

EQUITY RESEARCH

INITIATION OF COVERAGE

Produzione | 20.01.2026, h. 18:30
Pubblicazione | 21.01.2026, h. 07:00

Telmes

Euronext Growth Milan | Electrical Boards | Italy

Rating

 **BUY**

Target Price

€ 2,60

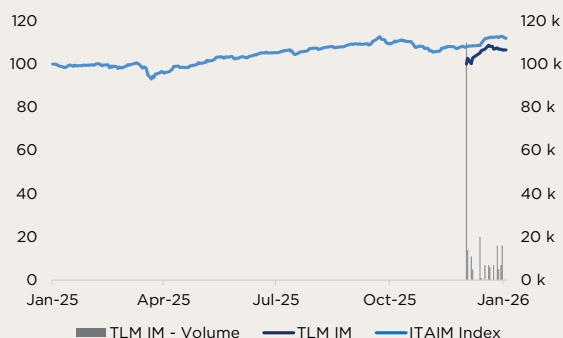
Key Multiples

	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	10,0x	5,9x	5,3x	4,7x
EV/EBIT	12,6x	7,1x	7,2x	6,4x
P/E	19,1x	8,4x	8,4x	7,7x
NFP/EBITDA	3,8x	1,7x	1,1x	0,6x

Key Financials (€/mln)

	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	9,46	9,81	10,72	11,72
EBITDA	0,60	1,01	1,12	1,27
EBIT	0,47	0,84	0,83	0,93
Net Income	0,22	0,50	0,50	0,55
Net Financial Position	2,27	1,75	1,28	0,79
EBITDA Margin	6,3%	10,3%	10,4%	10,8%
EBIT Margin	5,0%	8,6%	7,7%	7,9%
Net Income Margin	2,3%	5,1%	4,7%	4,7%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 1,52
Target price	€ 2,60
Upside/(Downside) potential	70,7%
Ticker - Bloomberg Code	TLM IM
Market Cap (€/mln)	€ 4,21
EV (€/mln)	€ 5,96
Free Float (% on ordinary shares)	25,13%
Shares Outstanding	2.765.920
52-week high	€ 1,92
52-week low	€ 1,45
Average Daily Volumes (3 months)	12.889

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it
Giada Croci | giada.croci@integraesim.it

Sommario

- 1. Company Overview 4
 - 1.1 L'attività..... 4
 - 1.2 Storia Societaria..... 5
 - 1.3 Azionariato e Struttura Societaria 6
 - 1.4 Corporate Governance 7
 - 1.5 Certificazioni 9
 - 1.6 Key People 10
- 2. Business Overview 11
 - 2.1 Industry Business System 11
 - 2.2 Value Proposition..... 12
 - 2.3 Business Model 13
 - 2.4 Revenue Model 15
 - 2.5 Value Chain 16
 - 2.6 Portafoglio prodotti e servizi 17
 - 2.7 Clienti e Fornitori 19
 - 2.7.1 Clienti 19
 - 2.7.2 Fornitori 20
- 3. Il mercato 21
 - 3.1 Il mercato delle reti elettriche 21
 - 3.2 Il mercato dell'elettrotecnica..... 23
 - 3.3 Il mercato dei quadri elettrici 24
- 4. Posizionamento competitivo..... 25
 - 4.1 SWOT Analysis..... 27

5. Economics & Financials..... 28

5.1 FY24A Results.....29

5.2 1H25A Results30

5.3 FY25E-FY28E Estimates..... 31

5.4 Use of Proceeds.....33

6. Valuation 34

6.1 DCF Method.....34

7. Equity Value 36

1. Company Overview

1.1 L'attività

Telmes SpA (“Telmes” o “la Società”), a capo del Gruppo Telmes, nasce nel 2004 dal distacco del ramo d'azienda elettromeccanico di Telform SpA, forte dell'esperienza trentennale dei tre soci fondatori (Massimo De Stefano, Renato Fimiani e Gaetano Cafagna) nel settore della progettazione e produzione di quadri elettrici. Nel tempo, il Gruppo si è affermato come operatore integrato nella realizzazione di soluzioni per la gestione elettrica, con un modello che combina progettazione, produzione e manutenzione. Accanto a Telmes SpA opera la controllata Temeco Srl (“Temeco”), specializzata nella realizzazione di impianti elettromeccanici per il settore residenziale e industriale, oltre che nella domotica e nei servizi di assistenza post-vendita.

Il *core business* del Gruppo è rappresentato dalla progettazione, produzione e manutenzione di quadri elettrici di bassa tensione¹ (QBT), a cui si affiancano le linee relative ai quadri di media tensione² (QMT), allo sviluppo *software* per l'automazione e il telecontrollo, agli apparati di comando e controllo per il settore delle energie rinnovabili e alla realizzazione di impianti elettromeccanici. Questa diversificazione permette al Gruppo di operare sia nel mercato di distribuzione, caratterizzato da prodotti standardizzati e a basso valore aggiunto, sia nel mercato di automazione, più specializzato e ad alta marginalità, consentendo al contempo di presidiare l'intera catena del valore, con Telmes focalizzata sulla progettazione e produzione dei quadri elettrici e la controllata Temeco incaricata dell'integrazione delle soluzioni nella realizzazione di impianti elettromeccanici “chiavi in mano”.

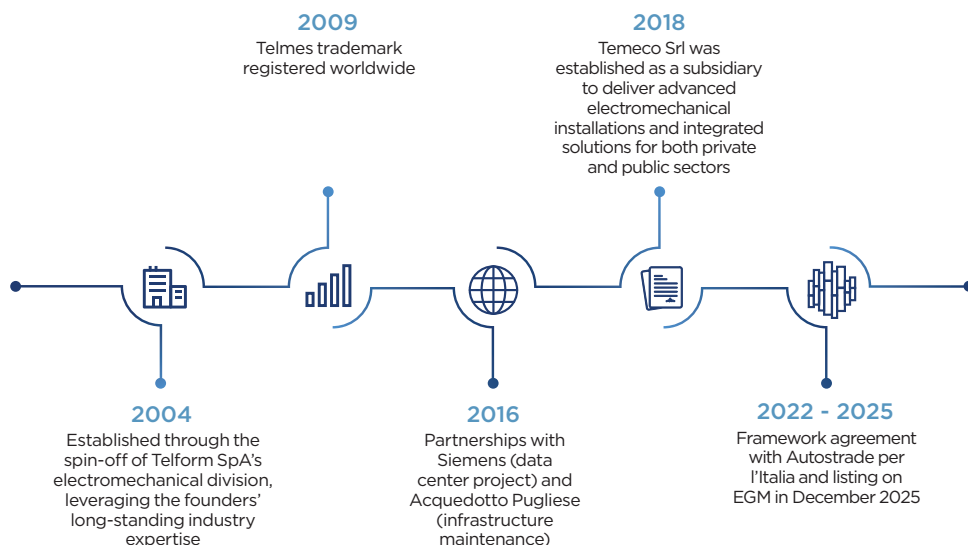
Il Gruppo si distingue sul mercato per la capacità di offrire soluzioni personalizzate, grazie a uno studio interno di ingegneria del prodotto, alle qualificazioni SOA e a *partnership* strategiche con *player* internazionali, tra cui Siemens, che ha incluso la Società nel *Sivacon Alpha Network*, *network* europeo dei quadristi altamente specializzati.

Il mercato in cui opera il Gruppo è caratterizzato da *trend* favorevoli, trainati dalla crescente domanda di energia elettrica, dai processi di elettrificazione e dalla transizione ecologica. In particolare, il comparto dei quadri elettrici, definito il “cuore” degli impianti, sta vivendo una fase di espansione grazie alla necessità di rinnovare le infrastrutture esistenti e all'adozione di soluzioni digitali e automatizzate. In questo contesto, Telmes si posiziona come operatore qualificato e riconosciuto, capace di unire esperienza, *know-how* e certificazioni specialistiche.

-
- 1 Quadri elettrici a bassa tensione (QBT) che operano fino a 1 kV, comunemente utilizzati per la distribuzione di energia in edifici residenziali, commerciali e industriali di piccole dimensioni.
 - 2 Quadri elettrici a media tensione (QMT) che operano tra 1 kV e 30 kV, utilizzati in applicazioni industriali, commerciali e nelle infrastrutture di trasmissione e distribuzione.

1.2 Storia Societaria

CHART 1 - COMPANY STORY



Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

L'attuale struttura e posizionamento competitivo del Gruppo Telmes sono il risultato di un percorso di evoluzione strategica e operativa avviato nel 2008 e sviluppato attraverso tappe chiave.

- **2004:** Telmes nasce dallo *spin-off* del ramo elettromeccanico di Telform SpA, fondato dai tre soci con esperienza trentennale nel settore dei quadri elettrici;
- **2009:** registrazione del marchio Telmes a livello mondiale, rafforzando l'identità e la riconoscibilità del Gruppo;
- **2016:** avvio delle prime collaborazioni di rilievo con Siemens (nuovo data center Telecom ad Acilia, Roma) e con Acquedotto Pugliese (manutenzione delle infrastrutture tra Bari e Matera), che consolidano la reputazione del Gruppo;
- **2018:** costituzione di Temeco Srl, società controllata dedicata alla realizzazione di impianti elettromeccanici per clienti privati e pubblici;
- **2020:** acquisizione di un contratto quadro con Acqua Pubblica Sabina per la fornitura di quadri di comando e telecontrollo su tutti gli impianti gestiti;
- **2022:** accordo pluriennale con Autostrade per l'Italia per la fornitura e posa di oltre 100 quadri elettrici con sistemi di controllo remoto nelle stazioni di pedaggio;
- **2024:** partecipazione a fiere internazionali di rilievo, tra cui Hannover Messe, Smart Building Levante e AccadueO. Nello stesso anno il Gruppo entra nel Consorzio Stabile Innovatek e rafforza il proprio portafoglio di certificazioni (ISO, SOA, ESG rating);
- **2025:** quotazione su *Euronext Growth Milan* per sostenere la crescita, espandere l'offerta nei quadri di media tensione e nelle energie rinnovabili, e consolidare il posizionamento competitivo.

1.3 Azionariato e Struttura Societaria

TABLE 1 – SHAREHOLDERS

Shareholders	# ordinary shares	# multiple voting shares	% on ordinary shares	% on multiple voting shares
Massimo De Stefano	749.250	83.250	27,1%	30,0%
Gaetano Cafagna	749.250	83.250	27,1%	30,0%
Renato Fimiani	526.500	58.500	19,0%	21,0%
Giuseppe De Benedictis	45.920	-	1,7%	1,2%
Free Float	695.000	-	25,1%	17,9%
Total	2.765.920	225.000	100,0%	100,0%

Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

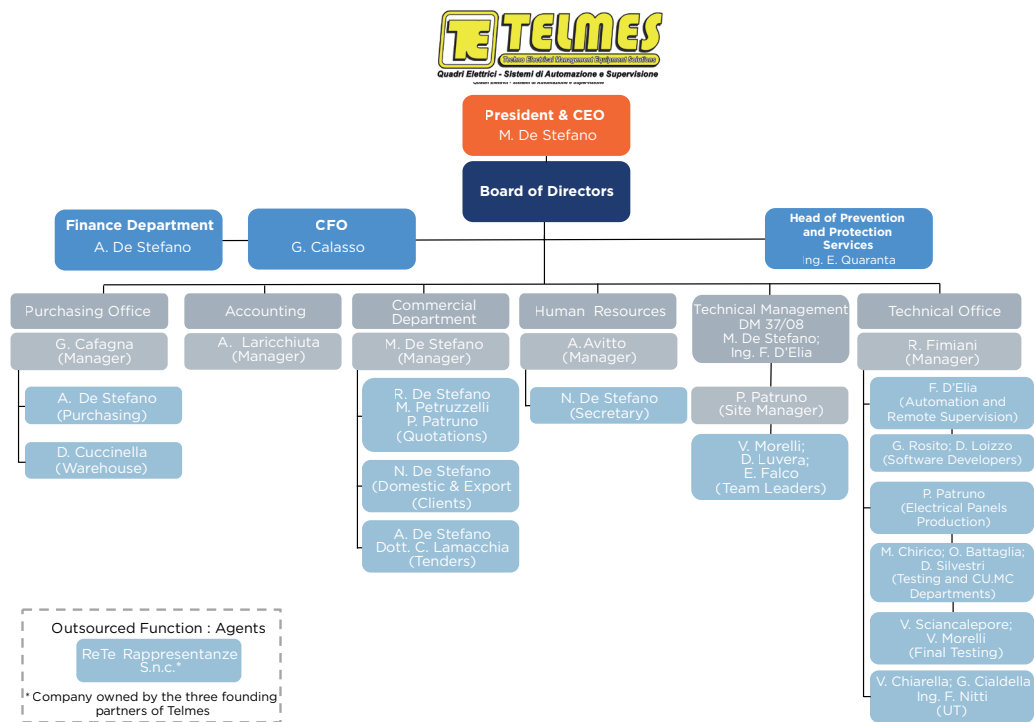
In seguito alla quotazione su Euronext Growth Milan, avvenuta tramite il collocamento di 632.000 azioni ordinarie di nuova emissione, a cui si aggiunge un'opzione di *over-allotment* pari a 111.000 azioni, esercitata per complessive 63.000 azioni, il capitale sociale di Telmes SpA risulta composto da 2.765.920 azioni ordinarie e da 225.000 azioni a voto plurimo, quest'ultime non ammesse alle negoziazioni e conferenti cinque voti ciascuna in sede assembleare. L'operazione di quotazione ha consentito a Telmes di raccogliere complessivamente € 1,22 mln, risorse destinate a supportare il percorso di crescita del Gruppo.

