

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Production | 13.10.2025, h. 18:30
Published | 14.10.2025, h. 07:00

ESPE

Euronext Growth Milan | Energy & Renewables | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

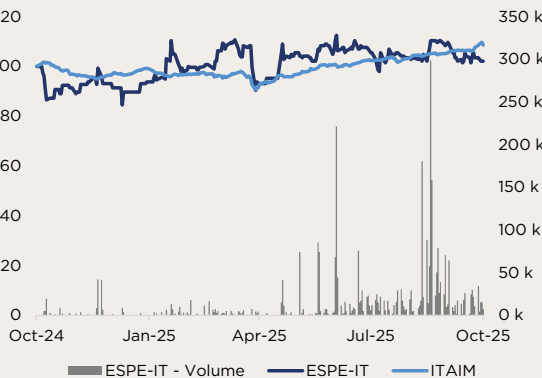
€ 7,50

prev. € 5,15

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

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	66,02	70,10	100,15	110,20
EBITDA	8,64	11,95	17,50	19,80
EBIT	5,89	9,05	15,70	17,90
Net Income	3,45	5,55	9,85	11,25
Net Financial Position	15,29	13,05	8,96	4,54
EBITDA margin	13,1%	17,0%	17,5%	18,0%
EBIT margin	8,9%	12,9%	15,7%	16,2%
Net income margin	5,2%	7,9%	9,8%	10,2%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 2,86
Target price	€ 7,50
Upside/(Downside) potential	162,3%
Ticker - Bloomberg Code	ESPE IM
Market Cap (€/mln)	€ 34,72
Enterprise Value (€/mln)	€ 50,01
Free Float (% on ordinary shares)	24,7%
Shares Outstanding	12.140.775
52-week high	€ 3,50
52-week low	€ 2,32
Average Daily Volumes (3 months)	28.307

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-9,5%	-6,5%	5,9%	-1,4%
to FTSE Italia Growth	-12,7%	-12,7%	-11,0%	-10,0%
to Euronext STAR Milan	-12,8%	-9,2%	-15,0%	-8,0%
to FTSE All-Share	-9,6%	-10,3%	-16,9%	-24,8%
to EUROSTOXX	-13,3%	-8,9%	-9,6%	-13,4%
to MSCI World Index	-10,3%	-11,3%	-17,5%	-14,8%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROI	19,6%	28,4%	44,9%	46,0%
ROE	40,1%	48,2%	60,4%	52,0%
ROA	6,2%	8,9%	13,1%	13,4%

Source: FactSet

1H25A Results

Nel 2025 ESPE presenta la prima relazione infrannuale consolidata della sua storia, a conferma del percorso di crescita e strutturazione avviato dopo la quotazione. Il semestre riflette una fase di consolidamento industriale e di espansione per linee esterne, guidata da una strategia di integrazione verticale lungo la filiera delle energie rinnovabili. Il valore della produzione si attesta a € 30,19 mln con un EBITDA di € 5,38 mln (17,8%) e un *Net Income* pari a € 2,68 mln, evidenziando una redditività in forte miglioramento rispetto agli *standard* del settore. La NFP si riduce a € 10,75 mln grazie alla positiva generazione di cassa e alla gestione più efficiente del capitale circolante, mentre il *backlog* raggiunge € 95,00 mln, assicurando ampia visibilità sui risultati futuri. I prossimi mesi saranno dedicati all'integrazione delle nuove partecipate Soland Srl (EPC) e Secur Impianti Srl (*Energy Security*), all'avvio del nuovo stabilimento produttivo di Carmignano di Brenta e alla realizzazione dei progetti in *pipeline*, con l'obiettivo di consolidare ulteriormente il posizionamento competitivo del Gruppo nel mercato delle energie rinnovabili.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2025, abbiamo aggiornato le nostre stime per il periodo 2025-2027. In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2025 pari a € 70,10 mln con EBITDA di € 11,95 mln e marginalità del 17,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo un aumento dei volumi e valore della produzione in crescita fino a € 110,20 mln nel FY27E (CAGR 2024-2027: 18,6%) ed EBITDA di € 19,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,0%.

