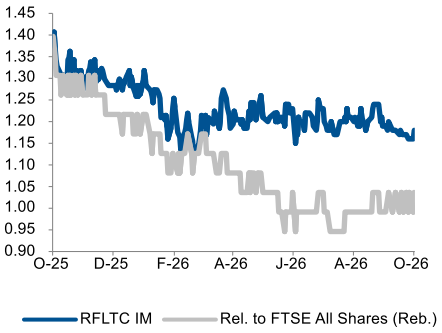
**Silvestro Bonora** +39-02-77115.246
silvestro.bonora@intermonte.it

**BUY, TP €2.45, con un upside del 107%: portafoglio a forte sconto con catalyst in vista. RFLTC tratta a circa 0.39x P/NAV; i mandati per l'ingresso di un partner in Movinter e per la crescita straordinaria di Polieco, inclusa l'IPO, possono far emergere il valore di asset che pesano oltre il 70% del GAV. Il core industriale cresce: nei 9M26 i ricavi del Gruppo Movinter salgono a €54.7mn (+11.5% YoY), trainati da SAIEP (+37.2%), e il backlog di €105.1mn copre circa 1.4x i ricavi LTM. Restano da monitorare i margini (EBITDA margin 1H26 al 6.7% dal 9.8%) e il debito netto della holding, pari a €27.0mn. BUY confermato.**

- **KPI 9M26, ricavi in crescita guidati da SAIEP.** Ricavi consolidati in crescita nei 9M26 a €54.7mn (+11.5% YoY). SAIEP si conferma il principale motore con €22.9mn (+37.2% YoY, circa il 42% dei ricavi). Seguono Movinter con €21.1mn (+2.9%) e Six Italia, in calo a €10.3mn (-10.8%) per il rallentamento del ferroviario, con ripresa delle commesse attesa da fine ottobre. Nel 3Q26 i ricavi si attestano a circa €16.7mn (c.+11% YoY), dinamica marcata per controllata: SAIEP +46% YoY, Movinter circa +4% YoY e Six Italia circa -26% YoY. La holding contribuisce per €0.35mn (€0.29mn nei 9M25).
- **Backlog solido, 1.4x i ricavi LTM, oltre 80% dal 2027.** A fine settembre il backlog del Gruppo Movinter è pari a €105.1mn, stabile YoY (+0.3%) ma in calo del 6.3% rispetto a giugno (€-7.0mn). La flessione riguarda SAIEP (€31.4mn, -14.8%) e Movinter (€45.5mn, -6.6%), mentre Six Italia sale a €28.2mn (+6.3%), sostenuta dal navale. Il portafoglio copre circa 1.4x i ricavi LTM e per l'81.6% riguarda gli esercizi successivi, ma la concentrazione resta elevata: i due principali costruttori valevano circa l'87% dei ricavi al 1H26.
- **Risultati del 1H26: crescita della top-line, margini ridotti.** Consolidato: nel 1H26 i ricavi salgono a €38.0mn (+11.7% YoY), trainati da quadri e cablaggi elettrici (+27.5%) e carpenteria metallica (+16.2%); le vendite UE più che raddoppiano a €10.2mn. I costi per servizi crescono a €7.2mn (+32.6% YoY, 18.8% dei ricavi dal 15.9%) per lavorazioni esterne, trasporti e lavoro somministrato. L'EBITDA scende a €2.5mn (-23.6% YoY), con margine al 6.7% (da 9.8%) e SAIEP a circa €0.3mn (da €1.2mn). D&A e accantonamenti salgono a €2.4mn (da €1.7mn), EBIT a €0.2mn (da €1.6mn). I dividendi da Industrie Polieco ed Expo Inox si attestano a €2.2mn (da €3.3mn nel 1H25). Il risultato netto di Gruppo è €-1.1mn (€-0.6mn adjusted vs. +€1.8mn nel 1H25). Il CCN sale a €14.7mn (€9.8mn a fine 2025) e debito netto a €51.0mn (€45.6mn a fine 2025). Holding: VdP a €417k (€335k nel 1H25) e risultato netto a €-599k (€-694k nel 1H25). Capitale investito netto a €61.1mn (+3.2% vs. FY25), debito netto a €27.0mn (€24.3mn a fine 2025).
- **Movinter e Polieco al centro delle opzioni strategiche**. Nel 1H26 RFLTC ha investito in Stanhome tramite RFLTC1 e ha incassato €2.2mn di dividendi dalle partecipate. Ha inoltre conferito a Fineurop Soditic il mandato per individuare un partner per Movinter. Post semestre, si sono aggiunti due eventi: a luglio, il mandato a Lazard per valutare opportunità di crescita straordinaria per Industrie Polieco, inclusa un'eventuale IPO; a settembre, il rafforzamento della partecipazione e della governance in Tesi, a seguito dell'uscita di Invitalia. Istituito un advisory board di alto standing per Movinter, Tesi e Alpi Aviation.
- **Target Price €2.45 p.a., BUY confermato, upside potenziale +107%.** Aggiorniamo il NAV di RFLTC, incorporando i nuovi multipli delle partecipate e il roll-forward del DCF di Movinter, con il risk-free portato al 4.5% (dal 4%) e il WACC al 7.1% (dal 6.7%). L'impatto è più che compensato dalla rivalutazione di Tesi, sostenuta dall'incremento della quota al 26%, e da multipli dei peer più elevati. Movinter e Polieco rappresentano insieme oltre il 70% del GAV. I mandati conferiti per individuare potenziali partner nel capitale di Movinter e per esplorare opportunità di crescita straordinaria per Polieco, inclusa una possibile IPO, rappresentano potenziali catalyst per far emergere il valore del portafoglio. Il GAV sale a €119.4mn, mentre il NAV si attesta a €91.8mn, riflettendo l'aumento dell'indebitamento della holding al 1H26. Il cash-in delle stock option e i costi di holding al fair value restano invariati. Applicando uno sconto di liquidità del 20%, il Target Price è di €2.45 per azione, sostanzialmente invariato, con un upside potenziale del 107%. Il titolo tratta a circa 0.39x P/NAV. Confermiamo BUY.

| Key Data | October 27, 2026 |
|---|---|
| Price (€) | 1.18 |
| Upside/(Downside) | 107.6% |
| Sector | Holdings & RE |
| Reuters Code | RFLTC.MI |
| Bloomberg Code | RFLTC IM |

| Performance (%) | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| Absolute | -0.8% | -4.1% | -15.5% |
| Relative | 3.5% | 0.4% | -26.3% |
| 12M (H/L) | | | 1.41/1.13 |
| 3M Average Volume (th): | | | 11.29 |




| Shareholder data | |
|---|---|
| Total no. of Shares (mn): | 28.1 |
| Mkt Cap (€ mn): | 33.2 |
| Mkt Float (€ mn): | 13.2 |
| Mkt Float (in %): | 39.7% |
| Main Shareholder: | |
| Tibag S.r.l. | 20.1% |

| Balance Sheet Data | |
|---|---|
| Book Value (€ mn) | 33.4 |
| BVPS (€) | 1.16 |
| P/BV | 1.0 |
| Net Financial Position (€ mn) | -51.0 |
| Enterprise Value (€ mn) | 85.3 |

*The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein, and any of its parts, is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without Company authorization. Please see important disclaimer on the last page of this report*

# Company in Brief

## Company Description

RedFish LongTerm Capital S.p.A. è una holding di partecipazioni industriali fondata nel 2020 da Paolo Pescetto e Andrea Rossotti con la famiglia Bazoli e Gitti. Quotata su Euronext Growth Milan da giugno 2023, è specializzata nell'acquisizione di PMI italiane a conduzione familiare, in fase matura e attive in mercati di nicchia, per favorirne lo sviluppo attraverso strategie di espansione sia in Italia, che all'estero. Opera con un orizzonte temporale medio-lungo, privilegiando minoranze qualificate o, alternativamente, maggioranze in Club Deal.

