

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Production | 22.05.2026, h. 18:30
Published | 25.05.2026, h. 07:00

ESPE

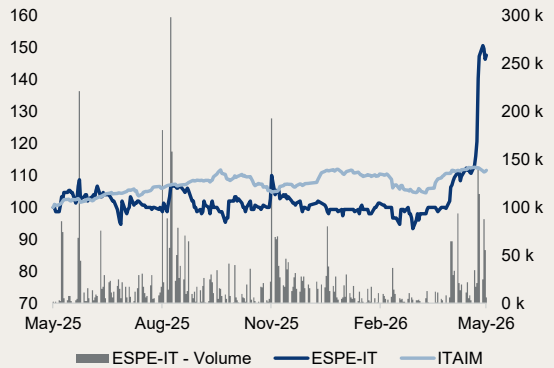
Euronext Growth Milan | Energy & Renewables | Italy

<p>Rating</p> <p>BUY</p> <p>unchanged</p>	<p>Target Price</p> <p>€ 8,00</p> <p>prev. € 7,50</p>
--	--

Key Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/Sales	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA	4,7x	4,7x	3,9x	3,4x
EV/EBIT	6,1x	6,2x	4,7x	4,1x
P/E	6,9x	7,1x	5,4x	4,7x
NFP/EBITDA	1,2x	1,0x	0,6x	0,4x

Key Financials (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Value of Production	83,31	91,50	110,50	121,50
EBITDA	15,10	15,00	18,50	20,70
EBIT	11,70	11,50	15,00	17,20
Net Income	7,77	7,55	10,00	11,50
Net Financial Position	17,69	14,72	11,86	8,86
EBITDA margin	18,1%	16,4%	16,7%	17,0%
EBIT margin	14,0%	12,6%	13,6%	14,2%
Net income margin	9,3%	8,3%	9,0%	9,5%

Stock performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 4,41
Target price	€ 8,00
Upside/(Downside) potential	81,5%
Ticker - Bloomberg Code	ESPE IM
Market Cap (€/mln)	€ 53,54
Enterprise Value (€/mln)	€ 71,23
Free Float (% on ordinary shares)	23,3%
Shares Outstanding	12.140.775
52-week high	€ 4,74
52-week low	€ 2,70
Average Daily Volumes (3 months)	17.746

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	38,2%	45,1%	33,6%	47,0%
to FTSE Italia Growth	37,5%	44,0%	27,1%	35,4%
to Euronext STAR Milan	38,0%	46,0%	31,3%	44,1%
to FTSE All-Share	35,5%	39,9%	19,2%	26,6%
to EUROSTOXX	36,7%	46,9%	24,5%	36,6%
to MSCI World Index	34,2%	39,8%	21,5%	22,2%

Source: FactSet

Main Ratios	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
ROI	29,7%	28,5%	34,4%	35,9%
ROE	58,5%	49,5%	52,6%	49,4%
ROA	10,8%	10,7%	12,3%	12,6%

Source: FactSet

FY25A Results

ESPE ha chiuso il FY25A con risultati in forte crescita, con valore della produzione pari a € 83,31 mln (+26,2%), EBITDA pari a € 15,10 mln (+74,8%) ed EBITDA margin al 18,1%. Il miglioramento riflette la crescita nei segmenti utility scale e agrivoltaico, la maggiore dimensione media delle commesse e il consolidamento del perimetro, pur beneficiando anche di un phasing favorevole su alcune commesse pluriennali. L'investment case resta centrato sul fotovoltaico, che rappresenta circa il 90,0% dei ricavi e circa il 97,0% del backlog. Il portafoglio ordini, pari a € 99,80 mln al 13 maggio 2026, garantisce visibilità fino a fine 2027 e sostiene le stime di crescita, con vop atteso a € 91,50 mln nel FY26E e € 110,50 mln nel FY27E. La Società sta inoltre rafforzando il proprio posizionamento lungo la filiera delle rinnovabili tramite O&M, Energy Security, BESS e sviluppo di sottostazioni elettriche, power skid e shelter. Pur restando attività ancora accessorie rispetto al core EPC fotovoltaico, tali iniziative aumentano la profondità industriale del Gruppo. La NFP, pari a € 17,69 mln nel FY25, è attesa in progressivo miglioramento, mentre la proposta di dividendo di € 0,30 per azione introduce un elemento di remunerazione potenzialmente continuativo.