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di ESPE sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF *method* (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari all'2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 92,3 mln. L'*equity value* di ESPE utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 89,9 mln. **Ne risulta un *equity value* medio pari a € 91,1 mln. Il *target price* è di € 7,50, *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	87,00	101,00
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	100,15	110,20
COGS	30,45	30,17	29,50	44,00	48,25
Services	20,01	20,80	21,80	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	11,95	17,50	19,80
<i>EBITDA Margin</i>	<i>7,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,0%</i>
D&A	1,31	2,75	2,90	1,80	1,90
EBIT	2,85	5,89	9,05	15,70	17,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>4,8%</i>	<i>8,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,2%</i>
Financial management	(0,32)	(0,60)	(0,60)	(0,65)	(0,70)
EBT	2,53	5,29	8,45	15,05	17,20
Taxes	0,90	1,85	2,90	5,20	5,95
Net Income	1,63	3,45	5,55	9,85	11,25
Minorities	0,00	(0,01)	0,20	0,40	0,45
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	40,00	50,00	55,00
Net Working Capital	7,09	24,43	23,93	25,23	27,43
Servance & other provisions	0,80	2,14	3,10	3,30	3,50
NET INVESTED CAPITAL	10,27	29,98	31,83	34,93	38,93
Share capital	2,00	2,43	2,43	2,43	2,43
Reserves	4,88	8,80	10,80	13,70	20,72
Net Income	1,63	3,46	5,55	9,85	11,25
Equity	8,50	14,69	18,78	25,98	34,39
Cash & cash equivalents	3,20	1,08	6,95	8,04	9,46
Short term financial debt	3,28	11,09	10,00	7,50	5,00
M/L term financial debt	1,69	5,28	10,00	9,50	9,00
Net Financial Position	1,77	15,29	13,05	8,96	4,54
SOURCES	10,27	29,98	31,83	34,93	38,93

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	2,85	5,89	9,05	15,70	17,90
Taxes	0,90	1,85	2,90	5,20	5,95
NOPAT	1,95	4,04	6,15	10,50	11,95
D&A	1,31	2,75	2,90	1,80	1,90
Change in NWC	1,31	(17,34)	0,50	(1,30)	(2,20)
Change in receivable	6,23	(17,74)	(1,30)	(3,00)	(3,00)
Change in work in progress	(21,10)	(18,26)	3,00	(12,00)	(8,00)
Change in payable	2,59	2,17	2,96	3,50	3,50
Change in others	13,60	16,49	(4,17)	10,20	5,30
Change in provisions	(0,02)	1,34	0,97	0,20	0,20
Operating Cash Flow	4,55	(9,21)	10,51	11,20	11,85
Capex	(2,7)	(6,5)	(6,2)	(3,8)	(3,9)
FREE CASH FLOW	1,89	(15,67)	4,30	7,40	7,95
Financial Management	(0,32)	(0,60)	(0,60)	(0,65)	(0,70)
Change in financial debt	(1,46)	11,40	3,63	(3,00)	(3,00)
Change in equity	1,50	2,74	(1,46)	(2,65)	(2,83)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,61	(2,12)	5,86	1,10	1,42

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".

Il Gruppo 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 del Gruppo include gruppi industriali, piccole e medie imprese, nonché investitori sia italiani che internazionali.

Al 30 giugno 2025, il perimetro di consolidamento del Gruppo include Reflow Srl (67,0%), Permotech Srl (100,0%), Soland Srl (30,0%), Icaro Srl (100,0%) e Gemini Solar (100,0%).