La compagine azionaria vede come principali azionisti Massimo De Stefano e Gaetano Cafagna, ciascuno titolare di 749.250 azioni ordinarie e 83.250 azioni a voto plurimo, pari rispettivamente al 27,1% delle azioni ordinarie e al 30,0% del capitale sociale con diritti di voto. Renato Fimiani detiene 526.500 azioni ordinarie e 58.500 azioni a voto plurimo, corrispondenti al 19,0% delle azioni ordinarie e al 21,0% del capitale sociale votante.

Nel complesso, i tre soci fondatori concentrano la totalità delle azioni a voto plurimo e detengono una partecipazione pari all'81,0% del capitale sociale con diritti di voto, esercitando pertanto il controllo del Gruppo. La quota residua è rappresentata dal flottante di mercato, costituito da 695.000 azioni ordinarie, pari al 25,1% delle azioni ordinarie e al 17,9% del capitale sociale votante, mentre Giuseppe De Benedictis detiene una partecipazione residuale pari all'1,7% delle azioni ordinarie, priva di azioni a voto plurimo.

1.4 Corporate Governance

CHART 2 - TELMES CORPORATE GOVERNANCE

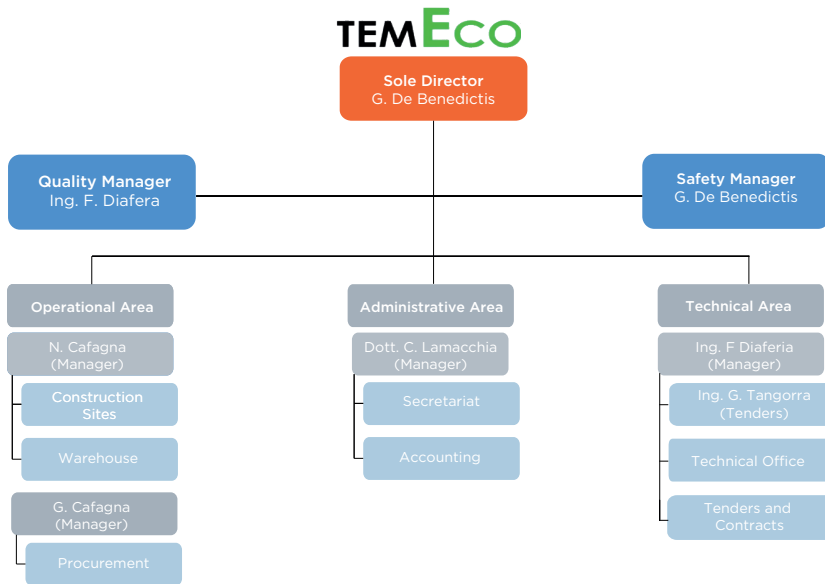


Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

La struttura organizzativa di Telmes è di tipo funzionale e fa capo direttamente al Presidente e CEO Massimo De Stefano, affiancato dal Consiglio di Amministrazione. L'assetto societario è articolato in diverse aree operative: Direzione Finanziaria, Ufficio Acquisti, Contabilità, Direzione Commerciale, Risorse Umane (HR), Ufficio Tecnico e Servizio di Prevenzione e Protezione. Particolare rilievo è attribuito alle funzioni tecnico-operative, che comprendono il Responsabile Tecnico DM 37/08, il Responsabile Cantieri e i Capi Squadra, a cui fanno riferimento i reparti produttivi e di collaudo. Questa configurazione consente alla Società di presidiare l'intera filiera, dalla progettazione e produzione dei quadri elettrici fino all'installazione e alla supervisione tecnica degli impianti.

Al 30 giugno 2025, Telmes SpA impiega 46 risorse, di cui 36 impiegati e 10 operai, in assenza di personale con qualifica dirigenziale o di quadro. Alla data del Documento di Ammissione, l'organico sale a 48 unità, per effetto dell'incremento della componente operaia (13 unità), a supporto delle attività operative di Telmes. A supporto della rete commerciale, la Società si avvale inoltre di Re.Te. Rappresentanze Snc, società di proprietà dei tre soci fondatori che gestisce l'attività di vendita sul territorio in maniera coordinata con le strutture interne.

CHART 3 - TEMECO CORPORATE GOVERNANCE



Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Temeco Srl è guidata dall'Amministratore Unico Giuseppe De Benedictis, che ricopre altresì l'incarico di Responsabile della Sicurezza. Accanto a lui, la governance operativa si articola in tre aree principali:

- **Area Operativa:** guidata da N. Cafagna, gestisce cantieri e magazzino;
- **Area Amministrativa:** affidata al Dott. C. Lamacchia, presidia segreteria e contabilità;
- **Area Tecnica:** diretta dall'Ing. F. Diafera, comprende l'Ufficio Tecnico e la funzione gare e appalti, sotto la responsabilità dell'Ing. G. Tangorra.

Al 30 giugno 2025, Temeco Srl impiega complessivamente 29 risorse, di cui 24 impiegati e 5 operai, in assenza di personale con qualifica dirigenziale o di quadro. Alla data del Documento di Ammissione, l'organico si riduce a 28 unità, mantenendo invariata la struttura operativa.

Il Consiglio di Amministrazione della Società è composto da cinque membri e rimarrà in carica fino all'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2027. In particolare:

- **Massimo De Stefano** ricopre il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione e Consigliere Delegato;
- **Gaetano Cafagna** ricopre il ruolo di Vicepresidente del Consiglio di Amministrazione e Consigliere;
- **Renato Fimiani** e **Angelica De Stefano** ricoprono la carica di Consiglieri;
- **Pietro Marzano** ricopre la carica di Consigliere Indipendente.

Il Collegio Sindacale sarà composto da un Presidente, due Sindaci Effettivi e due Sindaci Supplenti, in carica per la medesima durata del Consiglio di Amministrazione:

- **Roberto Bruno** è il Presidente del Collegio Sindacale;
- **Annalisa De Giosa** e **Massimo Occhinegro** ricoprono il ruolo di Sindaci Effettivi;
- **Mauro Cutrignelli** ed **Ernesto Alberto Di Marco** ricoprono la carica di Sindaci Supplenti.

1.5 Certificazioni

CHART 4 - CERTIFICATION IN USE

Certifications	Description
UNI EN ISO 9001:2015	Ensures consistent process control and customer satisfaction
UNI EN ISO 14001:2015	Focus on environmental management and sustainability
UNI EN ISO 45001:2018	Guarantees workplace safety and risk prevention
SOA Qualification	Required for participation in public tenders for electrical and industrial works
BTicino MyHOME Pro Gold	Recognition for advanced expertise in home automation
Sivacon Alpha Network	Siemens network of highly specialized switchboard manufacturers

Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Il Gruppo Telmes pone particolare attenzione a qualità, sostenibilità e sicurezza, adottando standard internazionali che garantiscono affidabilità operativa, conformità normativa e competitività sul mercato.

- **UNI EN ISO 9001:2015** – Certificazione del sistema di gestione per la qualità, che assicura il controllo dei processi aziendali e la capacità di soddisfare costantemente i requisiti dei clienti, migliorando l'efficienza organizzativa;
- **UNI EN ISO 14001:2015** – Certificazione del sistema di gestione ambientale, che garantisce l'adozione di pratiche volte a minimizzare l'impatto delle attività sull'ambiente, con particolare attenzione alla gestione sostenibile delle risorse e alla conformità alle normative vigenti;
- **UNI EN ISO 45001:2018** – Certificazione del sistema di gestione per la salute e la sicurezza nei luoghi di lavoro, che attesta l'impegno dell'azienda nella prevenzione degli incidenti, nella tutela del personale e nel miglioramento continuo delle condizioni operative;
- **Attestazione SOA** - Abilitazione alla partecipazione a gare d'appalto pubbliche, requisito indispensabile per l'esecuzione di lavori su impianti elettrici civili e industriali, potabilizzazione e depurazione, nonché impianti idrico-sanitari;
- **Certificazione BTicino MyHOME Pro Gold** - Riconoscimento ottenuto per le competenze maturate nel campo della domotica, che attesta la capacità di Telmes di integrare sistemi avanzati di automazione negli impianti residenziali e industriali;
- **Sivacon Alpha Network** - Ingresso nel *network* europeo dei quadristi altamente specializzati promosso da Siemens, che consente di beneficiare di formazione tecnica avanzata, visibilità sul mercato e riconoscimento come partner qualificato.

1.6 Key People

Il management di Telmes si fonda sull'esperienza trentennale dei tre soci fondatori, che hanno avviato la propria carriera nei primi anni '90 come tecnici cablatori e progettisti di quadri elettrici, fino alla costituzione della Società e al suo consolidamento come operatore di riferimento nel settore elettrotecnico.

Massimo De Stefano – Presidente CdA, Consigliere Delegato, Socio e Responsabile Tecnico

Massimo De Stefano vanta oltre trent'anni di esperienza nel settore elettrotecnico. Diplomato perito industriale nel 1992, ha avviato il proprio percorso imprenditoriale fondando una prima società operante nel settore elettrico nel 1995, per poi costituire Telmes SpA nel 2004. Dalla fondazione ricopre il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Delegato, con responsabilità diretta sulle funzioni tecniche, oltre ad aver maturato competenze in ambito gestionale e finanziario.

Gaetano Cafagna – Vice Presidente CdA, Socio e Responsabile Ufficio Acquisti

Gaetano Cafagna vanta un percorso professionale sviluppato interamente nel settore elettrotecnico. Diplomato perito industriale nel 1992, ha avviato l'attività imprenditoriale insieme a Massimo De Stefano, con il quale ha fondato Telmes SpA nel 2004. Dalla costituzione della Società ricopre il ruolo di Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione, con responsabilità diretta sulla funzione acquisti, contribuendo al coordinamento operativo e alla gestione dei rapporti con i fornitori strategici.

Renato Fimiani – Consigliere, Socio e Responsabile Ufficio Tecnico

Renato Fimiani vanta oltre trent'anni di esperienza nel settore elettrotecnico. Con un percorso professionale analogo a quello degli altri soci fondatori, ha iniziato la propria carriera come tecnico cablatore, per poi specializzarsi come progettista, maturando un ruolo chiave nello sviluppo tecnico e ingegneristico dei progetti. Dal 2005 ricopre la carica di Consigliere di Amministrazione e Responsabile dell'Ufficio Tecnico di Telmes SpA, contribuendo in modo continuativo alla crescita e all'evoluzione delle competenze tecniche della Società.