## Management

**Presidente**: Paolo Pescetto
**CEO**: Andrea Rossotti
**Consiglieri**: Francesca Bazoli
**Consigliere**: Ernesto Paolillo
**Consigliere**: Antonello Bettinzoli
**Consigliere**: Marco Bonetti
**Consigliere Ind.**: Raffaella Viscardi

## Shareholders

| Shareholders | % |
|---|---|
| Tibag S.r.l. | 20.14 |
| Red-Fish Kapital S.p.A. | 12.07 |
| Bruno Negri | 10.40 |
| OMR Holding S.r.l. | 7.36 |
| Banca Valsabbina S.c.p.a. | 6.35 |
| Others | 3.70 |
| Treasury Shares | 0.31 |
| Market float | 39.67 |

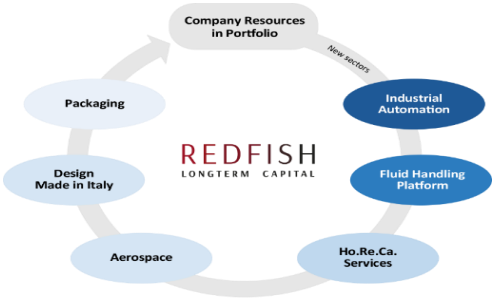
## Strengths/Opportunities

- Management di lunga esperienza ed elevato standing
- Consistente network relazionale per club deal
- Comprovata capacità di fundraising
- Struttura di costi della holding contenuta
- Ampia offerta di servizi integrati, scalabilità del business
- Potenziale per integrazioni e sinergie tra le partecipate
- Accesso a nuovi mercati in ottica di diversificazione
- Holding-period degli investimenti di lungo termine
- Crescenti opportunità di investimento tra le PMI italiane

## Weaknesses/Threats

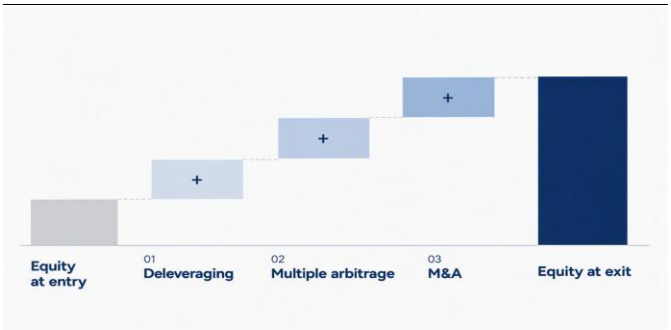
- Limitato track-record
- Il successo delle singole iniziative di investimento dipende dai key manager
- Limitata diversificazione settoriale e forte esposizione al ciclo economico
- Competizione crescente con diverse tipologie di veicoli di investimento (i.e. Holding, Private Equity, SICAF, ELTIF, SGR, etc.)
- Condizioni macroeconomiche avverse, con potenziale impatto sul costo opportunità degli investimenti e sul trade-off risk-return del portafoglio
- Limitata diversificazione geografica, focus sul mercato italiano

