

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Production | 18.06.2025, h. 18:30
Published | 19.06.2025, h. 07:00

ESPE

Euronext Growth Milan | Energy & Renewables | Italy

<p>Rating</p> <p>BUY</p> <p>unchanged</p>	<p>Target Price</p> <p>€ 5,15</p> <p>prev. € 4,40</p>
--	--

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	1,1x	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA	6,2x	5,8x	4,3x	4,0x
EV/EBIT	9,0x	8,6x	5,0x	4,6x
P/E	11,0x	10,4x	5,7x	5,3x
NFP/EBITDA	1,8x	2,1x	1,2x	0,8x

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	66,02	70,10	95,15	102,20
EBITDA	8,64	9,10	12,50	13,45
EBIT	5,89	6,20	10,70	11,55
Net Income	3,45	3,65	6,60	7,10
Net Financial Position	15,29	18,95	15,11	11,34
EBITDA margin	13,1%	13,0%	13,1%	13,2%
EBIT margin	8,9%	8,8%	11,2%	11,3%
Net income margin	5,2%	5,2%	6,9%	6,9%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 3,12
Target price	€ 5,15
Upside/(Downside) potential	65,1%
Ticker - Bloomberg Code	ESPE IM
Market Cap (€/mln)	€ 37,88
Enterprise Value (€/mln)	€ 53,17
Free Float (% on ordinary shares)	24,7%
Shares Outstanding	12.140.775
52-week high	€ 3,72
52-week low	€ 2,32
Average Daily Volumes (3 months)	4.000

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	11,9%	4,5%	16,2%	16,2%
to FTSE Italia Growth	7,5%	4,4%	15,4%	21,4%
to Euronext STAR Milan	-2,1%	7,8%	12,5%	20,7%
to FTSE All-Share	-5,3%	-1,8%	-2,3%	1,3%
to EUROSTOXX	-1,3%	4,3%	2,0%	9,6%
to MSCI World Index	2,2%	7,3%	16,5%	6,3%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROI	19,6%	17,3%	29,8%	31,7%
ROE	40,1%	36,7%	51,4%	46,0%
ROA	6,2%	6,5%	9,5%	9,2%

Source: FactSet

FY24A Results

Nel 2024 ESPE presenta il primo bilancio consolidato della storia recente, ampliando il perimetro di consolidamento a solo un anno dalla quotazione e riflettendo un'espansione strutturale guidata da operazioni di integrazione verticale e crescita per linee esterne. Il valore della produzione raggiunge € 66,0 mln con un EBITDA di € 8,6 mln (13,1%) e un Net Income pari a € 3,4 mln, che permette al CdA di approvare la distribuzione di un dividendo di € 0,15 per azione, con un dividend yield del 4,8% e payout al 36,3%. Peggiora leggermente la NFP per effetto del capitale circolante e degli investimenti effettuati, ma al contempo il backlog supera i € 100,0 mln, garantendo visibilità sui risultati fino a metà 2026. I prossimi mesi si concentreranno sull'integrazione delle nuove partecipazioni in Permotech Srl (sviluppo FTV), Rigoni Lab Srl (ingegneria), Reflow Srl (O&M) e Soland Srl (EPC), oltre alla realizzazione dei progetti in corso, per rafforzare la presenza nel settore energetico.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, aggiustiamo leggermente le nostre stime per i prossimi anni, allungando l'orizzonte temporale al 2027. In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2025 pari a € 70,10 mln con EBITDA di € 9,10 mln, confermando la marginalità 2024 del 13,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo un aumento dei volumi e valore della produzione in crescita fino a € 102,20 mln nel FY27E (CAGR 2024-2027: 15,7%) ed EBITDA di € 12,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,2%.