1H25A Results

TABLE 2 - 1H25A VS 1H24A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H25A	30,19	5,38	17,8%	4,01	2,68	10,75
1H24A*	26,73	3,28	12,3%	2,25	1,30	15,29**
Change	12,9%	63,9%	5,5%	78,6%	105,7%	n/a

Source: Integrae SIM

* Standalone figures reletd to ESPE SpA;

** NFP as of 31/12/2024

Tramite comunicato stampa del 30 settembre 2025, Enrico Meneghetti, Presidente e Amministratore delegato di ESPE, ha dichiarato: *“Il primo semestre 2025 segna una tappa importante per il nostro Gruppo, che si pone obiettivi sempre più ambiziosi. In questi mesi abbiamo rafforzato il nostro posizionamento competitivo, sia attraverso lo sviluppo organico sia con operazioni strategiche di acquisizione che ampliano il perimetro di attività, ponendo le basi per un modello industriale solido e diversificato. Il fotovoltaico rimane il cuore della nostra strategia, sostenuto da una pipeline significativa e da relazioni consolidate con investitori istituzionali e grandi gruppi industriali. Parallelamente stiamo investendo in aree complementari, con l’obiettivo di offrire soluzioni sempre più integrate e ad alto contenuto tecnologico. Guardiamo ai prossimi mesi con fiducia attraverso una visione di lungo periodo orientata a sostenibilità, innovazione e creazione di valore”.*

La relazione semestrale al 30 giugno 2025 rappresenta la prima relazione infrannuale consolidata della storia del Gruppo. Il periodo riflette una fase di consolidamento e accelerazione industriale, sostenuta da una domanda in costante crescita nel settore fotovoltaico e da una strategia di sviluppo organico e per linee esterne che ha rafforzato il perimetro operativo e le competenze distintive del Gruppo.

Il perimetro di consolidamento al 30 giugno 2025 include, oltre alla capogruppo ESPE SpA, le controllate Reflow Srl (67,0%), Permotech Srl (100,0%), Soland Srl (30,0%), Icaro Srl (100,0%) e Gemini Solar Srl (100,0%). Tale ampliamento conferma la progressiva trasformazione di ESPE da realtà specializzata a gruppo integrato nella filiera delle energie rinnovabili, capace di presidiare le principali fasi del processo di progettazione, realizzazione e gestione degli impianti.

Nel primo semestre del 2025, il Gruppo ESPE ha registrato un valore della produzione pari a € 30,19 mln, riflettendo una buona tenuta dell’attività sostenuta da una *pipeline* commerciale solida, nonostante lo slittamento della fatturazione di alcune commesse di grandi dimensioni verso il secondo semestre. Tale dinamica, fisiologica per un *business* di tipo EPC, ha determinato un incremento dei lavori in corso, pari a € 3,49 mln, che confluiranno in ricavi nel corso della seconda metà dell’anno.

I ricavi delle vendite ammontano a € 25,89 mln, di cui circa il 98,1% riferibile alla divisione Impiantistica. Il *core business* fotovoltaico, che rappresenta il 96,6% della divisione Impiantistica, continua a rappresentare la quasi totalità dei ricavi del Gruppo, con un contributo pari a € 24,52 mln, sostenuto dalla forte domanda da parte di operatori energetici e grandi gruppi industriali che scelgono ESPE come *partner* per la realizzazione di impianti fotovoltaici “chiavi in mano”. Nel semestre sono stati

completati quattro impianti a terra per una capacità complessiva di 20,3 MWp, che hanno generato ricavi per circa € 14,20 mln, rafforzando il posizionamento di ESPE nel segmento *utility scale*. La linea *System Integrator*, con € 0,87 mln di ricavi (3,4%), mantiene un ruolo complementare ma strategico, in quanto consente di fidelizzare la clientela industriale attraverso la realizzazione di impianti elettrici e sistemi di automazione ad alta complessità. All'interno della divisione Produzione, che incide per l'1,4% sul totale dei ricavi, il comparto Minieolico ha generato € 0,34 mln, in flessione a causa della cessazione delle tariffe incentivanti, ma rimane un presidio tecnologico distintivo: ESPE è infatti tra i pochi produttori mondiali di turbine da 20-100 kW, sostenuta da *partnership* accademiche e tecnologie proprietarie. La linea Biomassa, pur ancora marginale, presenta prospettive di sviluppo in vista delle nuove normative sull'autoconsumo e delle opportunità di espansione sui mercati internazionali. Si tratta del risultato della strategia di diversificazione messa in atto dal Gruppo per offrire soluzioni sempre più integrate e innovative e rafforzare il proprio posizionamento competitivo all'interno dei diversi mercati delle energie rinnovabili.