Estimates and Valuation Update

Le nuove proiezioni riflettono una lettura più prudente del biennio 2026-2027, considerando un primo semestre caratterizzato da rallentamenti settoriali in vista di aggiornamenti normativi e incorporando il phasing favorevole registrato nel 2025, normalizzando infine l'EBITDA margin nell'area 16,0-17,0% rispetto alle precedenti attese. Il valore della produzione atteso per il 2026 è quindi pari a € 91,50 mln, con EBITDA di € 15,00 mln e una marginalità del 16,4%.

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di ESPE sulla base del metodo DCF, includendo nel calcolo del WACC anche un rischio specifico pari al 2,5%, e dei multipli di un campione di società comparabili. L'equity value medio risulta pari a € 97,2 mln. **Il target price è di € 8,00 (prev. € 7,50), rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Revenues	50,14	85,08	100,00	104,00	112,00
Work in progress	14,38	(3,94)	(10,00)	5,00	8,00
Other revenues	1,50	2,18	1,50	1,50	1,50
Value of Production	66,02	83,31	91,50	110,50	121,50
COGS	30,17	30,83	37,00	46,20	50,60
Services	20,80	26,26	28,00	33,70	37,50
Use of asset owned by others	0,36	0,65	0,70	0,75	0,80
Employees	5,38	9,69	10,00	10,50	11,00
Other operating expenses	0,68	0,78	0,80	0,85	0,90
EBITDA	8,64	15,10	15,00	18,50	20,70
<i>EBITDA Margin</i>	<i>13,1%</i>	<i>18,1%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,0%</i>
D&A	2,75	3,40	3,50	3,50	3,50
EBIT	5,89	11,70	11,50	15,00	17,20
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,9%</i>	<i>14,0%</i>	<i>12,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,2%</i>
Financial management	(0,60)	(0,58)	(0,70)	(0,75)	(0,80)
EBT	5,29	11,12	10,80	14,25	16,40
Taxes	1,85	3,34	3,25	4,25	4,90
Net Income	3,45	7,77	7,55	10,00	11,50
Minorities	(0,01)	0,68	0,80	0,85	0,90
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Fixed Assets	7,69	13,75	14,00	14,00	14,00
Account receivable	24,70	31,49	34,50	40,00	43,60
Work in Progress	59,43	58,70	48,70	53,70	61,70
Account payable	17,04	17,45	18,00	22,20	24,50
Operating Working Capital	67,10	72,74	65,20	71,50	80,80
Other receivable	1,67	1,36	1,50	1,65	1,80
Other payable	44,34	45,79	37,00	40,00	45,00
Net Working Capital	24,43	28,31	29,70	33,15	37,60
Severance & other provisions	2,14	2,73	3,30	3,50	3,70
NET INVESTED CAPITAL	29,98	39,33	40,40	43,65	47,90
Share Capital	2,43	2,43	2,43	2,43	2,43
Reserves	8,80	10,48	14,05	16,92	21,82
Net Income	3,46	7,10	6,75	9,15	10,60
Equity	14,69	20,00	23,23	28,50	34,85
Minorities Equity	0,01	1,64	2,44	3,29	4,19
Cash & cash equivalents	1,08	3,05	9,28	12,14	15,14
Short term financial debt	11,09	9,66	10,00	10,00	10,00
M/L term financial debt	5,28	11,08	14,00	14,00	14,00
Net Financial Position	15,29	17,69	14,72	11,86	8,86
Sources	29,98	39,33	40,40	43,65	47,90