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di ESPE sulla base del metodo DCF, includendo nel calcolo del WACC anche un rischio specifico pari all'2,5%. L'equity value, utilizzando il DCF, è pari a € 78,5 mln. **Il target price è di € 5,15 (prev. € 4,40), rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	42,74	50,14	72,00	82,00	93,00
Work in progress	16,12	14,38	(3,00)	12,00	8,00
Other revenues	0,52	1,50	1,10	1,15	1,20
Value of Production	59,38	66,02	70,10	95,15	102,20
COGS	30,45	30,17	32,15	44,00	46,60
Services	20,01	20,80	22,00	30,85	33,70
Use of asset owned by others	0,48	0,36	0,45	0,60	0,70
Employees	3,78	5,38	5,70	6,50	7,00
Other operating expenses	0,51	0,68	0,70	0,70	0,75
EBITDA	4,16	8,64	9,10	12,50	13,45
<i>EBITDA Margin</i>	<i>7,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,2%</i>
D&A	1,31	2,75	2,90	1,80	1,90
EBIT	2,85	5,89	6,20	10,70	11,55
<i>EBIT Margin</i>	<i>4,8%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>11,2%</i>	<i>11,3%</i>
Financial management	(0,32)	(0,60)	(0,60)	(0,65)	(0,70)
EBT	2,53	5,29	5,60	10,05	10,85
Taxes	0,90	1,85	1,95	3,45	3,75
Net Income	1,63	3,45	3,65	6,60	7,10
Minorities	0,00	(0,01)	0,00	0,00	0,00
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	3,98	7,69	11,00	13,00	15,00
Account receivable	6,96	24,70	26,00	29,00	32,00
Work in Progress	41,17	59,43	56,43	68,43	76,43
Account payable	14,86	17,04	20,00	23,50	27,00
Operating Working Capital	33,26	67,10	62,43	73,93	81,43
Other receivable	4,35	1,67	1,50	1,30	1,00
Other payable	30,53	44,34	36,00	49,00	57,50
Net Working Capital	7,09	24,43	27,93	26,23	24,93
Serverance & other provisions	0,80	2,14	3,10	3,30	3,50
NET INVESTED CAPITAL	10,27	29,98	35,83	35,93	36,43
Share capital	2,00	2,43	2,43	2,43	2,43
Reserves	4,88	8,80	10,80	11,80	15,57
Net Income	1,63	3,46	3,65	6,60	7,10
Equity	8,50	14,69	16,88	20,83	25,09
Cash & cash equivalents	3,20	1,08	1,05	1,39	1,66
Short term financial debt	3,28	11,09	10,00	7,00	4,00
M/L term financial debt	1,69	5,28	10,00	9,50	9,00
Net Financial Position	1,77	15,29	18,95	15,11	11,34
SOURCES	10,27	29,98	35,83	35,93	36,43

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	2,85	5,89	6,20	10,70	11,55
Taxes	0,90	1,85	1,95	3,45	3,75
NOPAT	1,95	4,04	4,25	7,25	7,80
D&A	1,31	2,75	2,90	1,80	1,90
Change in NWC	1,31	(17,34)	(3,50)	1,70	1,30
<i>Change in receivable</i>	6,23	(17,74)	(1,30)	(3,00)	(3,00)
<i>Change in work in progress</i>	(21,10)	(18,26)	3,00	(12,00)	(8,00)
<i>Change in payable</i>	2,59	2,17	2,96	3,50	3,50
<i>Change in others</i>	13,60	16,49	(8,17)	13,20	8,80
Change in provisions	(0,02)	1,34	0,97	0,20	0,20
Operating Cash Flow	4,55	(9,21)	4,61	10,95	11,20
Capex	(2,7)	(6,5)	(6,2)	(3,8)	(3,9)
FREE CASH FLOW	1,89	(15,67)	(1,60)	7,15	7,30
Financial Management	(0,32)	(0,60)	(0,60)	(0,65)	(0,70)
Change in financial debt	(1,46)	11,40	3,63	(3,50)	(3,50)
Change in equity	1,50	2,74	(1,46)	(2,65)	(2,83)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,61	(2,12)	(0,04)	0,35	0,27

Source: ESPE Historical Data and Integrae SIM estimates

Company Overview

ESPE SpA, con sede a Grantorto (PD), è una realtà attiva dal 1974 nel settore energetico, specializzata nella realizzazione di impianti elettrici industriali e sistemi di automazione.

A partire dal 2003, ESPE ha intrapreso un'attività continuativa e strutturata nel campo delle energie rinnovabili, concentrandosi inizialmente sul fotovoltaico, per poi espandere le proprie competenze nel minieolico nel 2011 e nella cogenerazione a biomassa nel 2013, attraverso una tecnologia proprietaria a marchio "ESPE".

La Società opera tramite la divisione impiantistica, affermandosi come EPC contractor specializzato nella fornitura di impianti fotovoltaici di tipo industriale e parchi a terra, nonché come System Integrator per l'installazione di impianti elettrici e industriali. Inoltre, ESPE gestisce una divisione dedicata alla produzione di turbine minieoliche e cogeneratori a biomassa.