L'EBITDA si attesta a € 5,38 mln, corrispondente a un EBITDA *margin* del 17,8%, un dato sorprendente se si considera la marginalità media storica del settore. Tale risultato testimonia la solidità del modello operativo e la capacità di generare redditività crescente grazie a una gestione più efficiente dei progetti e all'acquisizione di commesse pluriennali di dimensioni maggiori in virtù del considerevole *track record* e della reputazione di affidabilità che la Società vanta nel mercato. Per supportare l'aumento dei volumi, ESPE ha progressivamente implementato la propria struttura organizzativa, rafforzando le funzioni tecnica, del *project management* e post-vendita. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,37 mln, si attesta a € 4,01 mln, mentre il *Net Income* consolidato è pari a € 2,68 mln.

Dal punto di vista patrimoniale, la NFP scende a € 10,75 mln di debito, rispetto ai € 15,29 mln di debito a fine 2024, grazie alla positiva generazione di cassa operativa e a una gestione più efficiente del capitale circolante, che si riduce da € 24,43 mln a dicembre 2024 a € 19,18 mln al 30 giugno 2025.

Al 30 settembre 2025, il portafoglio ordini del Gruppo ammonta a € 95,00 mln, con una forte prevalenza (96,0%) di progetti nel fotovoltaico. La *pipeline* è composta da 30 commesse in corso, per un valore complessivo di € 81,20 mln (*ticker* medio di € 2,70 mln), la cui realizzazione è prevista entro la fine del 2026. Inoltre, in ottica prospettica, l'avvio delle aste FER-X, atteso tra novembre e dicembre 2025, potrebbe rappresentare un ulteriore impulso per il *business* EPC nel 2026, ampliando la *pipeline* e migliorando la visibilità dei ricavi futuri.

Inoltre, a fine settembre, il Gruppo si è aggiudicato una commessa pilota da € 1,00 mln per la realizzazione in Emilia-Romagna di un impianto basato su batterie a flusso (*Battery Energy Storage System*) con consegna prevista nell'1H26, segnando l'ingresso del Gruppo in un segmento innovativo ad alto valore aggiunto. Per questo progetto, ESPE curerà l'intero processo come *System Integrator*, occupandosi di progettazione, approvvigionamenti, installazione e collaudo.

Per sostenere l'aumento dei volumi, il Gruppo ha avviato la costruzione di un nuovo stabilimento operativo a Carmignano di Brenta (PD), destinato alla produzione delle cabine elettriche *Power Skid* e *Shelter*, strutture prefabbricate e pre-cablate per la distribuzione di energia, già adottate dal Gruppo nei propri progetti e recentemente avviate alla commercializzazione verso clienti terzi. Lo stabilimento, che sorgerà su una superficie di 10.250 mq (di cui 2.825 mq coperti), è progettato con impatto ambientale

nullo grazie a un impianto fotovoltaico da 400 kWp, che consentirà un risparmio di circa 130 tonnellate di CO₂ l'anno.