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EBIT	5,89	11,70	11,50	15,00	17,20
Taxes	1,85	3,34	3,25	4,25	4,90
NOPAT	4,04	8,36	8,25	10,75	12,30
D&A	2,75	3,40	3,50	3,50	3,50
Change in NWC	(17,34)	(3,88)	(1,39)	(3,45)	(4,45)
Change in receivable	(17,74)	(6,79)	(3,01)	(5,50)	(3,60)
Change in work in progress	(18,26)	0,74	10,00	(5,00)	(8,00)
Change in payable	2,17	0,41	0,55	4,20	2,30
Change in others	16,49	1,76	(8,93)	2,85	4,85
Change in provisions	1,34	0,60	0,57	0,20	0,20
Operating Cash Flow	(9,21)	8,47	10,93	11,00	11,55
Capex	(6,5)	(9,5)	(3,7)	(3,5)	(3,5)
FREE CASH FLOW	(15,67)	(1,00)	7,19	7,50	8,05
Financial Management	(0,60)	(0,58)	(0,70)	(0,75)	(0,80)
Change in financial debt	11,40	4,37	3,26	0,00	0,00
Change in equity	2,74	(0,82)	(3,52)	(3,89)	(4,25)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(2,12)	1,97	6,23	2,86	3,00

Source: ESPE Historical Data and Integrae SIM estimates

Company Overview

ESPE SpA, con sede a Grantorto (PD), è attiva dal 1974 nel settore energetico, con competenze nella realizzazione di impianti elettrici industriali, sistemi di automazione e soluzioni per la produzione di energia da fonti rinnovabili.

La Società opera principalmente tramite la divisione impiantistica, affermandosi come **EPC contractor nella fornitura di impianti fotovoltaici** industriali e parchi a terra, nonché come System Integrator per soluzioni impiantistiche complesse. Accanto al core business fotovoltaico, ESPE presidia inoltre attività legate alla produzione di turbine minieoliche e cogeneratori a biomassa, mantenendo un posizionamento focalizzato su soluzioni tecnologiche per la transizione energetica.

A partire dal 2024, ESPE ha avviato un percorso di integrazione volto a rafforzare competenze progettuali, autorizzative, operative e di manutenzione. Il perimetro di consolidamento include, oltre alla capogruppo, Reflow Srl, controllata al 57,0% e dedicata alle attività di O&M, Permotech Srl, controllata al 100,0% e specializzata nello sviluppo di autorizzazioni di grandi impianti fotovoltaici, Secur Impianti Srl, controllata al 51,0% e attiva nei sistemi di sicurezza e videosorveglianza per infrastrutture, Brain Room Srl, controllata al 100,0% tramite Secur Impianti, Soland Srl, partecipata al 30,0%, Icaro Srl, controllata al 100,0%, e Gemini Solar Srl, controllata al 100,0%.

Il Gruppo ha infine costituito Heliogea Energy Srl insieme a Esco Agroenergetica Srl, con l'obiettivo di sviluppare iniziative nel comparto agrivoltaico e nei piccoli impianti fotovoltaici destinati al settore agricolo. Tale evoluzione conferma il percorso di ESPE verso un modello più integrato, nel quale il core business fotovoltaico resta centrale, ma viene affiancato da attività complementari quali permitting, engineering, O&M, Energy Security, sistemi di controllo remoto, BESS e soluzioni industriali come sottostazioni elettriche, power skid e shelter.