Il portafoglio clienti della Società include gruppi industriali, piccole e medie imprese, nonché investitori sia italiani che internazionali.

A partire dal 2024, il perimetro di consolidamento del Gruppo include anche Reflow Srl (67,0%) e Permotech Srl (100,0%), acquisite rispettivamente a luglio e novembre.

FY24A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY24A	66,02	8,64	13,1%	5,89	3,45	15,29
FY24E	70,00	7,00	10,0%	5,00	3,25	7,05
Change	-5,7%	23,4%	3,1%	17,8%	6,1%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa del 28 maggio 2025, Enrico Meneghetti, Presidente e Amministratore delegato di ESPE, ha dichiarato: *“Il 2024 rappresenta un punto di svolta nella storia di ESPE: un anno di consolidamento industriale e di forte crescita, che ci ha visti evolvere da azienda specializzata a gruppo integrato nella filiera delle energie rinnovabili. I risultati economici registrati – in particolare il raddoppio dell’EBITDA – riflettono la solidità del nostro modello operativo e la fiducia che il mercato di riferimento continua a riconoscerci. Abbiamo rafforzato la nostra capacità di offrire soluzioni chiavi in mano, affidabili ed efficienti, presidiamo oggi tutte le fasi del processo consentendoci di affrontare con maggiore tempestività e visione le sfide del mercato. Proseguiamo l’esercizio in corso con un’identità più forte, una struttura organizzativa evoluta e un chiaro obiettivo: continuare a generare valore per tutti i nostri stakeholder. In quest’ottica, la proposta di distribuzione di un dividendo pari a € 0,15 per azione rappresenta una scelta coerente con la volontà di condividere con gli azionisti i risultati della crescita e la solidità della traiettoria intrapresa.”*

L’esercizio 2024 segna l’introduzione del primo bilancio consolidato della storia recente della Società, riflesso di un anno caratterizzato da un’intensa attività di sviluppo societario ed industriale a solo dodici mesi dalla quotazione. ESPE ha perfezionato diverse operazioni strategiche integrando nuove realtà nel perimetro di consolidamento, con l’obiettivo non solo di ampliare la capacità produttiva, ma soprattutto di ampliare il portafoglio di servizi, rafforzando il presidio sulla catena del valore e accelerando il processo di integrazione verticale lungo la filiera delle energie rinnovabili.

Tra le principali operazioni realizzate, si segnalano l’acquisizione del 100,0% di Permotech Srl, specializzata nello sviluppo di autorizzazioni per impianti fotovoltaici di media e grande taglia, la costituzione di Gemini Solar Srl, focalizzata sulla progettazione e realizzazione di impianti FV, e il conferimento del ramo d’azienda dedicato alle attività di O&M in Reflow Srl, di cui ESPE detiene ora il 67,0% del capitale sociale. Queste tre società sono entrate - pro quota in base alla data di acquisizione o costituzione - nel perimetro di consolidamento del bilancio 2024, che risulta pertanto non confrontabile allo scorso esercizio. Inoltre, si segnala anche l’ingresso nel capitale di Rigoni Lab Srl, società attiva nella progettazione elettrica e impiantistica, con una partecipazione del 40,0%, che non rientra tuttavia nel perimetro di consolidamento, trattandosi di una partecipazione di minoranza.

Il valore della produzione consolidato del nuovo Gruppo ESPE raggiunge così € 66,02 mln trainato dalla crescita del business fotovoltaico, che rappresenta circa il 95,0% del fatturato, mentre la divisione Produzione incide marginalmente per soli € 0,40 mln. Rispetto al dato stand-alone, pari a € 65,75 mln, il risultato comprende appunto il contributo delle nuove partecipate, comunque contenuto vista l’integrazione nel

perimetro solamente verso la fine dell'anno.