TABLE 3 - MAJOR NEW CONTRACTS

Data di sottoscrizione	Tipo	Potenza (MWp)	Valore (€/mln)	Cliente	Località	Periodo di realizzazione
03/02/2025	Agrivoltaico avanzato	5,3	3,40	nuovo cliente italiano	Provincia di Vicenza	2H25
03/02/2025	Agrivoltaico avanzato	1,9	1,30	nuovo cliente italiano	Provincia di Modena	2H25
13/05/2025	Fotovoltaico a terra	19,4	10,90	3 contratti con IPP italiano in contesti di riqualificazione	Brindisi, Fermo, Perugia	2H25
30/06/2025	Fotovoltaico a terra (con tecnologia a inseguimento solare)	7,1	4,40	2 contratti con primario IPP italiano	Provincia di Teramo	2H25
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
TOTALE		115,90	24,80			

Source: ESPE press release, Integrae SIM elaboration

Parallelamente, anche nel 2025 prosegue il piano di integrazione della *value chain* delle energie rinnovabili, grazie alla sinergia tra le controllate: a Permotech Srl (autorizzazioni per impianti fotovoltaici di media e grande taglia), Reflow Srl (O&M), Rigoni Lab Srl (ingegneria e project management), si sono aggiunte Soland Srl (progettazione e realizzazione di impianti fotovoltaici) a gennaio e Secur Impianti Srl (Energy Security) a luglio. In particolare, a gennaio 2025 ESPE è entrata con il 30,0% in Soland Srl per € 1,41 mln, con opzione per l'acquisto di un ulteriore 40,0%, rafforzando la presenza nel Nord-Ovest e ampliando la capacità EPC, e a luglio 2025 ha acquisito il 51,0% di Secur Impianti Srl per un controvalore € 0,77 mln, ottenendo contestualmente il controllo di Brain Room Srl, società specializzata in soluzioni di videosorveglianza basate su intelligenza artificiale per impianti fotovoltaici. Quest'ultima operazione consentirà al Gruppo di offrire un pacchetto completo ai propri clienti: oltre all'installazione di sistemi di allarme, comprende la sorveglianza e manutenzione remota degli impianti attraverso una *Control Room* dedicata che monitora in tempo reale la sicurezza e coordina gli interventi con istituti di vigilanza specializzati.

Il primo semestre 2025 conferma la capacità del Gruppo ESPE di coniugare crescita e solidità, valorizzando un modello industriale ormai maturo, capace di generare margini superiori alla media del settore e di integrare nuove competenze ad alto valore aggiunto. La progressiva diversificazione del portafoglio, gli investimenti nella filiera produttiva e l'impegno verso sostenibilità e innovazione delineano un percorso di sviluppo coerente e sostenibile. Con una redditività in crescita, una struttura finanziaria solida e un ricco portafoglio ordini, il Gruppo si presenta ben posizionato per cogliere le opportunità del mercato delle energie rinnovabili e consolidare ulteriormente la propria *leadership* nel segmento fotovoltaico industriale.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 4 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Value of production			
New	70,10	100,15	110,20
Old	70,10	95,15	102,20
Change	0,0%	5,3%	7,8%
EBITDA			
New	11,95	17,50	19,80
Old	9,10	12,50	13,45
Change	31,3%	40,0%	47,2%
EBITDA margin			
New	17,0%	17,5%	18,0%
Old	13,0%	13,1%	13,2%
Change	4,1%	4,3%	4,8%
EBIT			
New	9,05	15,70	17,90
Old	6,20	10,70	11,55
Change	46,0%	46,7%	55,0%
Net Income			
New	5,55	9,85	11,25
Old	3,65	6,60	7,10
Change	52,1%	49,2%	58,5%
NFP			
New	13,05	8,96	4,54
Old	18,95	15,11	11,34
Change	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2025, abbiamo aggiornato le nostre stime per il triennio 2025-2027, incorporando l'andamento effettivo del primo semestre, il livello del backlog e il maggiore contributo atteso dalle società recentemente acquisite.