Angelica De Stefano – Consigliere, Investor Relation Manager e Responsabile Finanziario

Angelica De Stefano, diplomata in Ragioneria, Amministrazione, Finanza e Marketing nel 2011, lavora per la Società dal 2013 e coordina le attività di pianificazione e controllo finanziario, con competenze in gare, acquisti e analisi dei costi e nell'utilizzo dei sistemi ERP.

Giuseppe De Benedictis – Amministratore Unico

Giuseppe De Benedictis vanta oltre trentacinque anni di esperienza nel settore metalmeccanico. Dopo un lungo percorso come carpentiere specializzato, dal 2018 è alla guida di Temeco come Amministratore Unico.

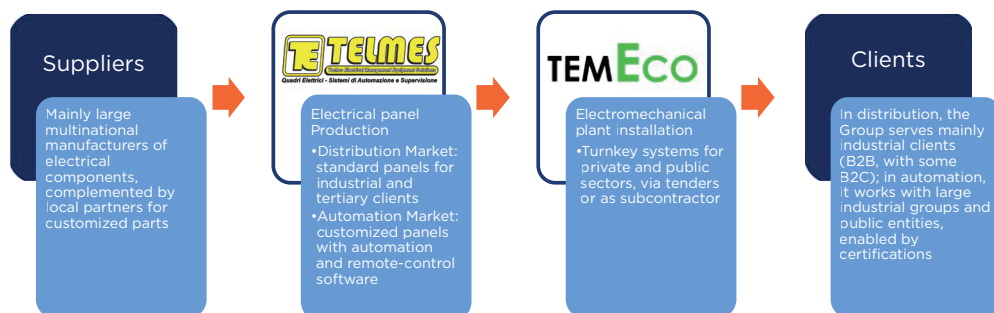
Pietro Marzano – Consigliere Indipendente

Pietro Marzano, avvocato dal 2001, abilitato alle giurisdizioni superiori, con studio a Napoli e Milano. Opera nella consulenza e nel contenzioso in diritto commerciale e del lavoro, è componente (anche presidente) di Organismi di Vigilanza ex D.Lgs. 231/01 ed esperto in materia di antiriciclaggio.

2. Business Overview

2.1 Industry Business System

CHART 5 - INDUSTRY BUSINESS SYSTEM



Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Il Gruppo Telmes si colloca all'interno dell'*Industry Business System* del settore elettrotecnico come operatore integrato che presidia l'intera filiera, dalle forniture fino alla consegna e manutenzione dell'impianto chiavi in mano. Il sistema prende avvio dai fornitori, rappresentati da grandi multinazionali della componentistica elettrica (come Siemens, Schneider Electric, BTicino e Sonepar) che assicurano continuità e qualità nella fornitura di materiali standardizzati, affiancati da produttori locali e nazionali capaci di sviluppare componenti altamente customizzate. Questa combinazione garantisce al Gruppo flessibilità ed elevato presidio qualitativo su ogni commessa. La seconda tappa è rappresentata da Telmes, cuore della fase di progettazione e produzione dei quadri elettrici. La Società opera tanto nel mercato della distribuzione, caratterizzato da volumi costanti e prodotti standardizzati a marginalità contenuta, quanto nel mercato dell'automazione, ad alto valore aggiunto, che richiede quadri progettati ad hoc, dotati di *software* di supervisione e sistemi di telecontrollo. Lo studio interno di ingegneria, unito alle certificazioni SOA e a un *know-how* trentennale, permette a Telmes di competere efficacemente anche nel segmento più complesso e specialistico. A valle del processo si inserisce Temeco Srl, che completa l'offerta del Gruppo realizzando e installando impianti elettromeccanici "chiavi in mano" in ambito residenziale, industriale e pubblico, sia attraverso gare che come sub-appaltatore qualificato. L'integrazione tra Telmes e Temeco consente di presidiare tutte le fasi, dal quadro elettrico fino al collaudo dell'impianto, garantendo affidabilità e continuità operativa. Il percorso si conclude con i clienti, che si distribuiscono tra il mercato privato e quello pubblico: da un lato una platea diversificata di realtà industriali e terziarie, dall'altro grandi gruppi ed enti pubblici, per i quali certificazioni e reputazione rappresentano fattori decisivi. Questo modello consente al Gruppo di mantenere un flusso costante di ordini, fidelizzare la clientela e rafforzare il proprio posizionamento come player di riferimento nel sistema industriale di appartenenza.

2.2 Value Proposition

La *value proposition* del Gruppo si fonda sulla complementarità tra Telmes SpA e Temeco Srl, due realtà che operano in modo sinergico coprendo l'intero spettro delle esigenze del settore elettrotecnico. Per quanto riguarda Telmes SpA, la *proposition* si concentra sulla realizzazione di quadri elettrici e sulla loro eventuale integrazione con sistemi di automazione e telecontrollo. In un mercato fortemente standardizzato e guidato dal prezzo come principale fattore competitivo, la Società si distingue grazie al reparto metalmeccanico interno, che le consente di progettare e realizzare soluzioni completamente personalizzate. Ciò permette a Telmes di posizionarsi non soltanto come semplice produttore, ma come partner tecnologico in grado di soddisfare esigenze sofisticate in ambito quadristico e ingegneristico. I benefici per i clienti derivanti dall'offerta di Telmes sono molteplici. In primo luogo, la possibilità di ottenere soluzioni su misura garantisce un elevato grado di aderenza alle esigenze operative e industriali. A ciò si aggiunge l'integrazione di sistemi di automazione e telecontrollo, che migliora sensibilmente l'efficienza e l'affidabilità degli impianti. La presenza di un reparto di progettazione interno assicura inoltre un processo curato in ogni dettaglio, così da garantire la massima qualità del prodotto finale. Infine, la capacità di unire personalizzazione e standardizzazione consente di mantenere un rapporto qualità-prezzo competitivo, che rappresenta un ulteriore elemento distintivo della proposta di valore.

Passando a Temeco Srl, la *value proposition* è focalizzata sulla realizzazione di impianti elettromeccanici per il settore industriale, caratterizzati da un elevato contenuto tecnologico, e sull'offerta di impianti domotici integrati per il segmento residenziale. La società non si limita alla semplice installazione, ma presidia tutte le fasi del processo, dalle attività preliminari fino alla verifica di qualità, affiancando inoltre all'offerta un servizio post-vendita che include manutenzione e assistenza tecnica continuativa. Questo approccio consente a Temeco di presentarsi come interlocutore unico e affidabile, capace di seguire il cliente in ogni fase del ciclo di vita dell'impianto. I benefici per i clienti si articolano in diversi aspetti, a partire dall'impiego di componentistica innovativa che consente di offrire soluzioni all'avanguardia, caratterizzate da elevati standard di performance e affidabilità. A ciò si aggiunge la competenza dello staff qualificato, che assicura un supporto costante in tutte le fasi progettuali ed esecutive, contribuendo a consolidare un rapporto di fiducia duraturo con il cliente. Un ulteriore vantaggio deriva dalla capacità degli impianti di coniugare funzionalità ed estetica, adattandosi con flessibilità a contesti sia industriali sia residenziali. A completamento dell'offerta, il presidio dell'intero processo produttivo e i servizi di manutenzione post-vendita garantiscono continuità operativa e qualità costante nel tempo.

Insieme, le due società rafforzano la *value proposition* del Gruppo, che non si limita a fornire prodotti o impianti, ma si configura come un partner tecnologico completo, in grado di accompagnare il cliente dalla progettazione alla realizzazione, fino al supporto operativo, garantendo soluzioni integrate e di elevato livello qualitativo. Gli elementi distintivi che caratterizzano il posizionamento competitivo del Gruppo risiedono innanzitutto nel possesso delle certificazioni SOA, ottenute nel 2021, che consentono di accedere al mercato dei lavori pubblici in settori strategici come gli impianti per la distribuzione di energia elettrica, gli acquedotti e i sistemi di potabilizzazione. A ciò si aggiunge lo studio interno di ingegneria del prodotto, vero motore di innovazione che permette di progettare e costruire quadri elettrici complessi, rivolgendosi non al consumatore finale standard, ma a una clientela più

esigente e qualificata, tra cui grandi gruppi industriali ed enti pubblici. Un ulteriore elemento distintivo è rappresentato dalle sinergie interne al Gruppo, con Telmes focalizzata sulla realizzazione dei quadri elettrici e Temeco orientata all'installazione degli impianti. Questa complementarità consente di presidiare l'intero processo produttivo, garantendo continuità, qualità e pieno controllo operativo. Infine, il Gruppo vanta *partnership* commerciali e strategiche consolidate con player internazionali di primo piano, tra cui la partecipazione al *Sivacon Alpha Network*, che riunisce quadristi altamente specializzati a livello europeo. L'appartenenza a questo *network* rappresenta un ulteriore fattore di riconoscimento e di visibilità, offrendo formazione tecnica avanzata e posizionando Telmes come punto di riferimento qualificato nel proprio territorio.

Insieme, questi elementi distintivi rafforzano il posizionamento del Gruppo come operatore flessibile, affidabile e innovativo, capace di rispondere con competenza alle esigenze di mercati sia privati che pubblici, in un settore in cui reputazione, certificazioni e *know-how* rappresentano i principali *driver* competitivi.

2.3 Business Model

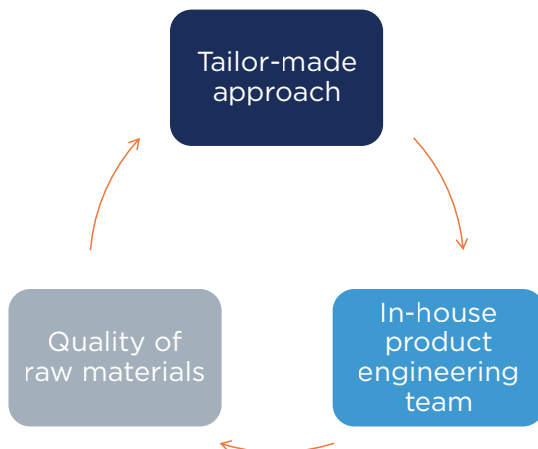
Il modello di business del Gruppo si fonda sulla capacità di operare in modo complementare su due segmenti distinti ma strettamente interconnessi:

- **quadri elettrici di distribuzione** - sono prodotti standardizzati, orientati alle necessità del settore industriale e terziario per l'accensione delle utenze e la distribuzione dell'energia. Si tratta di soluzioni trasversali e di semplice realizzazione, basate sull'assemblaggio di componenti, in un mercato fortemente competitivo caratterizzato da barriere all'entrata basse e da un elevato numero di operatori, tra quadristi, rivenditori e distributori di materiale elettrico;
- **quadri elettrici di automazione** - sono destinati a gestire il comando e il controllo in maniera automatizzata, attraverso software e componenti elettromeccaniche, di impianti di grandi dimensioni o di processi industriali complessi, come la gestione delle acque, il settore agroalimentare, il traffico viario o gli impianti energetici e di telecomunicazioni. In questo caso, il mercato presenta barriere all'ingresso elevate, legate alla necessità di possedere competenze avanzate, certificazioni specifiche e una reputazione consolidata, e l'accesso avviene principalmente tramite bandi pubblici o affidamenti diretti come subappaltatori qualificati.

Il Gruppo ha scelto di posizionarsi in entrambi i mercati, bilanciando volumi costanti, semplicità di realizzazione e marginalità contenuta (distribuzione) con volumi variabili, elevata specializzazione e margini più alti (automazione). Nel 2024, i quadri di distribuzione hanno rappresentato circa il 65,6% delle vendite della linea *Electrical Boards*, mentre i quadri di automazione hanno inciso per il 34,4%. Questa diversificazione consente al Gruppo di assicurarsi un flusso costante di ordini e al tempo stesso di rafforzare la propria presenza nella nicchia a maggiore valore aggiunto. In particolare, il segmento dell'automazione rappresenta un asset strategico per Telmes, che ha sviluppato un'*expertise* consolidata nella progettazione e realizzazione di quadri per la gestione delle acque. La collaborazione storica con l'Acquedotto Pugliese ha costituito la base per acquisire competenze approfondite, successivamente estese ad altri enti come Acqua Sabina e ACEA. Questa esperienza ha permesso al Gruppo di adattare il proprio *know-how* ad altri settori complessi, tra

cui autostrade, ospedali e infrastrutture pubbliche, consolidando un posizionamento distintivo fondato su versatilità e affidabilità.