FY25A Results

TABLE 2 - ACTUAL VS ESTIMATES FY25A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY25A	83,31	15,10	18,1%	11,70	7,77	17,69
FY25E	70,10	11,95	17,0%	9,05	5,55	13,05
Change	18,8%	26,3%	1,1%	29,3%	40,0%	n/a

Source: Integrae SIM

ESPE chiude il 2025 registrando una forte accelerazione dei principali risultati economico-finanziari, beneficiando della crescita delle attività nei segmenti utility scale e agrivoltaico, della **maggiore dimensione media delle commesse** e del progressivo consolidamento del perimetro industriale del Gruppo. I ricavi consolidati si sono attestati a **€ 85,08 mln, in crescita del 69,7%** rispetto a € 50,14 mln nel FY24A, mentre il valore della produzione è risultato pari a € 83,31 mln, in aumento del 26,2% rispetto a € 66,02 mln dell'esercizio precedente. La diversa dinamica tra ricavi e valore della produzione riflette principalmente l'effetto della voce lavori in corso/rimanenze, che nel 2025 ha avuto un contributo negativo rispetto al contributo molto rilevante registrato nel 2024, confermando la progressiva conversione in ricavi di commesse pluriennali già presenti nel portafoglio ordini.

A livello operativo, **l'EBITDA consolidato è pari a € 15,10 mln**, in aumento del 74,8% rispetto a € 8,64 mln nel FY24A, con EBITDA margin al 18,1%, rispetto al 13,1% del precedente esercizio. L'EBIT si attesta a € 11,70 mln, quasi raddoppiato rispetto a € 5,89 mln del 2024 nonostante l'incremento della voce D&A (effetto di maggiori investimenti e dell'ammortamento dell'avviamento delle partecipazioni); il Net Income è pari a € 7,77 mln, rispetto a € 3,45 mln dell'esercizio precedente. Il risultato di Gruppo è pari a € 7,09 mln, mentre il risultato di terzi, pari a € 0,68 mln, riflette il contributo positivo delle società consolidate non interamente possedute.

La crescita rimane fortemente guidata dal core business fotovoltaico. La divisione Impiantistica ha generato € 79,20 mln di ricavi, pari a circa il 93,1% del totale consolidato, mentre il fotovoltaico rappresenta circa il 90,0% dei ricavi complessivi. La divisione Produzione ha contribuito per € 1,70 mln, mentre la nuova divisione Energy Security, costituitasi a seguito dell'ingresso nel perimetro di Secur Impianti Srl e Brain Room Srl, ha generato ricavi per € 3,80 mln. Il dato conferma che, nonostante il progressivo ampliamento della piattaforma industriale, il profilo economico del Gruppo resta ancora prevalentemente concentrato sul fotovoltaico utility scale e agrivoltaico.

Entrambi i dati relativi a valore della produzione e marginalità 2025 sono stati nettamente superiori rispetto alle nostre precedenti attese, con un incremento rispettivamente pari a +18,8% sul VoP e +26,3% sull'EBITDA; questi dati vanno però letti anche alla luce del **phasing favorevole di alcune commesse pluriennali**. In un modello EPC a commessa, la marginalità complessiva di un progetto tende a rimanere sostanzialmente stabile lungo il ciclo di realizzazione; ciò che può cambiare è la distribuzione temporale tra ricavi, costi e margini nei singoli esercizi. Di conseguenza, l'anticipo di una quota di lavori e margini nel 2025 deve essere **parzialmente scontato sulle stime degli esercizi successivi**, evitando di estrapolare integralmente il margine 2025 come nuovo run-rate strutturale.

A supporto di questa lettura, nel 2025 l'incidenza dei costi per materie prime sul valore della produzione è scesa al 37,0%, rispetto al 45,7% del FY2024, mentre i costi per servizi sono rimasti sostanzialmente stabili al 31,5%. Il costo del personale è aumentato all'11,6% rispetto all'8,1% del 2024, principalmente per effetto del rafforzamento della struttura organizzativa e del nuovo perimetro consolidato. In termini prospettici, riteniamo quindi più corretto assumere una normalizzazione dell'EBITDA margin nell'area 16,5%-17,0%, rispetto al picco del 18,1% registrato nel FY2025.