Molto positivo l'EBITDA che raggiunge € 8,64 mln (€ 8,37 mln il dato stand-alone, più che raddoppiato rispetto ai € 4,16 mln del 2023 e superiore alla nostra stima di € 7,00 mln), corrispondente ad un EBITDA margin del 13,1% che beneficia dell'efficienza operativa progressivamente raggiunta nella gestione delle commesse, anche grazie ad una più strutturata capacità interna e al consolidamento di un backlog composto da progetti di dimensioni maggiori e durata pluriennale. Riteniamo che nel medio periodo il Gruppo ESPE possa riuscire a migliorare ulteriormente questo indicatore sia per l'attività di efficientamento della capogruppo ma soprattutto grazie all'integrazione delle nuove controllate: le competenze ingegneristiche di Rigoni Lab possono efficientare il gross margin di commessa evitando il ricorso a professionisti esterni, mentre l'attività di Permotech (sviluppo di autorizzazioni) è caratterizzata per sua natura da redditività decisamente più alta rispetto al business EPC.

L'EBIT, oltre all'ordinaria voce D&A che riflette l'evoluzione degli investimenti in immobilizzazioni, sconta un accantonamento per un importo di € 1,20 mln ed è pari a € 5,89 mln, con un EBIT margin del 8,9%. Il Net Income, pari a € 3,45 mln, beneficia dell'anno estremamente positivo ed evidenzia un'ottima tenuta complessiva della struttura industriale post-IPO e integrazione delle nuove acquisite. Il CdA ha proposto la distribuzione di un dividendo ordinario pari a € 0,15 per azione, per un payout ratio del 36,3%.

Dal punto di vista patrimoniale, la NFP si attesta a € 15,29 mln e riflette il maggiore assorbimento di risorse a supporto del core business, necessario a fronte dell'espansione del portafoglio ordini e dell'intensificazione dell'attività operativa, che ha portato a un aumento significativo del capitale circolante netto a € 24,43 mln nel FY24A. Per supportare lo sviluppo del core business e la crescita futura del Gruppo, ESPE ha fatto ricorso in misura maggiore a linee di credito bancarie e nuove forme di finanziamento strutturato, tra cui un finanziamento soci da € 1,80 mln erogato il 10 maggio 2024 da Espe Tecnologie Srl, azionista di maggioranza di ESPE, con un tasso di interesse fisso del 6,0 % annuo e un piano di rimborso entro cinque anni. Parallelamente, la struttura patrimoniale risulta comunque rafforzata dal risultato positivo dell'esercizio e dagli aumenti di capitale avvenuti a seguito dell'IPO (€ 2,10 mln raccolti a fine febbraio 2024) e dell'acquisizione di Permotech Srl: in data 27 novembre 2024, infatti, si è realizzato un ulteriore aumento di capitale riservato per € 0,87 mln al fine di regolare parte del corrispettivo di € 1,50 mln pattuito per l'acquisizione integrale di Permotech Srl. A seguito della sottoscrizione di tale aumento di capitale, Matteo Vecchiato, socio fondatore di Permotech, detiene il 3,2% delle azioni ordinarie di ESPE, oltre a ricoprire la carica di Presidente e Amministratore Delegato di Permotech Srl.

Al 31 dicembre 2024, il portafoglio ordini del Gruppo si attestava a € 92,40 mln, in forte crescita rispetto all'inizio dell'anno, riflettendo l'intensa attività commerciale condotta nei segmenti fotovoltaico utility scale e a tetto. L'espansione è proseguita nei primi mesi del 2025, portando il backlog a € 104,90 mln al 28 maggio 2025. La componente fotovoltaica rappresenta circa il 97,0% del totale, con un'incidenza largamente prevalente degli impianti a terra (circa il 93,0% del comparto FV), a conferma del posizionamento distintivo di ESPE nel segmento EPC. Si contano complessivamente 33 commesse attive su impianti fotovoltaici a terra, per un valore di € 94,30 mln e un ticket medio superiore a € 2,90 mln, cui si aggiungono ordini su impianti a tetto per € 6,70 mln. La quota residua del portafoglio è riconducibile alle attività di system integration, minieolico e cogenerazione a biomassa.

La delivery del portafoglio attuale è prevista in larga parte entro il primo semestre del 2026, garantendo buona visibilità sui ricavi di breve-medio termine e rafforzando la sostenibilità della crescita. L'evoluzione del backlog riflette non solo la solidità della domanda nel fotovoltaico, ma anche l'efficacia della strategia commerciale di ESPE, incentrata sull'acquisizione di contratti pluriennali con operatori IPP, industriali e gruppi multisettoriali, che si traducono in pipeline qualificate ad alta marginalità attesa.