CHART 6 - BUSINESS MODEL



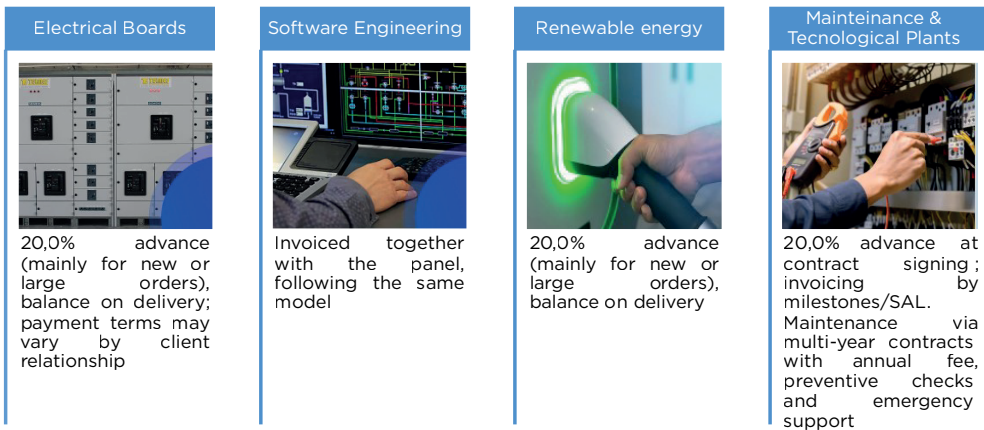
Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Il modello si completa con tre pilastri che rafforzano la capacità competitiva. In primo luogo, l'approccio *taylor-made*: ogni progetto, pubblico o privato, è affrontato attraverso uno studio preliminare delle esigenze del cliente, così da offrire soluzioni personalizzate e puntuali. In secondo luogo, lo studio interno di ingegneria del prodotto, composto da professionisti altamente qualificati, che consente di progettare direttamente i quadri più sofisticati, distinguendo il Gruppo rispetto a operatori che si limitano ad assemblare componenti standard. Infine, la qualità delle materie prime, garantita da rapporti consolidati con fornitori selezionati come Siemens, Schneider Electric, Sonepar e BTicino, che assicurano componentistica innovativa e di alto livello. A rafforzare ulteriormente il *business model* vi è il possesso delle certificazioni SOA, requisito indispensabile per accedere alle commesse pubbliche di fascia "alta". Il Gruppo detiene qualificazioni nelle categorie OG6 (acquedotti e opere di irrigazione, fino a € 0,52 mln), OG10 (impianti per la trasformazione e distribuzione elettrica, fino a € 0,26 mln), OS22 (impianti di potabilizzazione e depurazione, fino a € 1,03 mln) e OS30 (impianti elettrici interni, fino a € 1,50 mln). Queste attestazioni, unite alla reputazione costruita in oltre trent'anni di attività, permettono a Telmes di presidiare il mercato pubblico con continuità e di rafforzare il proprio posizionamento nel segmento a maggiore valore aggiunto.

In sintesi, il *business model* del Gruppo Telmes si caratterizza per la capacità di muoversi con equilibrio tra due mercati con dinamiche opposte, sfruttando un modello su commessa ad alto grado di personalizzazione, un approccio integrato che va dalla progettazione alla manutenzione, e una struttura di competenze, certificazioni e partnership che garantisce solidità, versatilità e crescita sostenibile nel lungo periodo.

2.4 Revenue Model

CHART 7 – REVENUE MODEL



Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Il modello di generazione dei ricavi del Gruppo Telmes si articola sulle quattro linee di business principali, ciascuna con specifiche modalità di fatturazione che riflettono la natura del prodotto o del servizio offerto. La logica comune è quella di garantire un equilibrio tra anticipi, che tutelano la Società dal rischio finanziario e assicurano liquidità immediata, e saldi/fatturazioni progressive, che seguono l'avanzamento delle attività e consolidano il rapporto con il cliente.

Per la linea *Electrical Boards*, che rappresenta il core business, è richiesto un acconto pari al 20,0% principalmente ai nuovi clienti o in caso di commesse di particolare rilevanza. Il saldo è invece corrisposto al momento dell'approntamento e consegna del quadro elettrico. A seconda della relazione consolidata con il cliente, le condizioni di pagamento possono essere dilazionate, rafforzando così la fidelizzazione.

Il segmento *Software & Engineering* segue lo stesso modello dei quadri elettrici, poiché i servizi software vengono forniti congiuntamente alla realizzazione del quadro. Anche in questo caso, dunque, la fatturazione si basa su un acconto iniziale e sul saldo finale, allineato alle tempistiche di completamento del prodotto.

Nella linea *Renewable Energy*, che include la produzione di apparati per il settore delle energie rinnovabili e delle colonnine di ricarica, la struttura ricalca quella dei quadri elettrici: 20,0% di acconto iniziale per i nuovi clienti o per ordini rilevanti e saldo al momento della consegna dell'apparato. Questo approccio consente di minimizzare l'esposizione finanziaria e di bilanciare i rischi legati a un segmento ancora in fase di sviluppo ma con prospettive di crescita.

La linea *Maintenance & Technological Plants* prevede un modello differenziato. Per la realizzazione di impianti elettrici, sia privati che pubblici, è richiesto un acconto del 20,0% alla firma del contratto, mentre la fatturazione avviene a SAL mensili (stati avanzamento lavori) o al raggiungimento di specifiche milestones contrattuali. La

parte di manutenzione, invece, si basa su contratti pluriennali (in media di due anni) con canone annuale anticipato. Questi contratti includono un intervento preventivo semestrale e un servizio di reperibilità per urgenze, garantendo così una fonte di ricavo ricorrente e stabile, oltre a rafforzare la continuità della relazione con il cliente.

In sintesi, il *revenue model* del Gruppo si fonda su un mix di anticipi, saldi a completamento, fatturazioni per avanzamento lavori e canoni ricorrenti di manutenzione. Questa impostazione consente a Telmes e Temeco di bilanciare le esigenze di liquidità, ridurre il rischio di credito e consolidare rapporti duraturi con la clientela.

2.5 Value Chain

CHART 8 - VALUE CHAIN



Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

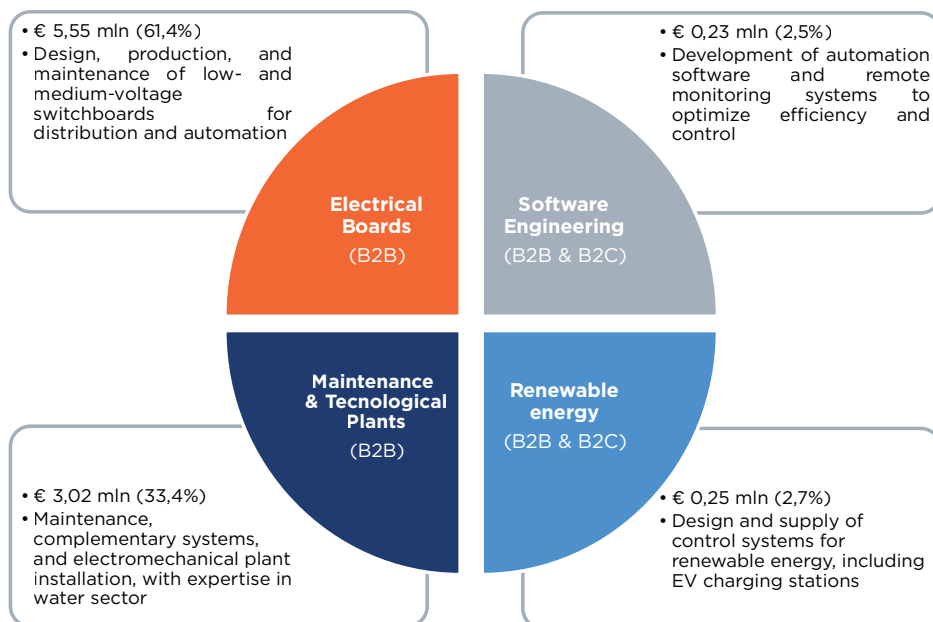
Il modello operativo del Gruppo Telmes si fonda su una catena del valore integrata e interamente presidiata, in cui ogni fase è gestita internamente per garantire qualità, efficienza e massima aderenza alle esigenze del cliente finale. La produzione avviene esclusivamente su commessa, senza scorte di magazzino, in quanto gli ordini presentano un elevato grado di customizzazione. L'intero processo, dalla richiesta iniziale fino alla consegna e al servizio post-vendita, segue passaggi ben definiti:

- **Richiesta** - Nel caso di committenti pubblici, il Gruppo partecipa a gare e bandi, resi accessibili dal possesso delle certificazioni SOA. Per i committenti privati, invece, le nuove commesse arrivano principalmente attraverso tre canali. In primo luogo, la rete commerciale interna, affidata a Re.Te. Rappresentanze Snc, società partecipata dai tre soci fondatori che gestisce in esclusiva l'attività commerciale in Italia. Questa struttura consente al Gruppo di mantenere il pieno presidio e controllo delle relazioni con la clientela, evitando la dipendenza da agenti esterni e garantendo coerenza e continuità nella gestione dei rapporti. In secondo luogo, la rete degli agenti dei fornitori, con cui il Gruppo intrattiene da anni solidi rapporti di collaborazione. Infine, un ulteriore canale di acquisizione è rappresentato dalle attività di *online advertising*, che rafforzano la visibilità del Gruppo e supportano l'ingresso di nuovi clienti;
- **Valutazione** - L'ufficio tecnico analizza la richiesta e sviluppa una progettazione preliminare, utile per stimare i costi e individuare i *partner*-fornitori più adeguati da coinvolgere nella realizzazione. Questa fase rappresenta il primo momento di personalizzazione della commessa;
- **Trattativa** - Segue la fase commerciale di confronto con il cliente, finalizzata ad allineare i termini contrattuali, tecnici e applicativi, definendo tempi, modalità e specifiche del progetto;

- **Progettazione** - Lo studio interno di ingegneria elabora il progetto definitivo, completamente customizzato in base alle esigenze del cliente. Questo *step* rappresenta uno dei principali vantaggi competitivi del Gruppo, che si distingue sul mercato come progettista e costruttore, non solo come semplice assemblatore;
- **Acquisti** - Viene effettuata la selezione e l'approvvigionamento di materie prime e semilavorati per la produzione dei quadri (Telmex), nonché di merci e prodotti finiti per l'installazione (Temeco). Rientrano in questa fase anche le licenze *software* per l'automazione e il telecontrollo;
- **Lavorazioni** - Le attività comprendono l'assemblaggio e il montaggio delle componenti meccaniche, l'installazione dei cablaggi fisici o *wireless*, la configurazione dei quadri elettrici da parte di Telmes e l'integrazione negli impianti a cura di Temeco;
- **Consegna** - È il momento finale del processo, che prevede installazione e collaudo del prodotto direttamente presso l'impianto elettrico del cliente. I tempi medi di esecuzione oscillano tra 30 e 40 giorni, ma per commesse particolarmente customizzate possono arrivare fino a 4 mesi. A completamento del ciclo, il Gruppo garantisce contratti di manutenzione preventiva, con controlli semestrali programmati, e interventi di manutenzione straordinaria per riparazioni urgenti, rafforzando la fidelizzazione della clientela e assicurando continuità operativa.

2.6 Portafoglio prodotti e servizi

CHART 9 - REVENUE STREAMS



Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Il modello di *business* del Gruppo Telmes si articola su quattro linee di ricavo principali, che riflettono la complementarità tra progettazione, produzione, installazione e servizi post-vendita.