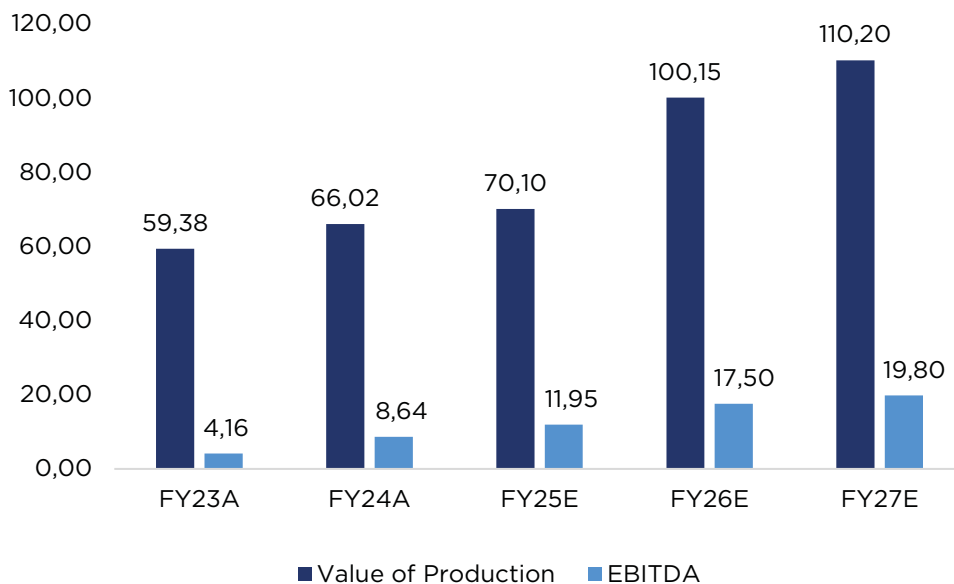
In particolare, le nuove proiezioni mantengono per il 2025 un valore della produzione pari a € 70,10 mln, in linea con la precedente stima, mentre per gli esercizi successivi riflettono un incremento più marcato, a € 100,15 mln nel 2026 e € 110,20 mln nel 2027 (+5,3% e +7,8% rispettivamente). Tale revisione incorpora un'accelerazione del ciclo di consegna delle commesse in portafoglio, unita all'avvio delle nuove attività industriali (Power Skid e Shelter) e al progressivo consolidamento delle sinergie con Soland e Secur Impianti, che contribuiranno in misura crescente ai risultati economici del Gruppo.

Sul fronte della redditività, le nuove stime prevedono un significativo miglioramento dell'EBITDA, che passa da € 9,10 mln a € 11,95 mln nel 2025 (+31,3% rispetto alla

precedente stima), per poi crescere fino a € 17,50 mln nel 2026 e € 19,80 mln nel 2027. L'EBITDA margin è rivisto al rialzo al 17,0% nel 2025, al 17,5% nel 2026 e al 18,0% nel 2027, riflettendo l'incremento della produttività, la migliore efficienza operativa e l'aumento del peso di attività a marginalità più elevata, come l'ingegneria di Rigoni Lab, lo sviluppo autorizzativo di Permotech e i servizi di *Energy Security* di Secur Impianti.

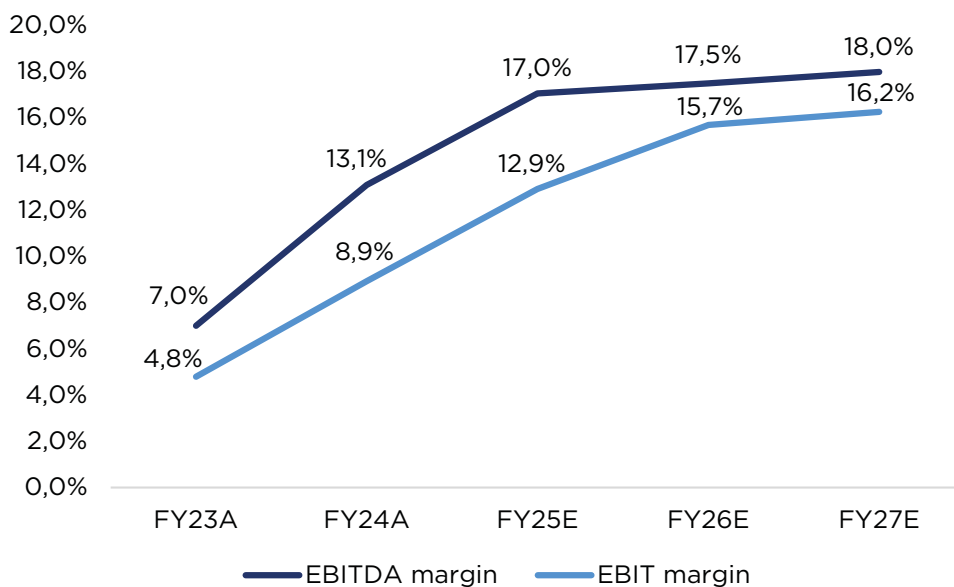
Dal punto di vista patrimoniale, la NFP è attesa in miglioramento rispetto alle precedenti previsioni, riflettendo la generazione di cassa operativa e la stabilizzazione del capitale circolante. È prevista una riduzione della NFP a € 13,05 mln nel 2025 (vs € 18,95 mln della precedente stima), fino a € 8,96 mln nel 2026 e € 4,54 mln nel 2027, in coerenza con il profilo di crescita sostenibile del Gruppo.