**RFLTC – Use of Proceeds**



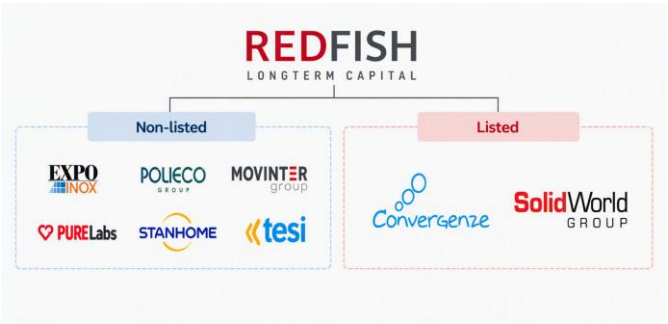

Source: Websim Corporate on Company presentation

**RFLTC – Key Value Creation Levers**



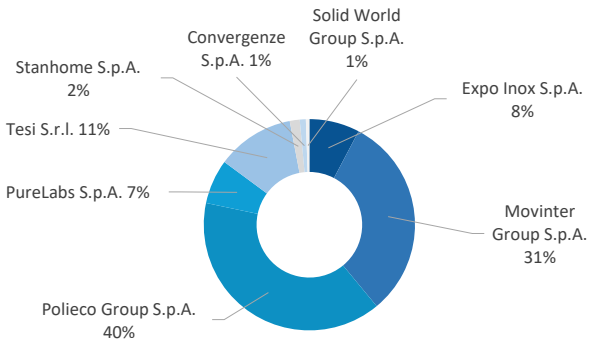

Source: Websim Corporate on Company presentation

**RFLTC – Portfolio Companies**



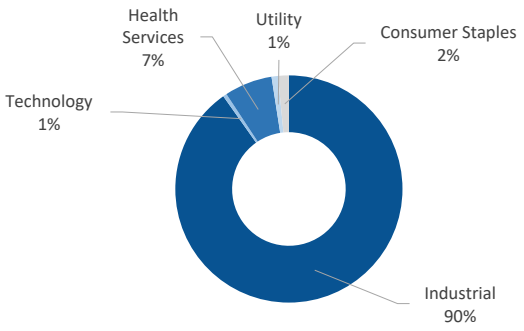

Source: Websim Corporate on Company presentation

**RFLTC – GAV Breakdown by Portfolio Company**



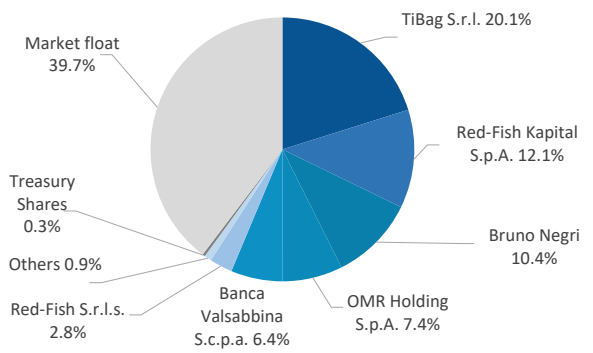

Source: Websim Corporate estimates

**RFLTC – GAV Breakdown by Sector**




Source: Websim Corporate estimates

**RFLTC – Shareholding Structure**



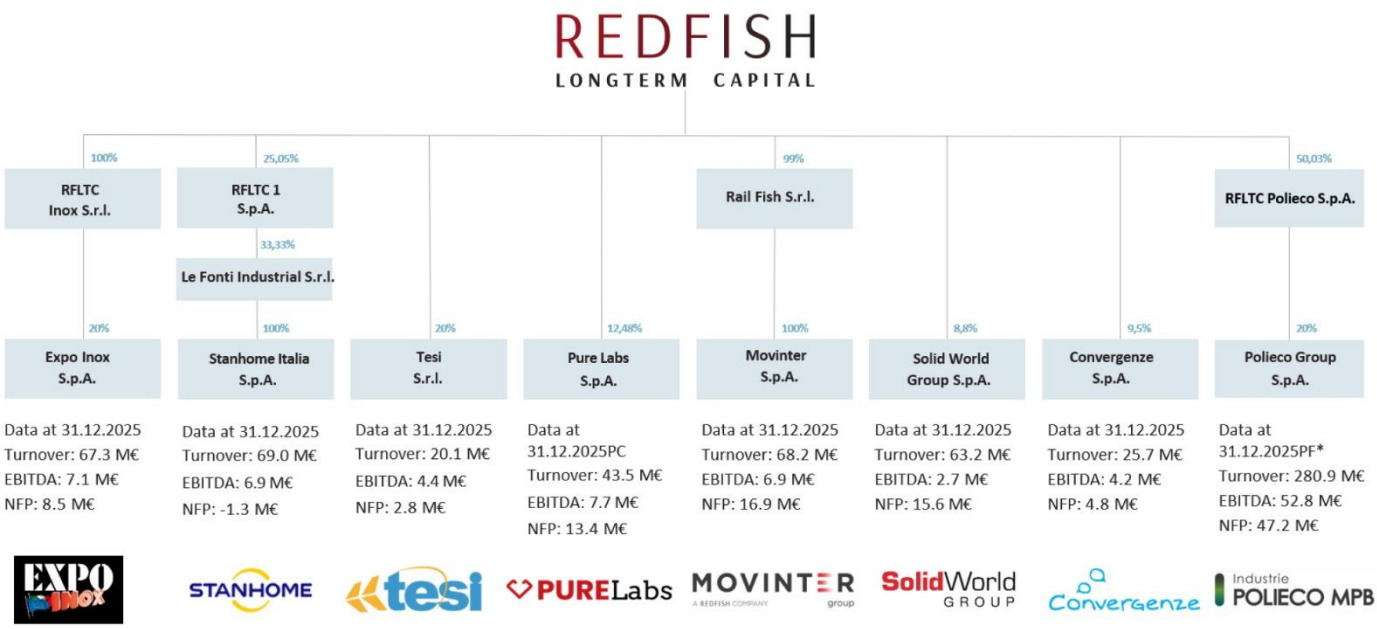

Source: Websim Corporate on Company data

## KPI 9M26: ricavi in crescita a doppia cifra; backlog a €105mn

Al 30 settembre 2026 i **ricavi consolidati** gestionali salgono a €54.7mn (+11.5% vs. €49.0mn nei 9M25). La crescita resta quindi in linea con il +11.7% YoY registrato nel 1H26 (€38.0mn). SAIEP si conferma il principale motore, con €22.9mn (+37.2% YoY), seguita da Movinter con €21.1mn (+2.9% YoY), mentre Six Italia scende a €10.3mn (-10.8% YoY) per il rallentamento del ferroviario. Il management prevede una ripresa delle commesse di Six Italia da fine ottobre. La dinamica per controllata si accentua considerando solo il 3Q26: SAIEP cresce di circa il 46% YoY, Movinter accelera a circa +4% e Six Italia peggiora a circa -26%. La holding contribuisce per €0.35mn (€0.29mn al 9M25).

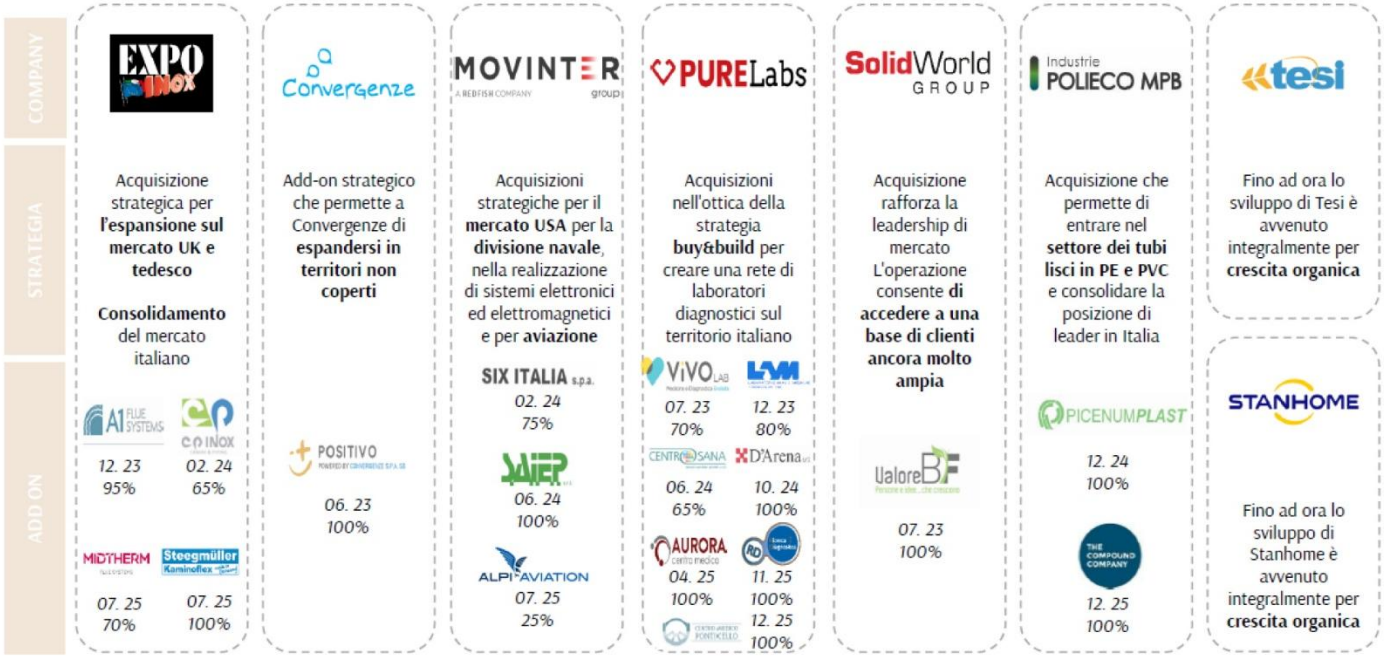
Il **backlog del Gruppo Movinter** a fine settembre si attesta a €105.1mn, sostanzialmente stabile YoY (+0.3% vs €104.8mn). Il 18.4% (circa €19.3mn) è da eseguire nel 2026 e l'81.6% negli esercizi successivi. Per controllata, Movinter vale €45.5mn (13.8% sul 2026), Six Italia €28.2mn (11.4%) e SAIEP €31.4mn (31.3%).
Rispetto ai €112.1mn di fine giugno 2026, il portafoglio cala del 6.3% (€-7.0mn). La flessione si concentra su SAIEP (€-5.5mn, -14.8%) e Movinter (€-3.2mn, -6.6%), mentre Six Italia sale a €28.2mn da €26.5mn (+6.3%), sostenuta dal navale.
Il backlog complessivo equivale a circa 1.4x i ricavi LTM e garantisce una buona visibilità sui prossimi esercizi. La concentrazione commerciale resta però elevata: al 1H26 i due principali costruttori valevano circa l'87% dei ricavi consolidati. La quota 2026 scende a €19.3mn da €34.5mn al 1H26, in coerenza con i circa €16.7mn fatturati nel 3Q. Ne deriva un order intake implicito nel trimestre di circa €10mn, inferiore al run-rate dei ricavi: un elemento da monitorare.
A parità di perimetro, i ricavi 9M26 sommati alla quota 2026 del backlog indicano ricavi FY26 intorno a €74mn (€68.8mn nel FY25). La stima resta esposta a eventuali slittamenti delle consegne al 2027, un rischio segnalato dalla società.

**RFLTC – Group Structure Chart | End-1H26**




Pre-closure financial statement data as of 31.12.25 *Pro forma based on 2025 figures for the Group's current perimeter
Source: Company 1H26 Report

**RFLTC – Investee Activity Overview | End-1H26**




Source: Company 1H26 Report

## Principali eventi del 1H26

- **Marzo/Aprile** - Il CdA ha approvato i risultati FY25 e proposto un dividendo in natura, successivamente deliberato dall'Assemblea: 13 azioni proprie ogni 1,000 azioni ordinarie possedute, per un controvalore complessivo stimato di circa €0.58mn, con pagamento il 27 maggio. La stessa Assemblea ha rinnovato il CdA fino all'approvazione del bilancio FY28.
- **Maggio** - RFLTC, attraverso RFLTC1, ha promosso il club deal per l'acquisizione del 100% di Stanhome dal Gruppo Rocher tramite la BidCo Le Fonti Industrial. Il prezzo al closing è pari a €21.2mn, di cui €4.5mn tramite vendor loan; l'operazione beneficia inoltre di €15mn di finanziamento M/L erogato da BPER e CDP. RFLTC1 detiene il 33.33% di LFI, mentre RFLTC ha apportato €0.9mn e detiene il 25.0% di RFLTC1.
- **Giugno** - RFLTC ha conferito a Fineurop Soditic un mandato esplorativo per individuare potenziali partner per Movinter.
- **1H26** - PureLabs ha completato un aumento di capitale da €10mn, con la quota di RFLTC scesa al 12.5% dal 18.2%.