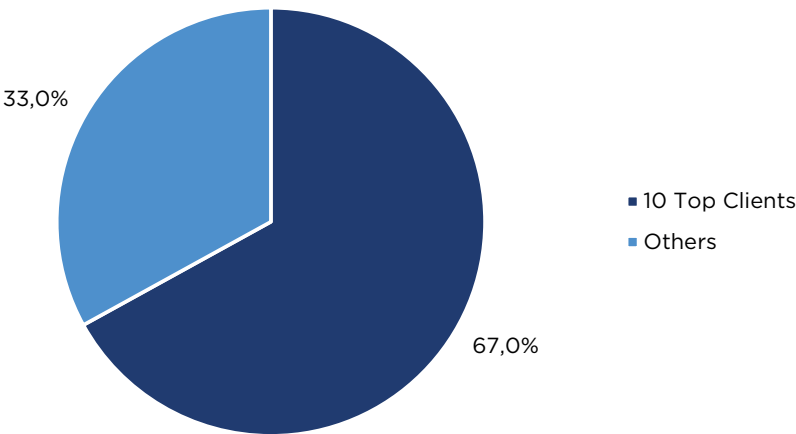
- La prima e più rilevante è rappresentata dagli *Electrical Boards*, che con € 5,55 mln di ricavi nel 2024 hanno inciso per circa il 61,4% del fatturato consolidato. In questa divisione rientrano i quadri elettrici di bassa tensione (QBT), sotto i 1.000 volt, utilizzati prevalentemente nella fascia 400-600 volt, e i quadri di media tensione (QMT), tra 1.001 e 30.000 volt, con potenze tipiche di 12.000 e 24.000 volt. Si tratta del *core business* storico del Gruppo, focalizzato soprattutto sui quadri di bassa tensione sia per il mercato della distribuzione, caratterizzato da standardizzazione e volumi elevati, sia per quello dell'automazione, più sofisticato e ad alto valore aggiunto;
- La seconda linea è *Software & Engineering*, con € 0,23 mln di ricavi (2,5% del totale), che costituisce la divisione a maggiore valore aggiunto, consentendo al Gruppo di posizionarsi stabilmente nel mercato dell'automazione. Questa attività comprende lo sviluppo di software per il controllo e il telecontrollo dei quadri elettrici sia in ambito B2B, dove favorisce riduzione dei costi di produzione e maggiore efficienza operativa, sia in ambito B2C, con applicazioni legate alla domotica e al monitoraggio remoto di guasti e malfunzionamenti;
- La terza linea è *Renewable Energy*, che nel 2024 ha generato € 0,25 mln di ricavi (2,7% del totale). Qui rientrano la progettazione e costruzione di apparati elettrici di comando e controllo destinati al settore delle energie rinnovabili, incluse le colonnine di ricarica per la mobilità elettrica in ambito privato e pubblico. Ad oggi la presenza del Gruppo in questo mercato è ancora limitata, con un numero esiguo di commesse, ma le potenzialità del comparto ne fanno un'area su cui concentrare investimenti e sviluppo nel breve periodo;
- La quarta linea è rappresentata dai *Maintenance & Technological Plants*, con € 3,02 mln di ricavi nel 2024, pari al 33,4% del fatturato consolidato. Questa divisione integra servizi di manutenzione preventiva e straordinaria sugli impianti, la fornitura e commercializzazione di componenti e sistemi complementari alle produzioni interne (inclusi sistemi di supervisione e monitoraggio collegati a *software* gestionali) e la progettazione, installazione e assistenza per impianti elettromeccanici residenziali e industriali, con una specializzazione nel settore idrico. Le attività di manutenzione rappresentano una linea operativa autonoma rispetto alla realizzazione degli impianti e vengono svolte sia su impianti di propria produzione sia su impianti realizzati da terzi. In virtù della propria specializzazione tecnica, il Gruppo è spesso chiamato a intervenire su sistemi complessi di terzi che presentano criticità, trasformando tali interventi risolutivi in opportunità per l'avvio di nuovi contratti di manutenzione o per instaurare relazioni commerciali con potenziali nuovi clienti. Grazie a questa componente, il Gruppo consolida una base di ricavi ricorrenti, derivanti da contratti pluriennali di manutenzione, che affiancano alle attività di realizzazione di impianti un flusso stabile e continuativo nel tempo.

In sintesi, le linee di ricavo del Gruppo esprimono un equilibrio tra attività *core* a volumi elevati e marginalità contenuta, business ad alto valore aggiunto legati all'automazione, nuove opportunità nel comparto delle rinnovabili e servizi di manutenzione ricorrenti, confermando un modello diversificato e resiliente.

2.7 Clienti e Fornitori

2.7.1 Clienti

CHART 10 – REVENUE BREAKDOWN BY CLIENT FY24A

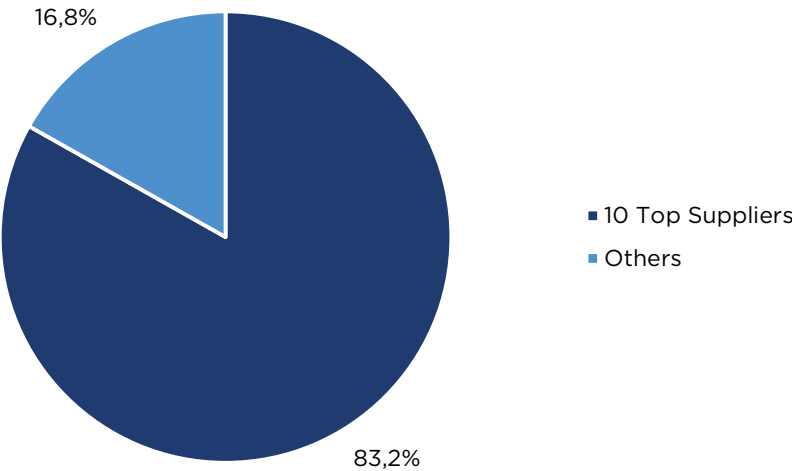


Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Nel 2024 il Gruppo Telmes ha registrato ricavi complessivi pari a € 9,05 mln, con una forte concentrazione sui primi dieci clienti, che da soli rappresentano circa il 67,0% del fatturato totale (pari a € 6,06 mln). Il principale cliente, che incide per circa il 17,0% dei ricavi, è una società a controllo pubblico indiretto italiana, per la quale l'assegnazione delle commesse avviene tramite partecipazione ed aggiudicazione a bandi di gara pubblici. Accanto a questo, figurano grandi gruppi industriali e i loro principali appaltatori, che affidano al Gruppo commesse di elevato valore e di rilevanza strategica. La restante parte del portafoglio clienti è invece costituita da una base più frammentata, con circa 120 realtà di dimensioni minori, che complessivamente contribuiscono a diversificare la fonte di ricavi e a ridurre la dipendenza dai soli grandi committenti. Un dato particolarmente significativo riguarda il livello di fidelizzazione: nel 2024 circa l'88,0% del fatturato, pari a € 8,02 mln, è stato generato da clienti già attivi nell'anno precedente. Questo testimonia la capacità del Gruppo di instaurare relazioni di lungo periodo, fondate sulla qualità del prodotto finale, sull'affidabilità nelle consegne e sulla solidità delle certificazioni in possesso. In sintesi, il portafoglio clienti del Gruppo Telmes è caratterizzato da un *mix* bilanciato tra grandi commesse pubbliche e industriali ad elevato valore aggiunto e una clientela diffusa di minori dimensioni, con un'elevata quota di ricavi ricorrenti che rafforza stabilità e continuità del *business*.

2.7.2 Fornitori

CHART 11 – BREAKDOWN OF MATERIAL SUPPLIERS FY24A



Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Nel 2024 il Gruppo Telmes ha registrato acquisti di materie prime e merci per circa € 3,78 mln, con una significativa concentrazione sui primi dieci fornitori che da soli rappresentano l'83,2% del totale, pari a € 3,14 mln. Il primo fornitore copre il 27,3% del totale approvvigionato, seguito da altri tre operatori di rilievo che, singolarmente, incidono tra il 12,0% e il 14,0% degli acquisti. Questa distribuzione evidenzia un forte radicamento nei rapporti con player di primaria importanza, in grado di garantire continuità, affidabilità e standard qualitativi elevati. Il Gruppo intrattiene rapporti commerciali consolidati con i principali player internazionali della componentistica elettrica, caratterizzati da un'elevata stabilità: il 95,0% dei fornitori attivi nel 2024 risultava infatti già attivo anche nel 2023. Tale fidelizzazione testimonia una relazione solida, basata sulla qualità dei materiali e sulla capacità di supportare il Gruppo nella realizzazione di prodotti complessi e customizzati. La solidità di queste partnership consente a Telmes di ridurre i rischi operativi, mantenere un controllo costante sui processi produttivi e beneficiare di una maggiore flessibilità nella gestione delle forniture, adattandosi tempestivamente alle esigenze dei clienti. Inoltre, la collaborazione con fornitori leader di mercato rafforza la competitività del Gruppo, garantendo l'adozione di componenti innovative e conformi agli standard più elevati richiesti nei mercati di riferimento.

3. Il mercato

Il mercato dei quadri elettrici si articola lungo una filiera composta da diversi operatori che ricoprono ruoli distinti nelle due principali aree di riferimento: il mercato della distribuzione e quello dell'automazione. Nel primo caso, il prodotto richiesto è standardizzato, con caratteristiche tecniche di base e valore aggiunto limitato, e non necessita di progettazione ad hoc né di sistemi di monitoraggio avanzati. In questo segmento, la figura chiave è l'allegatore, che realizza il quadro assemblando componenti acquistate da produttori, generando margini ridotti. Nel mercato dell'automazione, invece, la complessità cresce sensibilmente: il prodotto è progettato per rispondere a esigenze specifiche, spesso legate a impianti di grandi dimensioni e dotati di sistemi di comando automatizzati. Qui entrano in gioco il progettista, responsabile della fase di disegno e ingegnerizzazione, e il costruttore, che realizza il quadro partendo da un progetto customizzato, garantendo così un valore aggiunto significativo.

Una volta completata la fase di produzione, il quadro elettrico viene installato nell'impianto dall'installatore, che ne cura il collegamento e rilascia la Dichiarazione di Conformità, documentando anche i materiali utilizzati. Successivamente, la continuità e l'efficienza del sistema sono assicurate dal manutentore, il quale svolge sia attività preventive per mantenere l'integrità del quadro sia interventi straordinari in caso di guasti o malfunzionamenti.

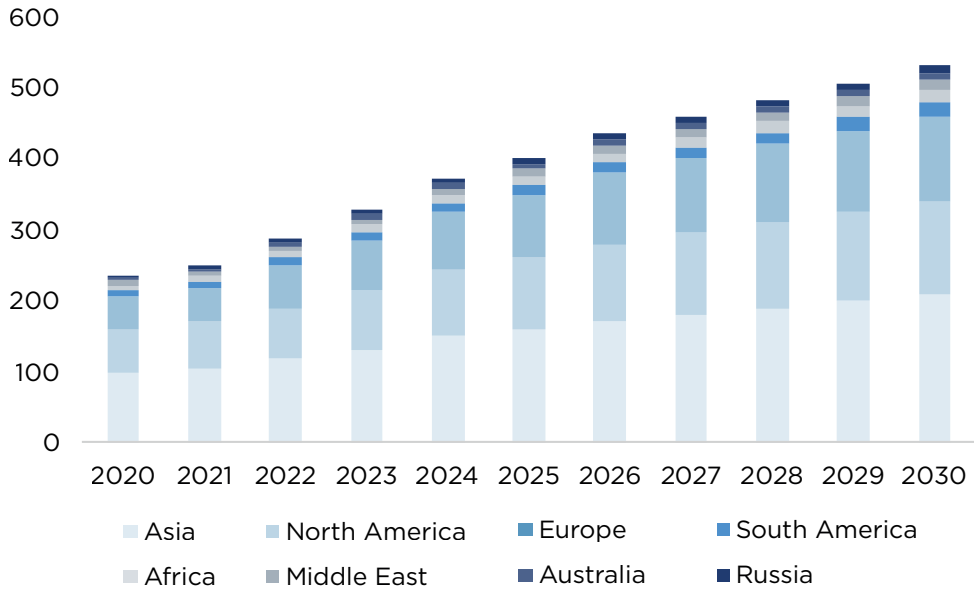
Telmes opera in entrambi i mercati (distribuzione e automazione) grazie a un posizionamento che combina volumi costanti e bassa marginalità nel primo, con elevata specializzazione e maggior valore aggiunto nel secondo. L'accesso al segmento più qualificato dell'automazione è reso possibile dalle certificazioni in possesso e da una reputazione consolidata, che consentono al Gruppo di partecipare a gare pubbliche e di essere riconosciuto come partner affidabile anche dai grandi committenti privati.