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



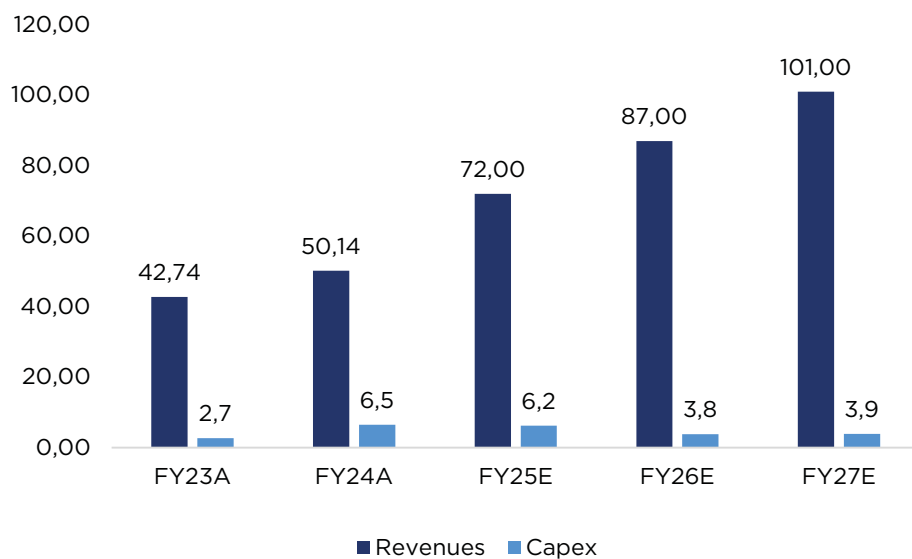
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN % FY23A- FY27E