## Sviluppi recenti

- **Luglio** - Conferito a Lazard, insieme al socio TP Holding, un mandato esplorativo per valutare opportunità di crescita straordinaria di Industrie Polieco, incluso un possibile percorso di quotazione.
- **Settembre** - RFLTC ha sottoscritto nuovi patti parasociali in Tesi dopo l'uscita di Fondo Cresci al Sud (20%), rafforzando governance e partecipazione (oggi al 26%) e ha costituito un Advisory Board industriale per Movinter, TESI e Alpi Aviation, coinvolgendo Roberto Cingolani, Dario Deste e Filippo Scotti.
- **Ottobre** - approvata l'emissione del prestito obbligazionario "RedFish LongTerm Capital S.p.A. – 6% Sustainable Growth EUR 2026-2031", fino a €20mn.

## Risultati 1H26: crescita solida; marginalità sotto pressione

### Risultati consolidati

Nel 1H26 i **ricavi consolidati** salgono a €38.0mn (+11.7% vs. 1H25). Il Gruppo Movinter contribuisce per €37.7mn, di cui Movinter €14.7mn, Six Italia €7.4mn, SAIEP. €11.7mn e SAIEP. MED €3.9mn. Sui dati aggregati ante elisioni, la crescita è trainata dai quadri e cablaggi elettrici (+27.5%) e dalla carpenteria metallica (+16.2%). Isolamento e navale sono in calo del 5.1%, mentre il piping scende del 51.2% per il completamento di importanti forniture non ancora sostituite da nuovi ordini di pari entità. A livello geografico, le vendite nella UE più che raddoppiano a €10.2mn (+101%), mentre l'Italia resta sostanzialmente stabile a €27.2mn.

Il **VdP** sale a €38.1mn (+9.5% YoY), con una crescita più contenuta rispetto ai ricavi per effetto della riduzione degli altri ricavi e proventi a €0.6mn da €0.9mn, considerando che il 1H25 beneficiava di €0.54mn di risarcimenti assicurativi.

I **costi delle materie prime** ammontano a €20.2mn (+10.7% YoY), con un'incidenza sui ricavi sostanzialmente stabile al 53.2% dal 53.6%. I **costi per servizi** crescono invece a €7.2mn (+32.6% YoY), con un'incidenza in aumento al 18.8% dal 15.9%, riflettendo maggiori lavorazioni esterne, trasporti e il maggiore ricorso in SAIEP. a prestazioni di terzi e lavoro somministrato per gestire i picchi produttivi. Il **costo del personale** si attesta a €11.0mn (+12.4% YoY), con un'incidenza sostanzialmente stabile al 29.1% dal 28.9%. L'organico del Gruppo Movinter raggiunge 737 persone. Gli **oneri diversi di gestione** salgono a €0.8mn da €0.2mn, principalmente per €0.5mn di sopravvenienze passive e €0.2mn di multe, sanzioni e penalità.

L'**EBITDA** scende a €2.5mn (-23.6% YoY), con un margine al 6.7% dal 9.8%, riflettendo la minore marginalità su alcune commesse e la crescita della struttura operativa. In particolare, l'EBITDA di SAIEP. si riduce a circa €0.3mn da €1.2mn. D&A e accantonamenti salgono a €2.4mn da €1.7mn, principalmente per maggiori ammortamenti materiali e immateriali del Gruppo Movinter; la voce include €0.53mn di ammortamento dell'avviamento da consolidamento rilevante ai fini del risultato adjusted. L'**EBIT** si riduce così a €0.2mn, pari allo 0.5% dei ricavi, da €1.6mn nel 1H25.

Il **risultato finanziario** è sostanzialmente in pareggio a €0.03mn, rispetto a +€1.5mn nel 1H25. I dividendi incassati da Industrie Polieco ed Expo Inox scendono complessivamente a €2.2mn da €3.3mn, mentre gli oneri finanziari salgono a €2.3mn (+19.3% YoY). Il Gruppo Movinter contribuisce per €-1.0mn, principalmente per effetto del factoring pro-soluto e degli oneri sui finanziamenti a medio termine. Le rettifiche di valore delle partecipazioni ammontano a €-0.4mn, principalmente riferibili a Expo Inox (€-0.33mn). Il **risultato d'esercizio consolidato** è negativo per €0.4mn, rispetto a +€2.4mn nel 1H25, che beneficiava della cessione della partecipazione in IPM Immobiliare derivante dalla scissione del compendio immobiliare del Gruppo Polieco. Il **risultato netto di pertinenza del Gruppo** è pari a €-1.1mn, mentre il risultato adjusted (al netto dell'ammortamento da avviamento per consolidamento pari ad €1,397k a fine 2025 vs. €1,428k a fine 2024) si attesta a €-0.6mn, rispetto a +€1.8mn nel 1H25.

**RFLTC – CONSOLIDATED – Income Statement**

| (€ K) | 2023 | 2024 | 2025 | 1H23 | 1H24 | 1H25 | 1H26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | 18,853 | 50,551 | 68,804 | 4,875 | 20,097 | 34,032 | 38,005 |
| Other | 2,166 | 3,160 | 2,749 | 267 | (23) | 731 | 66 |
| **Value of Production** | **21,019** | **53,712** | **71,553** | **5,142** | **20,074** | **34,763** | **38,071** |
| Purchases | (9,093) | (23,821) | (34,592) | (1,898) | (9,285) | (18,249) | (20,205) |
| Services | (5,757) | (9,908) | (11,310) | (1,535) | (4,536) | (5,402) | (7,163) |
| Costs for the use of third-party assets | (477) | (1,134) | (1,572) | (144) | (469) | (533) | (810) |
| Changes in inventories of raw materials, consumables, goods | 176 | 404 | 2,560 | (3) | 843 | 2,813 | 4,504 |
| Other operating expenses | (142) | (477) | (685) | (67) | (234) | (234) | (807) |
| Personnel | (4,192) | (15,764) | (20,135) | (979) | (5,977) | (9,827) | (11,045) |
| **EBITDA** | **1,534** | **3,013** | **5,819** | **515** | **416** | **3,330** | **2,545** |
| **%** *Margin* | *8.1%* | *6.0%* | *8.5%* | *10.6%* | *2.1%* | *9.8%* | *6.7%* |
| D&A / Provisions | (1,856) | (3,379) | (4,218) | (343) | (1,541) | (1,744) | (2,369) |
| **EBIT** | **(322)** | **(366)** | **1,601** | **172** | **(1,125)** | **1,586** | **176** |
| Net Financials / Associates / Write-Up (Down) | (567) | (3,035) | (210) | 51 | (471) | 1,449 | (370) |
| **EBT** | **(889)** | **(3,400)** | **1,391** | **223** | **(1,596)** | **3,035** | **(1)** |
| Taxes | (174) | (174) | (426) | (144) | (4) | (640) | (231) |
| **Net Result** | **(1,063)** | **(3,574)** | **965** | **79** | **(1,600)** | **2,395** | **(425)** |
| Minority interests | 6 | (19) | (1,237) | (18) | (169) | (1,418) | (712) |
| **Net Result attributable to the Group** | **(1,057)** | **(3,594)** | **(272)** | **61** | **(1,769)** | **977** | **(1,137)** |
| | | | | | | | |
| **Net Result attributable to the Group Adjusted** | **(52)** | **(2,166)** | **1,125** | **-** | **(1,268)** | **1,788** | **(606)** |

Source: Company data

Il **capitale immobilizzato** sale a €89.9mn (+2.7% vs. FY25), principalmente per l'investimento in Stanhome tramite RFLTC1 e per ulteriori investimenti nel Gruppo Movinter; la partecipazione in Le Fonti Industrial è iscritta per €3.6mn. Il **capitale circolante netto** aumenta a €14.7mn da €9.8mn al FY25, principalmente per l'incremento delle rimanenze (€24.3mn; +€3.7mn), concentrato su semilavorati/WIP e materie prime, e dei crediti commerciali (€9.7mn; +30.2% vs. FY25). Il **capitale investito netto** si attesta così a €102.0mn (+7.7% vs. FY25).

L'**indebitamento finanziario netto** sale a €51.0mn, da €45.6mn al FY25 e €29.3mn al 1H25. Escludendo €3.6mn di RF Basket Bond emesso da RFLTC-Inox e contestualmente erogato a Expo Inox, l'IFN si riduce a €47.3mn. L'IFN del Gruppo Movinter sale a €22.3mn, da €16.9mn al FY25.