3.1 Il mercato delle reti elettriche

Il mercato di riferimento di Telmes si inserisce all'interno del settore delle reti elettriche e dell'elettrotecnica, un comparto cruciale per la transizione energetica e la sicurezza dell'approvvigionamento. A livello globale, le reti di trasmissione e distribuzione elettrica coprono circa 86 milioni di chilometri, di cui 72 milioni a bassa tensione, segmento dove Telmes concentra il core business. Secondo *Rystad Energy*, per contenere il riscaldamento globale entro +2,0°C sarà indispensabile estendere ed efficientare tali reti fino a 104 milioni di chilometri entro il 2030, con investimenti stimati in 3,1 trilioni di dollari, e fino a 140 milioni entro il 2050. Questo *trend* è sostenuto da due driver strutturali: la crescente domanda mondiale di energia, trainata da demografia, urbanizzazione e industrializzazione nei Paesi in via di sviluppo, e la necessità di mitigare il cambiamento climatico attraverso l'elettrificazione e la riduzione della dipendenza dai combustibili fossili. In tale contesto, l'efficienza delle reti elettriche diventa essenziale non solo per ridurre perdite e costi operativi, ma anche per raggiungere gli obiettivi ESG fissati a livello europeo. Telmes, grazie al posizionamento nel mercato dei quadri elettrici e degli impianti elettromeccanici,

presidia direttamente questo ambito, con una proposta che intercetta tanto il mercato di distribuzione (a volumi costanti e margini ridotti) quanto quello di automazione, caratterizzato da più alta specializzazione e valore aggiunto.

CHART 12 - INVESTMENTS IN THE POWER GRID BY GEOGRAPHICAL MACRO-AREA



Source: RystadEnergy, Enable or inhibit: Power grids, key to the energy transition, require \$3.1 trillion in investments by 2030, (15/02/2024), Integrae SIM elaboration

Il mercato di riferimento di Telmes è caratterizzato da una fase di forte espansione degli investimenti nelle infrastrutture elettriche a livello globale. Secondo le stime di *Rystad Energy*, gli investimenti nelle reti raggiungeranno i \$ 374,00 mld nel 2024, con la Cina che peserà per circa il 30,0% del totale e l'Asia che si confermerà come principale area geografica per l'espansione. Anche Stati Uniti ed Europa hanno avviato importanti piani: l'*US Infrastructure Investment and Jobs Act* (IIJA) prevede 65 miliardi di dollari per l'ammodernamento delle infrastrutture energetiche, mentre la Commissione Europea ha lanciato un Piano d'Azione per le Reti da 584 miliardi di euro al 2030. In Italia, il contesto è particolarmente dinamico: nell'ottobre 2024 Terna ha sottoscritto con la Banca Europea per gli Investimenti un finanziamento da € 400,00 mln per rafforzare la rete nazionale, con interventi previsti entro il 2026 orientati a resilienza climatica e sostenibilità. Parallelamente, Enel ha previsto nel proprio Piano Strategico 2024-2026 investimenti per € 12,20 mld nelle reti di distribuzione, di cui € 3,50 mld provenienti dal PNRR. In questo scenario di rilevanti impegni finanziari e innovazioni tecnologiche, Telmes si posiziona come operatore specializzato nella realizzazione di quadri elettrici e impianti elettromeccanici, offrendo soluzioni in linea con la crescente domanda di efficienza e affidabilità delle reti.

3.2 Il mercato dell'elettrotecnica

Il mercato elettrotecnico rappresenta un pilastro fondamentale per la transizione energetica globale, in quanto si occupa della progettazione, produzione e manutenzione di dispositivi e sistemi destinati a generare, trasformare e distribuire elettricità in maniera sicura ed efficiente per applicazioni industriali, commerciali e domestiche. La gamma dei prodotti include cavi e interruttori, motori e trasformatori, quadri elettrici e componentistica complementare, settori in cui opera direttamente anche Telmes. L'importanza strategica di questa industria è confermata dall'andamento della domanda mondiale, che ha registrato una crescita costante nel decennio 2012-2022 (CAGR +3,2%), nonostante la temporanea battuta d'arresto causata dalla pandemia del 2020. Dopo la crisi, il comparto ha recuperato rapidamente i livelli pre-pandemici, raggiungendo nel 2022 il suo picco storico. Tale dinamica, unita alla stabilità delle importazioni globali di beni elettrotecnici, evidenzia come il settore sia al centro di un processo strutturale di transizione energetica su scala mondiale, in cui le soluzioni elettrotecniche assumono un ruolo chiave come abilitatori di efficienza, sostenibilità e innovazione.

CHART 13 - WORLD TRADE OF ELECTROTECHNICS: EVOLUTION AT CONSTANT PRICES



Source: ExportPlanning, Electrotechnics: the Blue Ocean (BLOC) markets to target, 03/04/2023, Integrae SIM elaboration

Le prospettive del mercato elettrotecnico per il periodo 2023-2027 restano ampiamente favorevoli, nonostante un contesto macroeconomico caratterizzato da un rallentamento della crescita globale. Secondo le previsioni di *ExportPlanning*, il settore è atteso crescere a ritmi significativamente positivi, sostenuto da driver strutturali come la transizione ecologica e la digitalizzazione, che alimentano la domanda di componenti e sistemi avanzati. Mentre il PIL mondiale dovrebbe aumentare a un tasso medio annuo del 3,1%, inferiore al 3,7% registrato nel decennio 2010-2019, il commercio

mondiale di beni elettrotecnici mostrerà una crescita più rapida, con un CAGR del +5,7% nel quinquennio 2023-2027. Tra i segmenti, spiccano i motori, generatori e trasformatori (+6,1%), i quadri elettrici (+6,8%) e le apparecchiature per la distribuzione elettrica (+5,8%), confermando il ruolo strategico di queste tecnologie nell'evoluzione delle infrastrutture energetiche. Complessivamente, il valore del mercato è stimato inoltre € 706 mld nel 2023, con prospettive di espansione trainate dalla crescente elettrificazione e dall'adozione di soluzioni digitali a supporto dell'efficienza e della sostenibilità.

CHART 14 - EVOLUTION OF GLOBAL ELECTROTECHNICAL TRADE

Product	Market value		CAGR	
	2023E, €/mld	2010-2019	2019-2023E	2023E-2027F
Wires, cables, switches, plugs and sockets	234,2	+5,1%	+6,0%	+5,2%
Motors, generators and transformers	229,2	+41%	+11,2%	+6,1%
Parts for electrical equipment	106,5	+3,4%	+6,4%	+4,8%
Electrical panels	87,0	+9,7%	+9,7%	+6,8%
Equipment for power distribution	19,1	+4,1%	+9,0%	+5,8%
Other	30,6			
Total	706,6	+4,6%	+8,1%	+5,7%

Source: ExportPlanning, Transizione ecologica e digitalizzazione a supporto delle vendite mondiali di componenti elettronici ed elettrotecnica, 14/11/2023, Integrae SIM elaboration

3.3 Il mercato dei quadri elettrici

Il mercato dei quadri elettrici, componente essenziale delle infrastrutture energetiche, riveste un ruolo cruciale nella trasmissione e distribuzione dell'energia elettrica (T&D), garantendo protezione, controllo e continuità del servizio sia in ambito industriale che residenziale. Questi dispositivi consentono di gestire la distribuzione dell'energia e di proteggere i circuiti da sovraccarichi e cortocircuiti, assicurando efficienza e sicurezza. Negli ultimi anni il comparto ha registrato una significativa crescita, trainata dalla crescente domanda di energia, dallo sviluppo di nuove infrastrutture e dalla diffusione delle fonti rinnovabili. Il mercato è segmentato in tre categorie: quadri elettrici a bassa tensione (QBT), utilizzati nella distribuzione in edifici residenziali, commerciali e industriali di piccola scala; quadri a media tensione (QMT), destinati a infrastrutture industriali e di trasmissione tra 1 e 30 kV; e quadri ad alta tensione (QAT), impiegati nelle reti di trasmissione a lunga distanza e nei grandi impianti. La crescita del settore è sostenuta da fattori strutturali quali l'elettrificazione e la maggiore domanda energetica, l'inasprimento delle normative di sicurezza, la spinta verso automazione industriale e digitalizzazione, nonché la transizione energetica, che richiede reti sempre più sofisticate e stabili. Tra i principali mercati applicativi emergono l'automotive, l'agroalimentare, le utilities energetiche (con focus sul trattamento delle acque) e il farmaceutico, segmenti in cui Telmes ha consolidato la propria presenza.

4. Posizionamento competitivo

TABLE 2 – MAIN COMPETITORS (2024 DATA)

€/mln	VoP 2024	Ebitda 2024	Ebitda % 2024	Net Income 2024	Net Income % 2024	NFP 2024
Company						
Primiceri SpA	23,32	1,70	7,3%	0,33	1,4%	(2,43)
Elettromeccanica Ciaurri Srl	14,94	1,25	8,4%	1,18	7,9%	1,37
Costruzioni Eletttroniche CEAR Srl	15,89	2,41	15,2%	1,77	11,1%	(3,49)
Median	15,9	1,70	8,4%	1,18	7,4%	(2,43)
Telmes Consolidato FY24A						
	9,46	0,60	6,3%	0,22	2,3%	1,54

Source: Orbis, Integrae Sim Elaboration

Il panorama competitivo dei quadri elettrici vede la presenza di grandi multinazionali integrate che fungono sia da produttori di componenti sia da fornitori di “kit” standard: Siemens (automazione industriale ed energy management con ricavi nel 2023 pari a € 77,70 mld), Schneider Electric (automazione digitale ed energy management con ricavi nel 2023 pari a € 35,90 mld) e Hitachi Energy (apparecchiature elettrotecniche e servizi per le rinnovabili con ricavi nel 2023 per circa € 54,00 mld). Questi player operano come costruttori finali e, al contempo, come partner tecnologici della filiera per società più specializzate su commesse custom ad alto valore aggiunto. A questi player si affiancano numerose società attive su un mercato nazionale, tra cui, identificate come competitors del Gruppo:

- **Primiceri SpA** – Fondata nel 1985 a Modugno (BA), è una realtà che nel tempo ha consolidato un ruolo di rilievo nella progettazione e produzione di apparecchiature elettriche destinate alla distribuzione e al controllo dell’energia. L’attività della società si concentra in particolare nei settori *Oil & Gas* e fotovoltaico, ambiti in cui ha maturato competenze distintive. Ciò che caratterizza Primiceri è la capacità di seguire l’intera catena del valore: dalla fase di progettazione alla costruzione, passando per il collaudo, fino a un servizio di assistenza continuativo che garantisce affidabilità e qualità nel tempo;
- **Elettromeccanica Ciaurri Srl** – Nata nel 1970 a Sava (TA), rappresenta una delle realtà storiche del comparto, specializzata nella costruzione, gestione e manutenzione di quadri elettrici e impianti elettrici. La Società si distingue per un approccio operativo che integra installazione e service, assicurando così un supporto costante sia in contesti civili sia industriali. La lunga esperienza maturata nel settore le consente di intervenire in modo rapido ed efficace, garantendo continuità di servizio e sicurezza degli impianti;
- **CEAR Costruzioni Elettrotecniche** – Fondata nel 1980 a Milano, si è affermata come operatore capace di coniugare tradizione ed innovazione nella progettazione, costruzione e installazione di quadri elettrici, cabine di trasformazione e sistemi di automazione e controllo. La sua forza risiede nella capacità di integrare *hardware* e *software*, offrendo soluzioni personalizzate per impianti complessi ad alto contenuto tecnologico. Questo approccio le consente di rispondere in maniera puntuale alle esigenze di una clientela diversificata, posizionandosi come *partner* affidabile per progetti di grande scala.