TABLE 3 – MAJOR NEW CONTRACTS

Data di sottoscrizione	Tipo di impianto	Potenza (MWp)	Valore (€/mln)	Cliente	Località	Periodo di realizzazione
12/03/2024	Fotovoltaico a terra	59,0	31,00	3 Independent Power Producers (IPP)	Italia	1H25
05/04/2024	Fotovoltaico a terra	20,6	11,30	importante IPP italiano	Provincia di Roma	1H25
29/05/2024	Fotovoltaico a terra	9,2	5,00	importante cliente internazionale	Provincia di Matera	1H25
09/07/2024	Fotovoltaico a terra	7,1	4,20	IPP italiano	Provincia di Pavia	1H25
25/07/2024	2 fotovoltaici a terra	6,1	4,30	cliente nel settore energetico e agricolo	Provincia di Rovigo	1H25
03/02/2025	Agrivoltaico avanzato	5,3	3,40	nuovo cliente italiano	Provincia di Vicenza	FY25
03/02/2025	Agrivoltaico avanzato	1,9	1,30	nuovo cliente italiano	Provincia di Modena	FY25
28/02/2025	Fotovoltaico	7,2	3,80	cliente italiano	Provincia di Siena	1H26
28/02/2025	Attività di O&M	75,0	1,00	servizio biennale	Provincia di Viterbo	FY26
13/05/2025	Fotovoltaico a terra	19,4	10,90	3 contratti con IPP italiano (riqualificazione)	Brindisi, Fermo, Perugia	FY25
TOTALE		210,8	76,20			

Source: ESPE press release, Integrae SIM elaboration

In sintesi, il 2024 è stato un anno di trasformazione e consolidamento per ESPE, che ha capitalizzato sulla forte domanda del mercato fotovoltaico italiano ampliando l'offerta tramite M&A, raddoppiando EBITDA e Net Income e avviando anche una politica di distribuzione di un dividendo che ci aspettiamo proseguire anche negli anni a venire. Le acquisizioni e le riorganizzazioni hanno posto le basi per un modello più integrato e completo nella filiera delle energie rinnovabili, mentre il robusto portafoglio ordini assicura una solida base per la crescita futura. Per il 2025, il Gruppo prevede un ulteriore sviluppo del core business e delle attività acquisite, con un focus sul potenziamento delle competenze ingegneristiche e autorizzative, sull'espansione delle attività di O&M e sull'esplorazione di nuovi mercati, come il Giappone per la vendita del cogeneratore a biomassa CHiP50 prodotto internamente. Inoltre, per rafforzare il posizionamento competitivo, ESPE ha partecipato alla fiera internazionale Intersolar Europe 2025, riscuotendo grande interesse per le nuove cabine pre-cablate Power Skid e Shelter, soluzioni ingegneristiche proprietarie avanzate per la trasformazione e la distribuzione di energia al servizio degli impianti fotovoltaici a terra, già collaudate su impianti di proprietà e ora disponibili anche per la vendita sul mercato.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 4 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Value of production			
New	70,1	95,2	102,2
Old	93,5	111,5	n/a
<i>Change</i>	-25,0%	-14,7%	n/a
EBITDA			
New	9,1	12,5	13,5
Old	10,6	14,0	n/a
<i>Change</i>	-13,7%	-10,4%	n/a
EBITDA margin			
New	13,0%	13,1%	13,2%
Old	11,3%	12,5%	n/a
<i>Change</i>	1,7%	0,6%	n/a
EBIT			
New	6,2	10,7	11,6
Old	8,4	11,6	n/a
<i>Change</i>	-25,7%	-7,4%	n/a
Net Income			
New	3,6	6,6	7,1
Old	5,6	7,8	n/a
<i>Change</i>	-34,2%	-14,8%	n/a
NFP			
New	19,0	15,1	11,3
Old	5,2	0,2	n/a
<i>Change</i>	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, aggiustiamo leggermente le nostre stime per i prossimi anni, allungando l'orizzonte temporale al 2027.