Il **patrimonio netto consolidato** si attesta a €51.1mn. La quota di Gruppo scende a €33.4mn da €34.9mn al FY25, mentre la quota di terzi sale a €17.7mn da €14.2mn.

**RFLTC – CONSOLIDATED – Balance Sheet**

| (€ K) | 2023 | 2024 | 2025 | 1H24 | 1H25 | 1H26 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Tangible assets | 4,936 | 7,881 | 7,467 | 7,469 | 7,543 | 7,330 |
| Intangible assets | 11,226 | 13,415 | 14,081 | 12,418 | 13,920 | 14,187 |
| Financial assets | 20,649 | 55,813 | 65,960 | 56,153 | 52,151 | 68,352 |
| **Fixed Assets** | **36,811** | **77,108** | **87,508** | **76,040** | **73,614** | **89,870** |
| Inventory | 8,398 | 17,608 | 20,559 | 18,435 | 20,221 | 24,300 |
| Trade receivables | 2,657 | 8,455 | 7,457 | 11,824 | 9,573 | 9,706 |
| Trade Payables | (7,649) | (14,087) | (14,697) | (15,789) | (14,336) | (15,356) |
| **Operating Working Capital** | **3,406** | **11,976** | **13,319** | **14,470** | **15,458** | **18,650** |
| Other assets and liabilities | (3,220) | (2,993) | (3,532) | (3,059) | (4,619) | (3,958) |
| **Net Working Capital** | **186** | **8,983** | **9,786** | **11,411** | **10,839** | **14,692** |
| Long-term liabilities | (979) | (3,296) | (2,526) | (3,230) | (3,308) | (2,523) |
| **Capital Employed** | **36,018** | **82,795** | **94,768** | **84,221** | **81,145** | **102,039** |
| Financial debts | (12,256) | (29,642) | (33,707) | (27,540) | (29,263) | (37,519) |
| Bonds | (4,800) | (14,950) | (23,674) | (14,800) | (24,545) | (22,803) |
| Other financial securities | 2,562 | 4,672 | 6,910 | 4,460 | 15,498 | 3,533 |
| Cash & near cash | 8,411 | 7,391 | 4,858 | 7,811 | 9,015 | 5,830 |
| **Net Financial Position (Debt) / Cash** | **(6,083)** | **(32,529)** | **(45,613)** | **(30,069)** | **(29,295)** | **(50,959)** |
| **Shareholders' Equity** | **29,930** | **37,431** | **34,924** | **41,110** | **37,528** | **33,402** |
| Minority shareholders' equity | 5 | 12,835 | 14,231 | 13,041 | 14,321 | 17,678 |
| **Total Sources** | **36,018** | **82,795** | **94,768** | **84,221** | **81,145** | **102,039** |

Source: Company data

Il **flusso di cassa prima delle variazioni del circolante** si riduce a €2.2mn, da €3.0mn nel 1H25. Il **capitale circolante** assorbe €4.9mn (€1.9mn nel 1H25), principalmente per l'incremento delle rimanenze (€3.7mn) e dei crediti verso clienti (€2.2mn). Il **flusso di cassa operativo** risulta quindi negativo per €3.2mn, rispetto a +€2.3mn nel 1H25.

L'**attività di investimento** assorbe €1.1mn, includendo €2.1mn di **capex** (€0.6mn materiali e €1.5mn immateriali) e €2.4mn di i**nvestimenti finanziari**, compensati da disinvestimenti di immobilizzazioni finanziarie per €3.7mn e dallo smobilizzo di attività finanziarie correnti per €3.4mn.

Il **flusso dell'attività di finanziamento** è positivo per €5.3mn, sostenuto dall'incremento dei debiti a breve verso banche per €13.0mn e da €2.5mn di aumenti di capitale, a fronte di una riduzione netta dei finanziamenti per €10.0mn e di €0.16mn di acquisti di azioni proprie. Le **disponibilità liquide** aumentano pertanto di €1.0mn nel semestre, a €5.8mn.

## Risultati della capogruppo (RFLTC S.p.A.)

Il **VdP** della capogruppo sale a €0.42mn (+24.7% YoY), con **ricavi da consulenza** alle partecipate in crescita a €0.38mn (+27.6% YoY), sostenuti dal maggior numero di società in portafoglio.

Sul fronte dei **costi**, i **servizi** scendono a €0.37mn (€0.41mn nel 1H25) grazie all'ottimizzazione della struttura, mentre il **costo del personale** si riduce a €0.11mn (€0.12mn), con un organico di 3 dipendenti. Gli **oneri diversi di gestione** salgono a €0.04mn, anche per la presenza di sopravvenienze passive.

L'**EBITDA** migliora a €-0.14mn (€-0.25mn nel 1H25) e l'EBIT a €-0.24mn (€-0.34mn), con D&A sostanzialmente stabili a €0.09mn.

Il **risultato finanziario** si attesta a €-0.36mn (€-0.35mn nel 1H25). Gli **oneri finanziari** salgono a €1.11mn (da €0.83mn al 1H25), principalmente per gli interessi sul bond 6% Sustainable Growth da €15mn e sui finanziamenti bancari, incluso Illimity. Tali oneri sono parzialmente compensati da €0.59mn di **proventi finanziari** da controllate e €0.11mn di dividendi da controllate, oltre a proventi finanziari minori. Il **risultato netto** migliora a€-0.60mn, da €-0.69mn nel 1H25.

**RFLTC – HOLDING COMPANY – Income Statement**

| (€ K) | 2023 | 2024 | 2025 | 1H24 | 1H25 | 1H26 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | 200 | 640 | 1,156 | 407 | 301 | 383 |
| Other | 74 | 93 | 73 | 1 | 34 | 34 |
| **Value of Production** | **274** | **733** | **1,229** | **408** | **335** | **417** |
| Purchases | (3) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Services | (677) | (1,102) | (848) | (665) | (414) | (373) |
| Costs for the use of third-party assets | (61) | (71) | (73) | (35) | (37) | (38) |
| Changes in inventories of raw materials, consumables, goods | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other operating expenses | (9) | (33) | (13) | (4) | (10) | (36) |
| Personnel | (257) | (320) | (307) | (146) | (122) | (114) |
| **EBITDA** | **(733)** | **(793)** | **(13)** | **(442)** | **(247)** | **(144)** |
| *% Margin* | *n.m.* | *n.m.* | *n.m.* | *n.m.* | *n.m.* | *n.m.* |
| D&A / Provisions | (183) | (189) | (188) | (93) | (93) | (93) |
| **EBIT** | **(916)** | **(982)** | **(202)** | **(534)** | **(339)** | **(236)** |
| Net Financials / Associates / Write-Up (Down) | 6,260 | (213) | (1,324) | 39 | (355) | (363) |
| **EBT** | **5,344** | **(1,194)** | **(1,526)** | **(495)** | **(694)** | **(599)** |
| Taxes | 0 | 0 | 52 | 0 | 0 | 0 |
| **Net Result** | **5,344** | **(1,194)** | **(1,474)** | **(495)** | **(694)** | **(599)** |
| Minority interests | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Net Result attributable to the Group** | **5,344** | **(1,194)** | **(1,474)** | **(495)** | **(694)** | **(599)** |

Source: Company data

Il **capitale immobilizzato** sale a €59.4mn (+1.8% vs. FY25), principalmente per il finanziamento a RFLTC1 S.r.l. destinato all'operazione Stanhome S.p.A. Il **capitale circolante netto** aumenta a €1.7mn da €0.9mn al FY25, principalmente per l'incremento dei crediti tributari derivanti dal consolidato fiscale con le controllate. Il **capitale investito netto** si attesta a €61.1mn (+3.2% vs. FY25).

L'**indebitamento finanziario netto** sale a €27.0mn da €24.3mn al FY25. Al netto del finanziamento Illimity da €10.5mn successivamente erogato a RFLTC-Polieco S.p.A., l'IFN si attesta a €16.5mn, da €13.8mn al FY25. Il **patrimonio netto** si riduce a €34.1mn (-2.2% vs. FY25), per effetto della distribuzione del dividendo in azioni proprie e della perdita del periodo.