Il posizionamento competitivo evidenzia come Telmes si distingue rispetto ai principali operatori nazionali grazie a una presenza integrata lungo tutta la catena del valore. A differenza di molti concorrenti, infatti, il Gruppo non si limita al ruolo di progettista e costruttore, ma opera anche come installatore e manutentore, garantendo così al cliente un presidio completo del ciclo di vita dell'impianto elettrico. Questo approccio full service consente di offrire soluzioni chiavi in mano, dalla fase di progettazione fino all'assistenza post-installazione, assicurando qualità, continuità e affidabilità. Un ulteriore elemento distintivo di Telmes è rappresentato dalle qualificazioni SOA conseguite (categorie OG6, OG10, OS22 e OS30), che ne attestano la capacità di operare in ambito pubblico e di partecipare a gare d'appalto di rilievo. Tali certificazioni rafforzano la reputazione del Gruppo e ne consolidano l'accesso a progetti complessi e ad alto contenuto tecnologico. In confronto, player come Primiceri, Elettromeccanica Ciaurri e CEAR mostrano un posizionamento più focalizzato su specifici segmenti (in particolare la progettazione e costruzione) senza coprire in modo altrettanto esteso le fasi di installazione e manutenzione. Ne emerge quindi la peculiarità di Telmes, che si posiziona come partner completo e altamente qualificato, capace di combinare competenze tecniche avanzate e servizi integrati, distinguendosi nel panorama competitivo nazionale.

TABLE 3 – COMPETITORS ANALYSIS

				
Designer and Builder	✓	✓	✓	✓
SOA Group (Qualification for public works execution)	Class. II	✓		
	Class. I	✓	Class. IV	✓
	Class. III	✓		
	Class. III-Bis	✓	Class. III-Bis	✓
Installer (Electrical system installation)	✓	✓	✓	
Maintenance Technician	✓	✓	✓	✓

Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

4.1 SWOT Analysis

STRENGTHS:

- Qualità e *know-how*, basati sulla solida esperienza nel settore che porta a una profonda comprensione delle esigenze del mercato;
- Relazioni con i clienti: base clienti fidelizzata grazie ad una forte presenza territoriale;
- Struttura snella e flessibile che permette di incontrare le esigenze dei vari clienti.

WEAKNESSES:

- Il mercato internazionale è concentrato in pochi principali *player* (taluni si qualificano anche come fornitori del Gruppo), il che può rendere difficile entrare nei loro mercati;
- La difficoltà nel reperire personale qualificato rallenta la crescita e l'efficienza operativa.

OPPORTUNITIES:

- Mercato giovane fortemente frammentato con possibilità di crescere tramite acquisizioni orizzontali per incrementare la presenza territoriale (nonché integrare personale qualificato);
- Il nuovo contesto normativo (Regolamento UE 2024/573) apre allo sviluppo di nuovi prodotti nell'ambito dei QMT.

THREATS:

- Oscillazioni dei prezzi delle materie prime che possono impattare i costi di produzione;
- Mercati dell'automazione poco dinamici in attesa di rivoluzioni tecnologiche per evitare una rapida obsolescenza dei loro prodotti.

5. Economics & Financials

TABLE 4 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Revenues	9,05	9,70	10,50	11,45	12,70
Work In Progress	0,14	0,00	0,05	0,05	0,05
Other revenues	0,28	0,11	0,17	0,22	0,22
Value of production	9,46	9,81	10,72	11,72	12,97
COGS	4,13	4,15	4,40	4,85	5,40
Services	1,29	1,30	1,50	1,65	1,80
Use of asset owned by others	0,17	0,20	0,30	0,30	0,30
Employees	2,93	3,05	3,30	3,55	3,85
Other operating costs	0,34	0,10	0,10	0,10	0,10
EBITDA	0,60	1,01	1,12	1,27	1,52
<i>EBITDA Margin</i>	6,3%	10,3%	10,4%	10,8%	11,7%
D&A	0,13	0,16	0,29	0,34	0,34
EBIT	0,47	0,84	0,83	0,93	1,18
EBIT Margin	5,0%	8,6%	7,7%	7,9%	9,1%
Financial management	(0,11)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	0,36	0,74	0,73	0,83	1,08
Taxes	0,14	0,24	0,23	0,28	0,33
Net Income	0,22	0,50	0,50	0,55	0,75

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Fixed Assets	1,30	2,15	2,34	2,35	2,41
Account receivable	3,42	3,80	4,10	4,45	4,95
Work in progress	1,75	1,95	2,00	2,15	2,40
Account payable	2,02	2,10	2,25	2,50	2,75
Operating Working Capital	3,15	3,65	3,85	4,10	4,60
Other receivable	0,21	0,25	0,25	0,30	0,30
Other payable	0,76	0,90	1,00	1,10	1,20
Net Working Capital	2,61	3,00	3,10	3,30	3,70
Severance & other provisions	0,59	0,75	0,90	1,05	1,20
NET INVESTED CAPITAL	3,31	4,40	4,54	4,60	4,91
Share capital	0,46	0,59	0,60	0,60	0,60
Reserves	0,36	1,56	2,16	2,66	3,21
Net Income	0,22	0,50	0,50	0,55	0,75
Equity	1,04	2,65	3,26	3,81	4,56
Cash & cash equivalents	0,34	0,50	0,82	1,16	1,45
Short term financial debt	2,01	1,80	1,70	1,60	1,50
M/L term financial debt	0,59	0,45	0,40	0,35	0,30
Net Financial Position	2,27	1,75	1,28	0,79	0,35
SOURCES	3,31	4,40	4,54	4,60	4,91

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
EBIT	0,84	0,83	0,93	1,18
Taxes	0,24	0,23	0,28	0,33
NOPAT	0,60	0,60	0,65	0,85
D&A	0,16	0,29	0,34	0,34
Change in NWC	(0,39)	(0,10)	(0,20)	(0,40)
<i>Change in receivable</i>	<i>(0,38)</i>	<i>(0,30)</i>	<i>(0,35)</i>	<i>(0,50)</i>
<i>Change in work in progress</i>	<i>(0,20)</i>	<i>(0,05)</i>	<i>(0,15)</i>	<i>(0,25)</i>
<i>Change in payable</i>	<i>0,08</i>	<i>0,15</i>	<i>0,25</i>	<i>0,25</i>
<i>Change in others</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,05</i>	<i>0,10</i>
Change in provisions	0,16	0,15	0,15	0,15
OPERATING CASH FLOW	0,53	0,94	0,94	0,94
Capex	(1,01)	(0,48)	(0,35)	(0,40)
FREE CASH FLOW	(0,48)	0,46	0,59	0,54
Financial Management	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in Financial debt	(0,36)	(0,15)	(0,15)	(0,15)
Change in equity	1,11	0,11	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,17	0,32	0,34	0,29

Source: Telmes Historical Data and Integrae SIM estimates

5.1 FY24A Results

Nel bilancio approvato al 31 dicembre 2024, il Gruppo ha realizzato ricavi per complessivi € 9,05 mln e valore della produzione pari a € 9,46 mln.

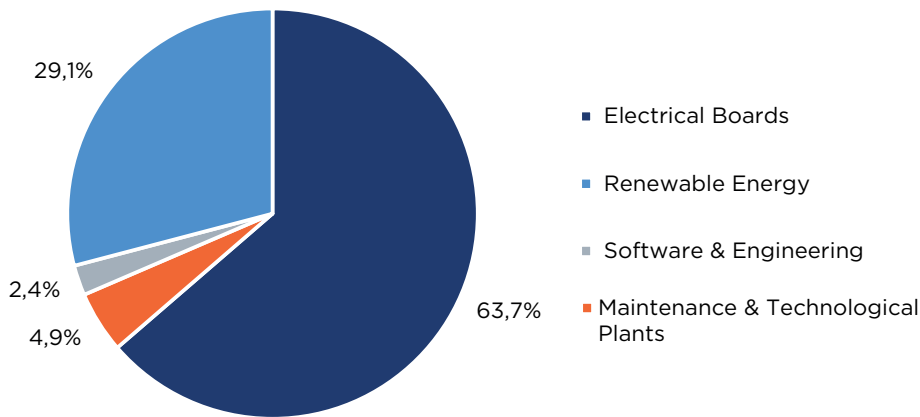
L'EBITDA al FY24A si attesta a € 0,60 mln, corrispondente a un EBITDA margin del 6,3%. Tra le principali voci di costo, risultano costi per materie prime e merci pari a € 4,13 mln, costi per servizi per € 1,29 mln e costi del personale pari a € 2,93 mln. L'andamento dei costi risulta coerente con l'intensità produttiva e con il modello operativo del Gruppo, caratterizzato da un'elevata componente di personalizzazione dei progetti e da una costante attenzione alla qualità e all'efficienza delle forniture.

L'EBIT al 31 dicembre 2024 è pari a € 0,47 mln, con un EBIT margin del 5,0%. Tale risultato riflette un livello contenuto di ammortamenti e svalutazioni (€ 0,13 mln complessivi).

La gestione finanziaria incide in misura contenuta, con oneri netti pari a circa € 0,11 mln, mentre l'imposizione fiscale ammonta a € 0,14 mln. Al netto di tali componenti, il Net Income consolidato si attesta a € 0,22 mln. La NFP è pari a € 2,27 mln di debito.

5.2 1H25A Results

CHART 15 - REVENUES BREAKDOWN 1H25A (€/MLN)



Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Nel primo semestre 2025, i ricavi consolidati del Gruppo, pari complessivamente a circa € 4,55 mln, risultano fortemente concentrati nella divisione *Electrical Boards*, che genera € 2,89 mln, pari a circa il 63,7% del totale. Questa area rappresenta il *core business* del Gruppo, trainata dalla produzione di quadri elettrici di bassa tensione per i settori industriale e infrastrutturale. La seconda linea per rilevanza è quella *Maintenance & Technological Plants*, con € 1,32 mln (circa il 29,1%), che riflette la piena operatività della controllata Temeco e il contributo delle attività di manutenzione e impiantistica nel comparto idrico e civile. Le altre due linee presentano un'incidenza più contenuta: *Renewable Energy* con € 0,22 mln (4,9%) e *Software & Engineering* con € 0,11 mln (2,4%). Pur marginali, queste aree rappresentano segmenti strategici a maggior valore aggiunto su cui il Gruppo intende investire nel medio periodo, in coerenza con la strategia di ampliamento dell'offerta verso l'automazione e le energie rinnovabili. Di seguito la divisione delle varie linee di ricavo che si sono registrate nel corso dell'1H25A. Il Gruppo Telmes ha registrato un Valore della Produzione pari a € 4,63 mln.