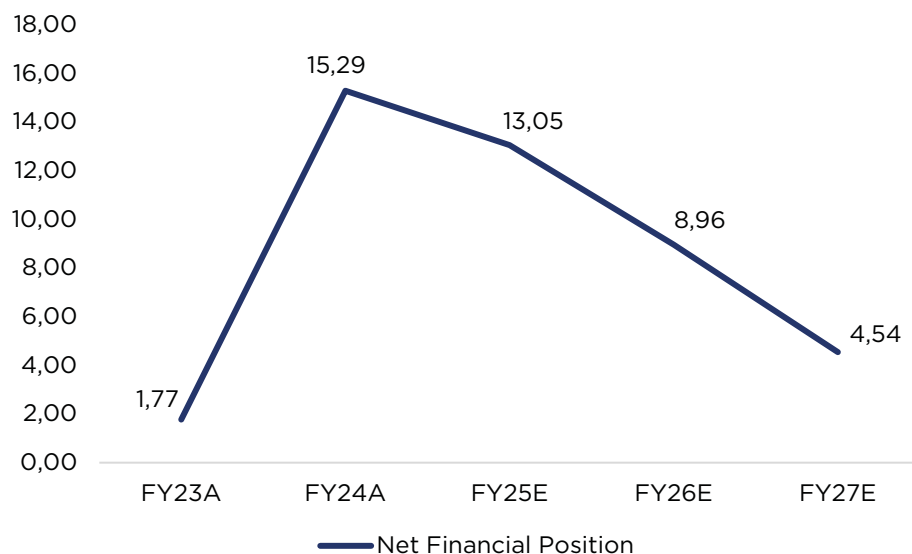
Source: Integrae SIM

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		9,7%	
D/E 100,0%	Risk Free Rate 2,5%	β Adjusted 1,30	α (specific risk) 2,5%
Kd 6,5%	Market Premium 7,5%	β Relevered 1,45	Ke 14,7%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 9,7%.

TABLE 6 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO Actualized	38,10	35,4%
TV Actualized DCF	69,50	64,6%
Enterprise Value	107,60	100,0%
NFP (FY24A)	15,29	
Equity Value	92,31	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 92,31 mln.

TABLE 7 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC						
	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
Growth Rate (g)	3,0%	140,4	127,6	116,9	107,8	100,1	93,4
	2,5%	130,1	119,1	109,9	101,9	95,1	89,1
	2,0%	121,5	112,0	103,8	96,8	90,7	85,3
	1,5%	114,1	105,8	98,6	92,3	86,8	81,9
	1,0%	107,8	100,4	94,0	88,3	83,3	78,9
	0,5%	102,3	95,7	89,9	84,8	80,2	76,1
	0,0%	97,4	91,5	86,2	81,6	77,4	73,6
							70,3

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	4,3x	3,2x	2,4x	6,1x	4,8x	3,4x	9,6x	4,6x	5,5x
Iniziative Bresciane SpA	8,5x	7,4x	7,0x	18,7x	13,9x	12,0x	15,5x	10,2x	9,1x
Lemon Sistemi	5,0x	2,3x	1,5x	6,1x	2,5x	1,6x	10,1x	3,8x	2,3x
Emeren	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Solaria Energia y Medio Ambiente	12,5x	11,4x	10,4x	15,0x	13,8x	13,0x	17,8x	16,3x	15,0x
Voltalia SA	12,9x	10,1x	8,5x	25,9x	19,3x	14,7x	n.m.	n.m.	29,4x
Median	8,5x	7,4x	7,0x	15,0x	13,8x	12,0x	12,8x	7,4x	9,1x

Source: Integrae SIM

TABLE 9 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	101,80	129,43	139,45
EV/EBIT	135,75	216,66	214,80
P/E	70,99	73,16	102,38
Enterprise Value post 25,0% discount			
EV/EBITDA	76,35	97,07	104,59
EV/EBIT	101,81	162,50	161,10
P/E	53,25	54,87	76,78
Equity Value			
EV/EBITDA	63,29	88,12	100,05
EV/EBIT	88,76	153,54	156,56
P/E	40,19	45,91	72,24
Average	64,08	95,86	109,62

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 € 89,9 mln.**

Equity Value

TABLE 10 - EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	91,1
Equity Value DCF (€/mln)	92,3
Equity Value Multiples (€/mln)	89,9
Target Price (€)	7,50

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 91,1 mln. Il **target price** è quindi di **€ 7,50 (prev. € 5,15)**. Confermiamo **rating BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 11 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	12,3x	8,9x	6,1x	5,4x
EV/EBIT	18,1x	11,8x	6,8x	5,9x
P/E	26,4x	16,4x	9,2x	8,1x

Source: Integrae SIM

TABLE 12 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	5,8x	4,2x	2,9x	2,5x
EV/EBIT	8,5x	5,5x	3,2x	2,8x
P/E	10,1x	6,3x	3,5x	3,1x

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
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
19/06/2025	€ 3,12	BUY	€ 5,15	Medium	Update
04/08/2025	€ 3,06	BUY	€ 5,15	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 $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ 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.