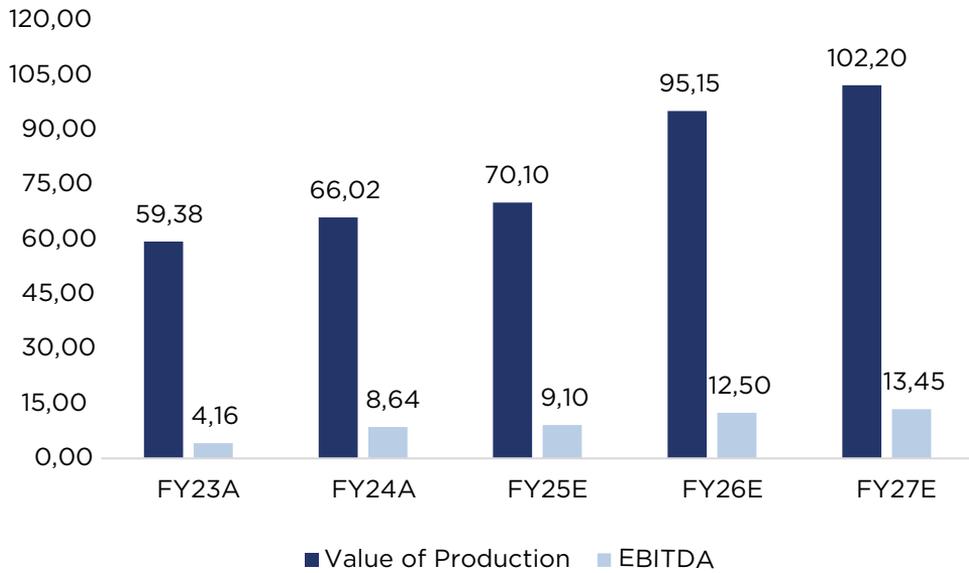
In particolare, le nuove proiezioni prevedono una crescita rallentata del valore della produzione tra il 2024 e il 2025, in relazione ai ritardi dell'attuazione del Decreto FER X. La revisione comunque prevede un dato pari a € 70,10 mln (+6,2%) derivante da completamento dei cantieri avviati nel 2024 (da cui la ridotta incidenza di lavori in corso a fine esercizio); l'assorbimento dell'ampio backlog disponibile è stimato nel primo semestre del 2026, mentre il costante ottenimento di nuove commesse porta il valore della produzione 2027 a superare i € 102,20 mln, beneficiando anche del contributo a pieno regime delle controllate.

In via prudentiale, visto l'eccellente risultato del 2024, non ci aspettiamo nuove impennate nella marginalità e proiettiamo i risultati considerando il 13,0% come un'incidenza raggiungibile anche nei prossimi esercizi, visto anche il contributo di

attività a maggiore valore aggiunto come i servizi di ingegneria di Rigoni Lab e lo sviluppo di autorizzazioni di Permotech. L'EBITDA stimato per il 2025 è quindi pari a € 9,10 mln, in crescita fino a € 13,45 mln nel 2026, con una marginalità del 13,2%.

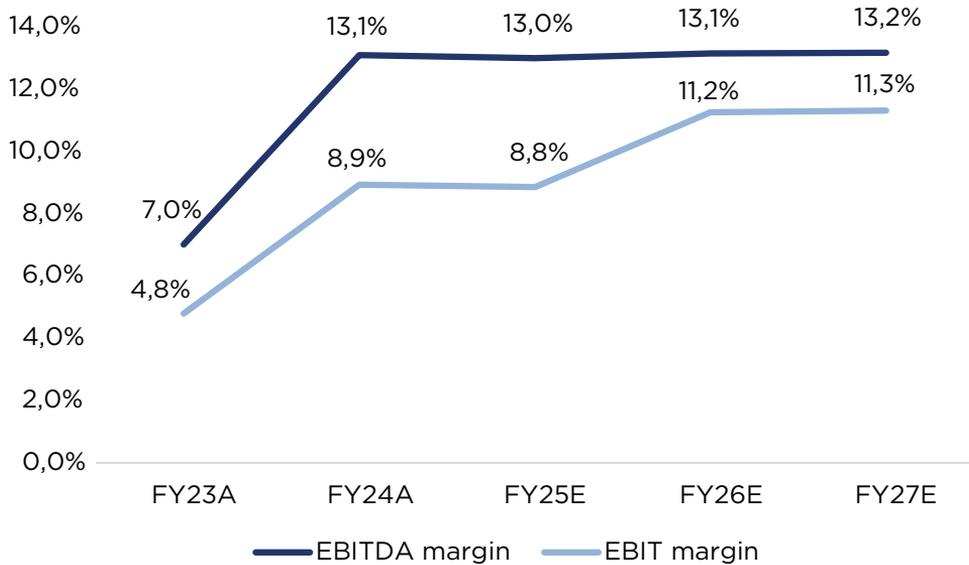
Lato patrimoniale, oltre ad aver aggiornato le stime per includere l'apporto delle nuove consolidate (o controllate, nel caso di Soland Srl iscritta a costo), abbiamo ritenuto ricorrente la distribuzione del dividendo in linea con quanto avvenuto nel 2024, con un Payout Ratio del 40,0% circa. Infine, abbiamo incluso negli investimenti del triennio il completamento di un capannone in fase di costruzione su un terreno di proprietà della società, prevista entro fine 2025, oltre agli ordinari interventi di acquisto materiale e attrezzature. La NFP vede un lieve peggioramento nel 2025 in relazione al peggioramento del circolante, ma rientra progressivamente negli anni successivi.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY23A - FY27E (€/MLN)