**RFLTC – HOLDING COMPANY – Balance Sheet**

| (€ K) | 2023 | 2024 | 2025 | 1H24 | 1H25 | 1H26 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Tangible assets | 29 | 31 | 30 | 31 | 30 | 32 |
| Intangible assets | 691 | 532 | 352 | 610 | 443 | 263 |
| Financial assets | 29,319 | 50,783 | 57,927 | 49,840 | 51,893 | 59,074 |
| **Fixed Assets** | **30,039** | **51,346** | **58,309** | **50,481** | **52,366** | **59,369** |
| Inventory | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Trade receivables | 110 | 273 | 351 | 207 | 351 | 519 |
| Trade Payables | (121) | (293) | (239) | (208) | (189) | (203) |
| **Operating Working Capital** | **(11)** | **(20)** | **112** | **(1)** | **161** | **316** |
| Other assets and liabilities | (1,155) | 492 | 802 | 553 | 878 | 1,418 |
| **Net Working Capital** | **(1,166)** | **472** | **914** | **552** | **1,039** | **1,734** |
| Long-term liabilities | (13) | (27) | (32) | (12) | (25) | (26) |
| **Capital Employed** | **28,860** | **51,790** | **59,192** | **51,020** | **53,380** | **61,076** |
| Financial debts | (3,718) | (10,733) | (13,509) | (10,593) | (10,762) | (13,672) |
| Bonds | (4,800) | (4,950) | (15,000) | (4,800) | (15,000) | (15,000) |
| Other financial securities | 2,563 | 1,080 | 3,913 | 2,386 | 7,099 | 1,077 |
| Cash & near cash | 5,909 | 206 | 278 | 475 | 1,172 | 632 |
| **Net Financial Position (Debt) / Cash** | **(46)** | **(14,397)** | **(24,318)** | **(12,532)** | **(17,491)** | **(26,963)** |
| **Shareholders' Equity** | **28,813** | **37,393** | **34,874** | **38,488** | **35,888** | **34,113** |
| Minority shareholders' equity | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Total Sources** | **28,860** | **51,790** | **59,192** | **51,020** | **53,380** | **61,076** |

Source: Company data

## Partecipazioni non quotate

- **Movinter Group** | Nel 1H26 il Gruppo Movinter ha registrato ricavi per €37.7mn, +11.5% circa YoY rispetto a €33.8mn nel 1H25. Al netto delle elisioni infragruppo, la crescita è stata trainata dai quadri e cablaggi elettrici, pari al 41.5% del fatturato (+33.4% YoY), e dalla carpenteria metallica, al 34.9% (+19.9%), mentre isolamento/allestimento navale e piping risultano in calo. La redditività sconta l'aumento dei costi operativi connesso alla crescita e alla riorganizzazione: l'EBITDA del Gruppo Movinter si attesta a €1.9mn, con un margine del 5.1%, mentre l'EBIT è pari a €0.5mn (1.4%). La PFN sale a €22.3mn da €16.9mn a FY25, principalmente per il maggiore ricorso al debito bancario e l'assorbimento di circolante a supporto della crescita. Il backlog al 30 giugno raggiunge €112.1mn (+6.4% YoY vs. €105.4mn), di cui €94.0mn nel ferroviario e €18.0mn nel navale, quest'ultimo in crescita di circa l'83%. Sul fronte commerciale, il Gruppo ha ottenuto i primi ordini da Alstom e Stadler, reso operativo dal 2Q26 il sito di Lionville negli USA e avviato il perfezionamento dell'acquisizione dell'80% di MFS Inc. La concentrazione commerciale resta elevata, con i due principali costruttori pari a circa l'87% dei ricavi consolidati. Tra le controllate, **Six Italia** (75%) ha registrato ricavi per €7.49mn (-2% YoY), con margini in miglioramento: EBITDA a €667k da €626k e margine all'8.9% dall'8.4%; EBIT a €442k da €380k, con margine al 5.9% dal 5.1%, e utile netto a €113k da €28k. **SAIEP** (100%) ha invece aumentato il fatturato a circa €15.3mn da €11.6mn (+24% YoY) e il valore della produzione a €18.4mn da €12.5mn (+32% YoY). L'EBITDA scende tuttavia a circa €0.3mn da €1.2mn, riflettendo la pressione sulla redditività derivante dalla gestione di alcune commesse e dalla loro organizzazione presso il cliente. Nel FY25 **Alpi Aviation** (25%) ha registrato ricavi per circa €5.4mn, un EBITDA di €0.8mn (margine intorno al 15%) e una PFN di €0.4mn. Il risultato è stato trainato dalla BU UAS, con i droni Strix-DF e i contratti con la Direzione Armamenti Aeronautici e con Leonardo. La BU Aircraft ha invece avuto un anno debole, con circa 8 velivoli venduti. Per il 1H26 la relazione fornisce solo indicazioni qualitative. La società ha inserito un Temporary Export Manager e sta sviluppando un elicottero ultraleggero a turbina e un bimotore. È inoltre tornata alla fiera AERO di Friedrichshafen e prosegue le forniture all'Esercito.
- **Polieco Group** | Nel 1H26 il valore della produzione consolidato è salito a €165mn da €115mn, anche grazie al consolidamento di Picenum Plast e di The Compound Company, acquisita a gennaio 2026. L'utile consolidato del semestre è di circa €17mn. Il rialzo di petrolio e polimeri ha sostenuto la marginalità, con un EBITDA margin in miglioramento YoY, e la PFN si è ulteriormente rafforzata. Nel semestre Polieco ha distribuito €10.0mn complessivi di cui €2.0mn di dividendi al veicolo RFLTC. A luglio 2026 RFLTC e TP Holding hanno conferito a Lazard un mandato esplorativo per opzioni di crescita straordinaria, tra cui una possibile IPO.
- **Expo Inox |** Expo Inox ha chiuso il semestre con ricavi per €31.8mn (+27.8%) e un valore della produzione di €45.9mn (+35.5%), grazie al pieno consolidamento di Steegmüller Kaminoflex in Germania e di Midtherm nel Regno Unito. La marginalità operativa è stabile, con circa €0.6mn di differenza tra valore e costi della produzione. L'utile di Gruppo scende però a €78k (−43.9%) per i maggiori ammortamenti e oneri finanziari oltre ad alcuni costi non ricorrenti legati alla riorganizzazione del gruppo, con la razionalizzazione dei reparti di produzione e la concentrazione in un unico plant produttivo in Italia. Il patrimonio netto consolidato sale a €30.6mn (+11.3%). Il principale catalizzatore è l'inaugurazione del polo "Gropello Hub" che accorperà tre stabilimenti italiani e dovrebbe generare sinergie di costo.
- **PureLabs |** Nel 1H26 PureLabs ha registrato ricavi consolidati pro-forma per €23.4mn (€14.0mn nel 1H25), con un margine EBITDA adjusted salito al 20% dal 18%. Sul fronte del funding, la società ha completato un AuCap da €10mn, portando la raccolta complessiva dall'avvio a circa €49mn. Banco BPM ha inoltre deliberato una nuova linea capex/M&A da €12mn. A fine giugno la PFN (debito netto) era pari a circa €14.8mn. Per effetto dell'aumento di capitale, la quota di RFLTC è scesa al 12.5% dal 18.2%. Il Gruppo ha proseguito la strategia di Buy & Build con l'acquisizione di Sunmed Group a giugno (Roma, circa €2.5mn di ricavi), non ancora inclusa nei dati semestrali, e di Gianturco Diagnosis a ottobre (Roma, circa €3.5mn di ricavi). PureLabs ha confermato il target di oltre €60mn di ricavi aggregati pro-forma nel 2026, verso l'obiettivo di piano di €100mn.
- **Tesi** | Nel 1H26 Tesi ha registrato ricavi per €11.65mn, +10% YoY rispetto a €10.59mn nel 1H25, sostenuti principalmente dal comparto Boeing, pari a circa il 50% del fatturato, e dai programmi Airbus e ATR. La rinegoziazione dei contratti con Leonardo, che nel 2025 aveva portato a un incremento medio dei prezzi del 20-25% sui principali programmi, si è pienamente riflessa nei risultati del semestre, contribuendo sia alla crescita dei ricavi sia al miglioramento della redditività operativa. Il backlog al 30 giugno 2026 sale a €57.4mn, rispetto a €42.7mn nel 1H25 e €38.2mn nel 1H24, pari rispettivamente a +34% e +50%. Il portafoglio ordini resta concentrato sui principali clienti, con Leonardo che rappresenta circa il 76% e Boeing Commercial Airplanes oltre l'11%. A settembre 2026, dopo l'uscita del Fondo Cresci al Sud (20%), RFLTC ha sottoscritto nuovi patti parasociali che ne rafforzano la governance e la posizione nella società (dal 20% al 26%).