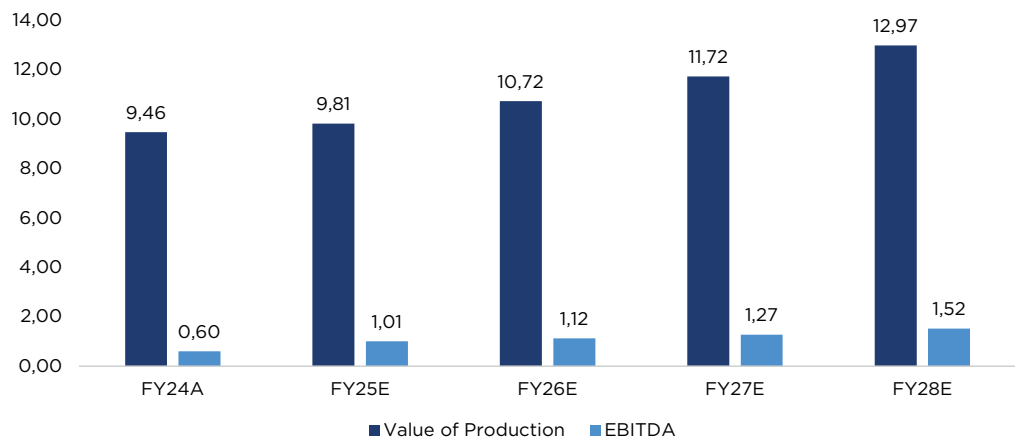
L'EBITDA si attesta a € 0,51 mln, con un margine dell'11,0%, in netto miglioramento rispetto ai livelli del 2024 (6,3%), risultato dell'efficientamento dei costi avviato nel 1H25A e destinato a proseguire anche negli esercizi successivi. Le principali componenti di costo rimangono quelle relative alle materie prime (€ 1,79 mln), ai servizi (€ 0,66 mln) e al personale (€ 1,52 mln). Da un lato, si evidenzia una lieve variazione nei prezzi delle materie prime, con una riduzione del costo delle componenti metalliche (rame e alluminio) rispetto alle apparecchiature elettriche. Dall'altro lato, il Gruppo ha attuato una gestione più efficiente degli approvvigionamenti, definendo con i fornitori condizioni commerciali più vantaggiose. Dopo ammortamenti per € 0,08 mln, l'EBIT risulta pari a € 0,43 mln, con un margine del 9,3%. Il Net Income si attesta a € 0,25 mln.

A livello patrimoniale, la NFP passa da € 2,27 mln di debito al 31 dicembre 2024 a un valore al primo semestre 2025 pari a € 2,32 mln.

5.3 FY25E-FY28E Estimates

Abbiamo elaborato le stime per il periodo 2025-2028 adottando un approccio prudentiale e coerente con le linee strategiche, basato sull'attività core del Gruppo e sulle sue capacità operative consolidate. Le proiezioni tengono conto dell'attuale posizionamento competitivo della Società e delle prospettive di crescita nei mercati di riferimento, in particolare nei segmenti dell'automazione industriale, dei quadri elettrici di media tensione (QMT) e delle energie rinnovabili, ambiti in cui Telmes intende rafforzare ulteriormente la propria presenza attraverso investimenti mirati e partnership strategiche.

CHART 16 – VOP AND EBITDA FY24A-FY28E



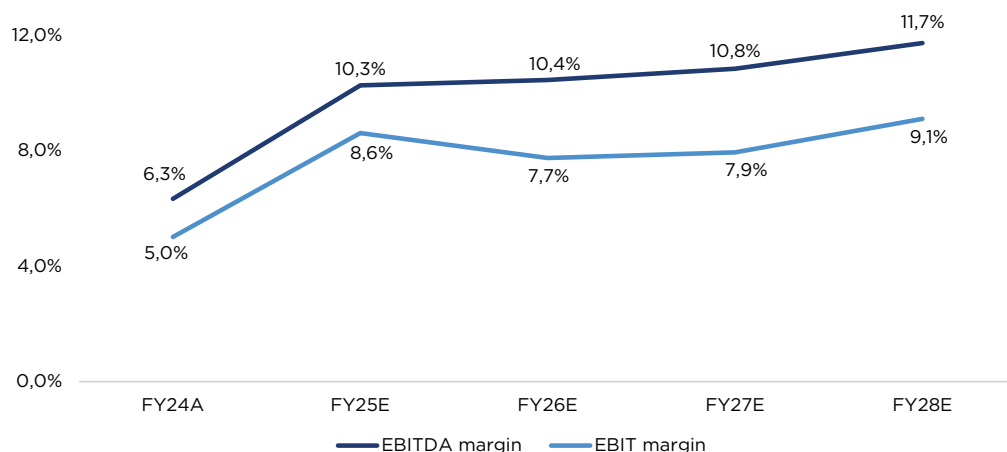
Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Nel periodo FY25E-FY28E stimiamo una crescita costante e sostenibile del valore della produzione, che passa da € 9,46 mln nel FY24A a € 12,97 mln nel FY28E, con un CAGR 24-28 dell'8,2%. Tale incremento riflette la progressiva espansione del portafoglio clienti e la capacità del Gruppo di rafforzare la propria presenza nei mercati di riferimento, grazie all'ampliamento dell'offerta e al consolidamento della struttura produttiva.

La dinamica positiva è sostenuta da tre principali direttrici strategiche:

- Ampliamento dell'offerta attraverso l'ingresso nel mercato dei quadri elettrici di media tensione (QMT) e nelle energie rinnovabili, comparti in forte sviluppo che offrono opportunità di crescita organica e nuove sinergie operative;
- Espansione nel settore dell'automazione industriale, segmento ad alto valore aggiunto che beneficia della crescente domanda di soluzioni integrate e della specializzazione tecnica del Gruppo;
- Rafforzamento della struttura produttiva e manageriale, finalizzato ad aumentare la capacità operativa e la scalabilità del business.

CHART 17 - EBITDA AND EBIT MARGIN FY24A-FY28E



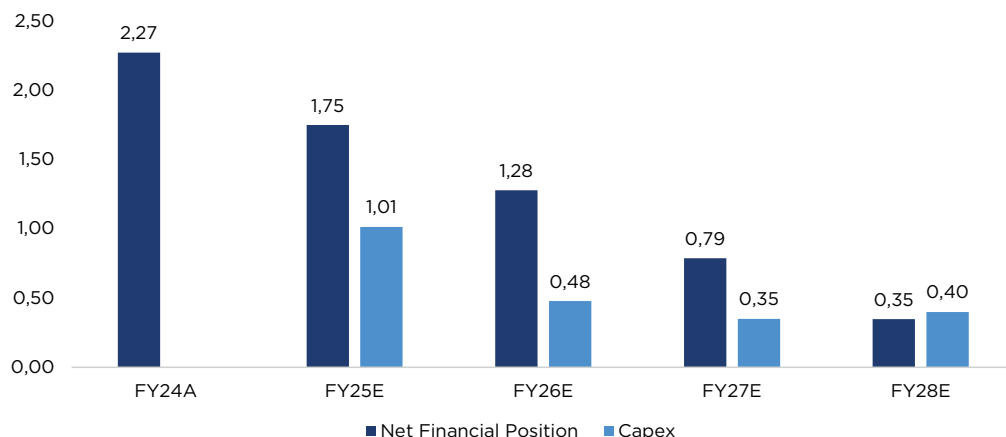
Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Nel periodo FY25E-FY28E, ci aspettiamo un progressivo miglioramento della redditività operativa, con un EBITDA in crescita da € 0,60 mln nel FY24A a € 1,52 mln nel FY28E, corrispondente ad un CAGR del 26,2%. In parallelo, l'EBITDA margin passa dal 6,3% al 11,7%, mentre l'EBIT margin aumenta dal 5,0% al 9,1%, confermando la capacità del Gruppo di migliorare in modo costante la propria efficienza operativa.

L'incremento della marginalità è sostenuto dalla crescente incidenza delle attività a più alto valore aggiunto, in particolare nel comparto dell'automazione industriale, e dall'ottimizzazione della struttura dei costi. In tale direzione, il piano di investimenti produttivi previsto nei prossimi esercizi mira a automatizzare diverse fasi del processo produttivo, oggi ancora gestite manualmente, con l'obiettivo di ridurre progressivamente la struttura dei costi e migliorare la produttività nel medio periodo.

L'effetto combinato di tali interventi, unito all'aumento dei volumi e alle conseguenti economie di scala, consente di diluire i costi fissi e di rafforzare ulteriormente la leva operativa. Nel complesso, la dinamica positiva dei margini attesi testimonia l'efficacia della strategia del management, orientata a un modello industriale più snello, integrato e sostenibile nel lungo periodo.

CHART 18 – NFP AND CAPEX FY24A-FY28E



Source: Telmes, Integrae SIM elaboration

Nel periodo FY25E-FY28E, abbiamo stimato un andamento solido della struttura finanziaria, accompagnato da una politica di investimenti costante ma sostenibile. I Capex si mantengono su livelli moderati e sono destinati principalmente a interventi di potenziamento della capacità produttiva e automazione dei processi, in linea con gli obiettivi strategici di efficientamento industriale e crescita nei mercati a più alto valore aggiunto.

Parallelamente, la NFP mostra un progressivo miglioramento, passando da € 2,27 mln di debito nel FY24A a € 0,35 mln nel FY28E, grazie alla generazione positiva di cassa operativa e a una gestione prudente del capitale circolante. Tale dinamica riflette la capacità del Gruppo di autofinanziare la crescita, contenendo il ricorso alla leva finanziaria anche in presenza di un incremento dei volumi produttivi e di nuovi investimenti.

5.4 Use of Proceeds

Come anticipato, le risorse rivenienti dalla quotazione sul segmento Euronext Growth Milan sono destinate a sostenere l'attuazione delle linee guida strategiche di Telmes, che prevedono l'espansione nel mercato dei quadri elettrici di media tensione e delle energie rinnovabili, nonché il rafforzamento della struttura produttiva del Gruppo.

In tale contesto, l'impiego dei proventi è finalizzato all'incremento del personale tecnico qualificato, agli investimenti in automazione dei processi produttivi e all'integrazione di soluzioni di Intelligenza Artificiale nelle fasi di progettazione e preventivazione. Le risorse saranno inoltre destinate al perseguimento di una crescita per linee esterne, mediante acquisizioni mirate di realtà complementari, nonché all'ampliamento delle linee di prodotto, con l'obiettivo di ridurre la dipendenza da fornitori terzi e migliorare la resilienza operativa complessiva del Gruppo.

6. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Telmes SpA sulla base della metodologia DCF.

6.1 DCF Method

TABLE 5 - WACC

WACC			8,9%
D/E 83,2%	Risk Free Rate 2,6%	β Adjusted 1,4	α (specific risk) 2,5%
Kd 3,0%	Market premium 6,7%	β Relevered 1,6	Ke 14,5%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il *Risk-Free Rate* è rappresentato dal Rendistato di Dicembre 2025 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il *Market Premium* coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo *small cap risk* addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è stato fissato uguale a quello di mercato poichè il Beta calcolato in base ai competitor non risultava statisticamente significativo;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 8,9%.

TABLE 6 - DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO Actualized	2,3	24,2%
TV Actualized DCF	7,2	75,8%
Enterprise Value	9,5	100,0%
NFP (FY25E)	1,7	
Equity Value	7,8	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 7,8 mln.**

TABLE 7 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/min	WACC							
Growth Rate (g)		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
	3,0%	11,12	9,82	8,77	7,91	7,18	6,56	6,03
	2,5%	10,04	8,96	8,07	7,33	6,70	6,15	5,68
	2,0%	9,16	8,25	7,48	6,84	6,28	5,80	5,38
	1,5%	8,42	7,64	6,98	7,78	5,92	5,49	5,11
	1,0%	7,81	7,13	6,55	6,04	5,60	5,21	4,86
	0,5%	7,28	6,68	6,17	5,71	5,31	4,96	4,65
	0,0%	6,83	6,30	5,83	5,42	5,06	4,74	4,45

Source: Integrae SIM

7. Equity Value

TABLE 8 - EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	7,8
Equity Value DCF (€/mln)	7,8
Target Price (€)	2,60

Source: Integrae SIM

Di conseguenza, osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF, si perviene ad un equity value di € 7,8 mln. Il target price è pari a € 2,60, rating BUY e risk MEDIUM.

TABLE 9 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	15,9x	9,5x	8,5x	7,5x	6,3x
EV/EBIT	20,1x	11,3x	11,5x	10,2x	8,1x
P/E	35,2x	15,4x	15,6x	14,1x	10,4x

Source: Integrae SIM

TABLE 10 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	10,0x	5,9x	5,3x	4,7x	3,9x
EV/EBIT	12,6x	7,1x	7,2x	6,4x	5,1x
P/E	19,1x	8,4x	8,4x	7,7x	5,6x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessia Di Florio and Giada Croci are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
------	-------	----------------	--------------	------	---------

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as

regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside >= 7.5%	Upside >= 10%	Upside >= 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside <= -5%	Upside <= -5%	Upside <= 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use to value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Telmes;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Telmes;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.