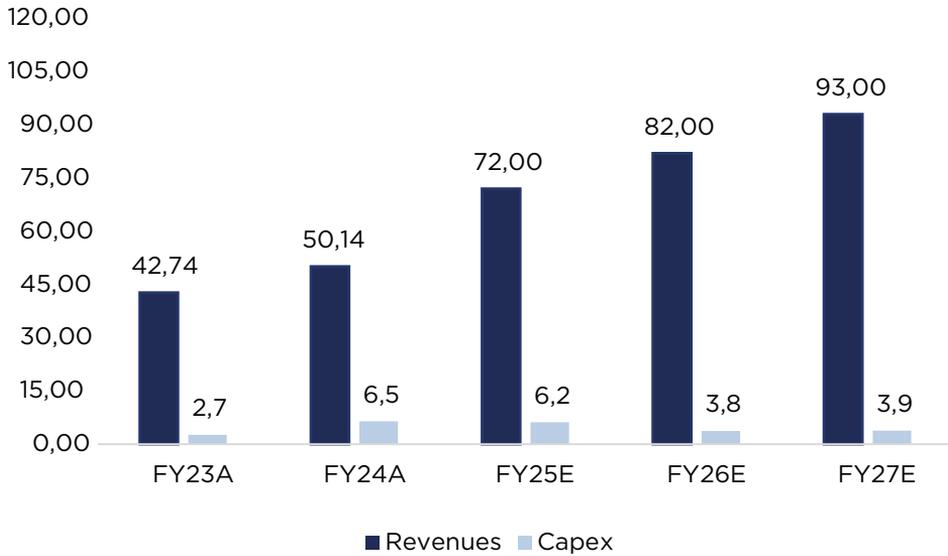
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN % FY23A- FY27E



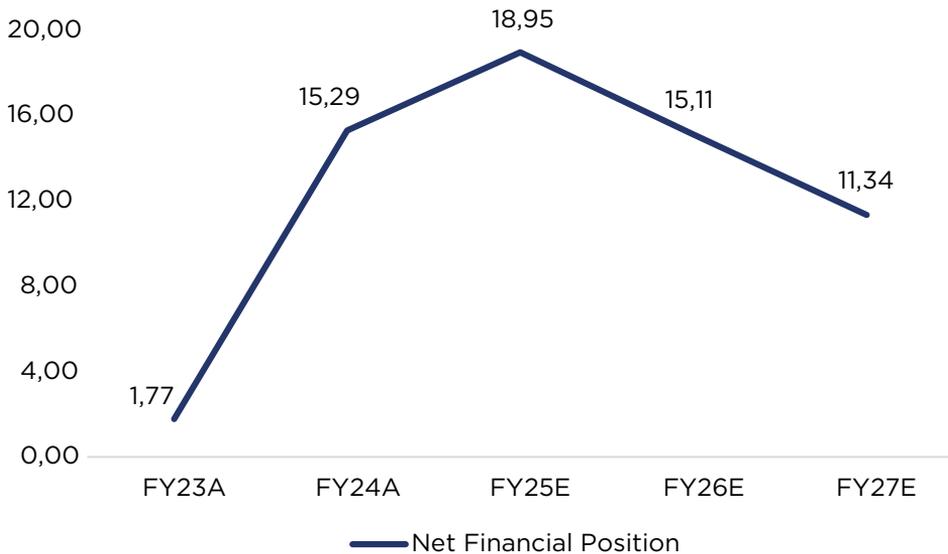
Source: Integrae SIM

CHART 3 - CAPEX FY23A - FY27E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 4 - NFP FY23A - FY27E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di ESPE sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

DCF Method

TABLE 5 - WACC

WACC				8,9%
D/E 100,0%	Risk Free Rate 2,5%	β Adjusted 1,28	α (specific risk) 2,5%	
Kd 5,0%	Market premium 7,3%	β Relevered 1,42	Ke 14,3%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,9%.