## Partecipazioni in Club Deal

- **Stanhome** | Le Fonti Industrial ha acquisito il 100% di Stanhome dal Gruppo Rocher per €21.2mn al closing, di cui €4.5mn tramite vendor loan. L'operazione è stata finanziata, oltre al vendor loan, con un apporto di €4.5mn da parte di LFI e €15mn di debito BPER/CDP. RFLTC ha investito €0.9mn tramite RFLTC1, con un'interessenza indiretta dell'8.35% in Stanhome. Il piano industriale punta a rafforzare il brand in Italia e in Europa, ampliare il catalogo e sviluppare la supply chain in Italia, facendo leva anche sull'unità produttiva home care di LFI.

## Partecipazioni quotate

- **Convergenze** | Nel 1H26 Convergenze ha registrato ricavi per €13.1mn (+3.7% YoY), con una crescita diffusa su entrambe le business unit: la BU TLC sale a €5.7mn (+2.3%), mentre la BU Energia raggiunge €7.4mn (+4.8%). L'EBITDA adjusted scende a €2.0mn da €2.2mn, con il margine al 14.9% dal 17.1%, penalizzato soprattutto dalla maggiore incidenza del costo della materia prima energia: la BU Energia contribuisce con €0.4mn di EBITDA adjusted, mentre la BU TLC registra €1.6mn e un margine del 27.7%. L'EBIT si attesta a €0.9mn (vs. €1.0mn) e l'utile netto a €0.4mn (vs. €0.5mn). La rete proprietaria supera i 14,000 km (+16.9% YoY) e i servizi contrattualizzati quota 71,900 (+7.3%). L'indebitamento finanziario netto migliora a €4.5mn da €4.8mn a FY25, sostenuto dalla generazione di cassa e dal progressivo rimborso del debito. Per il 2H26 il management punta sull'aumento del take-up della rete, sullo sviluppo di servizi a maggior valore aggiunto e sul cross-selling tra TLC ed Energia.
- **Solid World Group** | Nel 1H26 Solid World Group ha registrato ricavi per €29.0mn, in calo del 4.0% rispetto a €30.2mn nel 1H25 restated, mentre il VdP è sceso del 2.1% a €30.8mn. L'EBITDA unadjusted sale a €2.7mn da €0.7mn, con il margine al 9.0% dal 2.4%, mentre l'EBITDA adjusted raggiunge €2.1mn, pari a un margine del 7.0%. A sostenere i margini è soprattutto il mix, con i ricavi software a €21.5mn, pari al 74% del totale, e le licenze SaaS triplicate YoY. Restano invece deboli l'hardware, a €6.6mn (-17%), e l'additive manufacturing, a €0.8mn (-31.3%). L'EBIT migliora a sostanziale pareggio, attestandosi a €-0.002mn da €-1.3mn, mentre il risultato netto consolidato torna positivo a €0.08mn da una perdita di €1.3mn nel 1H25 restated. L'indebitamento finanziario netto scende a €14.4mn da €15.6mn a fine 2025, mentre il patrimonio netto si riduce a €10.1mn da €13.4mn restated. Il titolo è sospeso dalle negoziazioni dal 30 settembre 2026 e fino a successivo avviso, a seguito della mancata nomina di un nuovo Euronext Growth Advisor dopo la cessazione dell'incarico di Integrae SIM.

## Valutazione

Sul fronte della valutazione, per il Gruppo Movinter abbiamo effettuato il roll-forward del DCF e aumentato il risk-free rate al 4.5% dal 4.0%, con il WACC che sale al 7.1% dal 6.7%. La valutazione si attesta quindi a €37.2mn (€38.5mn), pari a €1.24 per azione. Movinter si conferma il secondo asset del portafoglio, con il 31.2% del GAV, alle spalle di Polieco (39.6%). La valutazione di Polieco sale marginalmente a €47.3mn (€47.0mn), riflettendo una lieve revisione del multiplo dei peer.

Il principale contributo positivo proviene da Tesi, la cui valutazione sale a €13.6mn (€11.5mn) e il peso sul GAV all'11.4% (9.7%), riflettendo sia l'incremento della partecipazione al 26% dal 20% sia l'aumento del multiplo a 10.9x da 10.4x. Expo Inox sale a €9.2mn (€9.0mn), con il multiplo rivisto a 5.5x da 5.4x. PureLabs aumenta a €8.5mn (€7.9mn), con il maggior multiplo, a 9.0x da 8.7x, che più che compensa la diluizione della partecipazione al 12.5% dal 13.1%. Stanhome si conferma a €1.8mn, con un multiplo invariato a 6.0x. Complessivamente, il portafoglio non quotato raggiunge €117.6mn (€115.7mn), pari al 98.5% del GAV.

Le partecipazioni quotate scendono invece a €1.7mn (€2.3mn), principalmente per la flessione di Solid World a €0.6mn (€1.1mn). Il GAV si attesta così a €119.4mn (€118.0mn), pari a €3.98 per azione.

Il NAV si attesta a €91.8mn (€92.2mn), pari a €3.06 per azione, incorporando l'indebitamento netto della holding al 1H26 pari a €27.0mn (€25.2mn adjusted nella precedente valutazione), il cash-in delle stock option per €3.0mn e costi di holding per €3.6mn. Applicando uno sconto di liquidità del 20%, otteniamo un equity value di €73.4mn, pari a €2.45 per azione su 30.0mn azioni fully diluted. Manteniamo pertanto invariato il Target Price a €2.45 per azione, che implica un upside del 107%. Il titolo tratta a circa 0.39x P/NAV; confermiamo il BUY.

**RFLTC – Dynamic NAV**

| Companies | SPV | % Stake | Methodology | € mn | €/Share | % on GAV |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Expo Inox S.p.A. | 100% | 20% | FY26E Peers' EV/Ebitda 5.5x | 9.2 | 0.31 | 7.7% |
| Movinter Group S.p.A. | 99% | 100% | DCF (WACC 7.1%, "g" 2%) | 37.2 | 1.24 | 31.2% |
| Polieco Group S.p.A. | 50% | 20% | FY26E Peers' EV/Ebitda 8.8x | 47.3 | 1.58 | 39.6% |
| PureLabs S.p.A. | - | 12% | FY26E Peers' EV/Ebitda 9.0x | 8.5 | 0.28 | 7.1% |
| Tesi S.r.l. | - | 26% | FY26E Peers' EV/Ebitda 10.9x | 13.6 | 0.45 | 11.4% |
| **Total Non-Listed Companies** | | | | **115.8** | **3.86** | **97.0%** |
| Stanhome S.p.A. | 25% | 33% | FY26E Peers' EV/Ebitda 6.0x | 1.8 | 0.06 | 1.5% |
| **Total Club Deal** | | | | **1.8** | **0.06** | **1.5%** |
| Convergenze S.p.A. | - | 9.5% | Market Value | 1.1 | 0.04 | 0.9% |
| Solid World Group S.p.A. | - | 8.8% | Market Value | 0.6 | 0.02 | 0.5% |
| **Total Listed Companies** | | | | **1.7** | **0.06** | **1.5%** |
| **Gross Asset Value (GAV)** | | | | **119.4** | **3.98** | **100.0%** |
| NFP (Debt)/Cash | | | Holding Company 1H26 | (27.0) | (0.90) | |
| Cash-in Stock Options | | | Fully diluted basis | 3.0 | 0.10 | |
| Holding Costs | | | Fair value | (3.6) | (0.12) | |
| **Net Asset Value (NAV)** | | | | **91.8** | **3.06** | |
| Liquidity Discount | | | | 20% | | |
| **Target Price** | | | | **73.4** | **2.45** | |
| **NOSH Fully Diluted (mn)** | | | | **30.0** | | |
| **Potential Upside/(Downside)** | | | | | **107%** | |

Source: Websim Corporate estimates

| DETAILS ON STOCK RECOMMENDATION | | | |
|---|---|---|---|
| **Stock NAME** | **REDFISH LONGTERM CAPITAL** | | |
| Current Recomm: | BUY | Previous Recomm: | BUY |
| Current Target (€): | 2.45 | Previous Target (€): | 2.42 |
| Current Price (€): | 1.18 | Previous Price (€): | 1.20 |
| Date of report: | 29/10/2026 | Date of last report: | 5/13/2026 |

Intermonte

**AVVERTENZE IMPORTANTI**

La riproduzione delle informazioni, delle raccomandazioni e della ricerca prodotte da Intermonte SIM, contenute nel presente documento, e di qualsiasi loro parte, è strettamente vietata. Nessun contenuto di questo documento può essere condiviso con terze parti senza autorizzazione da parte di Intermonte.

Questo documento è indirizzato esclusivamente a professionisti del mercato e ad altri investitori istituzionali e non è destinato alla distribuzione a persone diverse dalla clientela istituzionale, che non dovrebbero fare affidamento su questo materiale. Inoltre, eventuali investimenti o servizi a cui potrebbe riferirsi questo documento non saranno resi disponibili ad una clientela non istituzionale.

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono stati ottenuti da fonti che riteniamo affidabili, anche se l'accuratezza di questi non può essere garantita da Intermonte. Nel caso in cui vi sia qualsiasi dubbio sulla loro affidabilità, ciò sarà chiaramente indicato. Lo scopo principale del documento è offrire informazioni aggiornate e accurate in conformità con le normative vigenti in materia di "raccomandazioni" e non è destinato né dovrebbe essere interpretato come una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli.

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

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

**CERTIFICAZIONE DELL'ANALISTA**

Per ciascuna società menzionata in questo documento l'analista, autore della ricerca, certifica che tutte le opinioni espresse in questo documento riflettono accuratamente le proprie opinioni personali su uno o più degli emittenti o dei titoli oggetto della ricerca. L'analista (o gli analisti) certifica anche che nessuna parte della propria compensazione è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, correlata alla specifica raccomandazione o opinione contenuta in questo documento. L'analista (o gli analisti) responsabile della preparazione di questa ricerca riceve una retribuzione basata su vari fattori, compresi i profitti totali di Intermonte, una parte dei quali è generata dalle attività di Investment Banking di Intermonte, anche se questa è minima rispetto a quella generata dalle attività di intermediazione.

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

**GUIDA ALL'ANALISI FONDAMENTALE**

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

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

il rendimento del capitale allocato e i multipli del valore contabile netto e del valore intrinseco del portafoglio assicurativo;

- per il settore delle utilities vengono effettuati confronti tra i rendimenti attesi e il ritorno sul capitale regolato (RAB).

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

Frequenza della ricerca: trimestrale.

I report su tutte le società quotate sull'indice FTSEMIB40, sulla maggior parte di quelle sull'indice MIDEX e sui principali small caps (copertura regolare) vengono pubblicati almeno una volta al trimestre per commentare i risultati e le importanti novità.

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

Spiegazione del nostro sistema di valutazione:

BUY: azione prevista in grado di superare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi;

OUTPERFORM: azione prevista in grado di superare il mercato tra il 10% e il 25% in un periodo di 12 mesi;

NEUTRAL: prevista una performance dell'azione compresa tra +10% e -10% rispetto al mercato in un periodo di 12 mesi;

UNDERPERFORM: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato tra -10% e -25% in un periodo di 12 mesi;

SELL: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi.

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

**DISTRIBUZIONE ATTUALE DELLE RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO**

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

Al 29 Ottobre 2026 l'Ufficio Studi di Intermonte copre 140 aziende. La distribuzione delle raccomandazioni effettuate da Intermonte è la seguente:

| | |
|---|---|
| BUY: | 28.57% |
| OUTPERFORM: | 42.14% |
| NEUTRAL: | 28.58% |
| UNDERPERFORM: | 00.71% |
| SELL: | 00.00% |

La distribuzione delle raccomandazioni, sulle azioni di società che hanno ricevuto servizi di corporate finance da parte di Intermonte, negli ultimi 12 mesi (81 in totale) è la seguente:

| | |
|---|---|
| BUY: | 49.38% |
| OUTPERFORM: | 30.86% |
| NEUTRAL: | 17.29% |
| UNDERPERFORM: | 02.47% |
| SELL: | 00.00% |

**CONFLITTI DI INTERESSE**

Al fine di rendere noti i propri eventuali conflitti di interesse Intermonte SIM dichiara che:

**Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale soggetto incaricato di realizzare il piano di riacquisto azioni deliberato dall'assemblea di** AZIMUT, ECOSUNTEK, EL.EN., ELICA, FILA, FINCANTIERI, GIOCAMONDO STUDY, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SALVATORE FERRAGAMO, SESA, SG COMPANY, STAR7, SYS-DAT, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD

**Intermonte SIM S.p.A. presta o ha prestato negli ultimi 12 mesi servizi di corporate brokerage a favore di** AATECH, ABC COMPANY, AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI DI BOLOGNA, ALLCORE, ALMAWAVE, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EVISO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, GPI, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVE, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDELFI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TECNO, ULISSE BIOMED, WIIT, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

**Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale Financial Content Provider sulla società** AATECH, ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, COFLE, COM.TEL, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, ELES, ELICA, ENERGY, EVISO, EXECUS, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDELFI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TAMBURI, TECNO, TMP GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

**Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di intermediario incaricato nell'operazione di offerta pubblica di acquisto e/o scambio di** ANTARES VISION, BANCA SISTEMA, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE

**Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale liquidity provider di** BANCA SISTEMA, Zest Group SpA

**Intermonte SIM agisce in qualità di advisor di Webuild nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto volontaria promossa su Trevi-Finanziaria Industriale.**

**Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di financial advisor per** BANCA GENERALI, BANCO BPM, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE, TELECOM ITALIA, WEBUILD

**Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale market maker su strumenti finanziari aventi come sottostante le azioni emesse da** A2A, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA GENERALI, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, 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, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

**Intermonte Sim S.p.A. ha o ha avuto negli ultimi 12 mesi un contratto di marketing su strumenti emessi da** BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N

**Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di specialist su strumenti finanziari emessi da** ABITARE IN, AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, COM.TEL, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, EL.EN., EMAK, ENERGY, FNM, GEFRAN, GREEN OLEO, INTRED, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, POWERSOFT, QF ALPHA IMM, REPLY, SESA, SG COMPANY, SOMEC, STAR7, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA **con obbligo di diffusione studi**

**Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di sponsor per** UNIDATA S.p.A.

**© Copyright 2026 da Intermonte SIM - Tutti i diritti riservati**

La riproduzione di tutta o di una parte di questa pubblicazione, tramite email, xerografia, fax o qualsiasi altro mezzo costituisce una violazione delle leggi nazionali e internazionali sul copyright. Le leggi sul copyright impongono pesanti responsabilità per tali violazioni. I report di Intermonte SIM sono forniti solo ai suoi clienti. Se non sei un cliente di Intermonte SIM e ricevi email, fax o copia dei report da una fonte diversa da Intermonte SIM, stai violando le leggi sul copyright. Questo documento non può essere pubblicato né diffuso, distribuito o copiato senza il consenso scritto esplicito di Intermonte SIM.

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

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

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

INTERMONTE SIM è MIFID compliant - per la nostra Politica di Best Execution si prega di consultare il nostro Sito
https://www.intermonte.it/it/avvertenze-legali/mifid-ii.html

Ulteriori informazioni sono disponibili sul nostro sito.