TABLE 6 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO Actualized	27,71	29,6%
TV Actualized DCF	66,06	70,4%
Enterprise Value	93,78	100,0%
NFP (FY24A)	15,29	
Equity Value	78,49	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 78,49 mln.**

TABLE 7 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	
Growth Rate (g)	3,0%	132,0	117,2	105,1	95,2	86,9	79,8	73,7
	2,5%	119,9	107,5	97,3	88,8	81,5	75,2	69,8
	2,0%	110,0	99,5	90,7	83,3	76,8	71,3	66,4
	1,5%	101,8	92,7	85,1	78,5	72,8	67,8	63,4
	1,0%	94,8	86,9	80,2	74,3	69,2	64,7	60,7
	0,5%	88,9	81,9	75,9	70,6	66,0	61,9	58,3
	0,0%	83,7	77,5	72,1	67,4	63,2	59,4	56,1

Source: Integrae SIM

Market Multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di ESPE. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method. Il panel è composto da:

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
ESI SpA	4,2x	3,2x	2,4x	6,0x	4,8x	3,4x	n/a	n/a	n/a
Iniziative Bresciane SpA	7,6x	7,4x	7,0x	14,8x	14,2x	13,2x	10,7x	9,7x	10,3x
Lemon Sistemi	4,9x	2,2x	1,4x	5,9x	2,4x	1,5x	10,0x	3,7x	2,3x
Emeren	9,5x	5,1x	n/a	9,5x	10,8x	n/a	n.m.	8,6x	n/a
Solaria Energia y Medio Ambiente	10,2x	9,2x	8,0x	13,2x	12,3x	10,8x	12,2x	11,5x	10,1x
Voltalia SA	12,9x	10,1x	8,5x	25,9x	19,3x	14,7x	n.m.	n.m.	29,4x
Median	8,5x	6,2x	7,0x	11,3x	11,6x	10,8x	10,7x	9,1x	10,2x

Source: Integrae SIM

TABLE 9 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value			
EV/EBITDA	77,62	77,96	94,47
EV/EBIT	70,24	123,78	124,59
P/E	39,11	60,27	72,31
Enterprise Value post 25,0% discount			
EV/EBITDA	58,22	58,47	70,86
EV/EBIT	52,68	92,83	93,44
P/E	29,33	45,20	54,23
Equity Value			
EV/EBITDA	39,26	43,36	59,52
EV/EBIT	33,72	77,73	82,10
P/E	10,38	30,10	42,89
Average	27,79	50,40	61,51

Source: Integrae SIM

L'equity value di ESPE è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un equity value di **€ 46,6 mln.**

Equity Value

TABLE 10 - EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	62,5
Equity Value DCF (€/mln)	78,5
Equity Value Multiples (€/mln)	46,6
Target Price (€)	5,15

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 62,5 mln. Il target price è quindi di € 5,15 (prev. € 4,40). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 11 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	9,0x	8,6x	6,2x	5,8x
EV/EBIT	13,2x	12,6x	7,3x	6,7x
P/E	18,1x	17,1x	9,5x	8,8x

Source: Integrae SIM

TABLE 12 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	6,2x	5,8x	4,3x	4,0x
EV/EBIT	9,0x	8,6x	5,0x	4,6x
P/E	11,0x	10,4x	5,7x	5,3x

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 and Alessia Di Florio 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 and in English, 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
08/07/2024	€ 3,44	BUY	€ 4,15	Medium	Breaking News
06/08/2024	€ 2,98	BUY	€ 4,15	Medium	Breaking News
14/10/2024	€ 2,90	BUY	€ 4,40	Medium	Update
09/05/2025	€ 3,02	BUY	€ 4,40	Medium	Breaking News
14/05/2025	€ 3,02	BUY	€ 4,40	Medium	Breaking News

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 he 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 for 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 ESPE SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by ESPE SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.