Il portafoglio ordini conferma una visibilità ancora elevata. A fine 2025, il backlog era pari a € 78,50 mln, rispetto a € 92,40 mln a fine 2024, con riduzione riconducibile principalmente alla conversione in ricavi delle commesse esistenti. Alla data del 13 maggio 2026, il backlog è risalito a circa € 99,80 mln, superando il dato di fine 2024 e confermando una visibilità operativa estesa almeno fino a fine 2027. Il portafoglio resta quasi interamente fotovoltaico, con circa il 97,0% riconducibile a impianti utility scale e agrivoltaici. Tale composizione conferma la solidità del posizionamento commerciale di ESPE nei segmenti di riferimento, ma segnala anche che la diversificazione del Gruppo, pur strategicamente rilevante, non modifica ancora in modo sostanziale il profilo dei ricavi.

TABLE 3 - MAJOR NEW CONTRACTS

Data di sottoscrizione	Tipo di impianto	Potenza (MWp)	Valore (€/mln)	Cliente	Località	Periodo di realizzazione
30/06/2025	Fotovoltaico a terra	3,5	2,30	Primario IPP italiano	Provincia di Teramo	FY25
30/06/2025	Fotovoltaico a terra	3,6	2,10	Primario IPP italiano	Provincia di Teramo	FY25
25/09/2025	BESS - Batterie a flusso	nd	1,00	Primario operatore nazionale	Emilia-Romagna	1H26
20/11/2025	Agrivoltaico avanzato	9,8	6,00	Nuovo cliente italiano	Provincia di Bologna	FY26
20/11/2025	Agrivoltaico avanzato	5,2	4,50	Nuovo cliente italiano	Provincia di Treviso	1H26
18/12/2025	Agrivoltaico avanzato	9,7	5,90	Cliente già attivo	Provincia di Reggio-Emilia	1H27
20/02/2026	FV+BESS 9 impianti	4,15 MWp 4,6 MWh	9,00	Autostrada BS-VR-VI-PD	Asse A4	FY26
31/03/2026	Fotovoltaico a terra	8,7	5,20	IPP Italiano	Provincia di Bologna	FY26
31/03/2026	Fotovoltaico a terra	5,5	3,90	Nuovo cliente italiano	Provincia di Belluno	FY26
31/03/2026	Revamping e repowering	3,9	2,00	Storico cliente agricolo	Provincia di Rovigo	FY26
11/05/2026	Fotovoltaico a terra	6,0	3,50	IPP Italiano	Provincia di Modena	FY26
11/05/2026	Agrivoltaico avanzato	9,8	5,80	Cliente già attivo	Provincia di Bologna	FY27
TOTALE		74,45	51,20			

Source: ESPE press release, Integrae SIM elaboration

Per il FY26E, assumiamo una **conversione del backlog più contenuta nel primo semestre**, in previsione di un rallentamento generale del settore legato all'attesa sugli incentivi e alla temporanea sospensione/ridefinizione di alcune attività operative, con una maggiore concentrazione dei lavori tra 2H26 e 2027.

Tale dinamica non modifica il profilo di domanda sottostante, che resta positivo, ma impone una lettura non lineare della progressione infra-annuale dell'evoluzione dei cantieri e, indirettamente, dei ricavi e del valore della produzione.

Dal punto di vista patrimoniale, il 2025 riflette il **progressivo salto dimensionale del Gruppo** e l'avvio di una fase di maggiore strutturazione industriale. Il Capitale Investito Netto consolidato si attesta a € 39,33 mln, rispetto a € 29,98 mln al 31 dicembre 2024, per effetto sia dell'aumento del capitale circolante netto, pari a € 28,31 mln rispetto a € 24,43 mln nel FY2024, sia della crescita dell'attivo fisso, riconducibile agli investimenti effettuati nel corso dell'esercizio, al rafforzamento della struttura industriale e operativa e al consolidamento del nuovo perimetro partecipativo. Tra gli investimenti segnaliamo l'avanzamento del nuovo capannone in costruzione a Carmignano di Brenta, asset funzionale allo sviluppo della nuova linea dedicata a **sottostazioni elettriche, power skid e shelter**.

La NFP consolidata si attesta a € 17,69 mln, rispetto a € 15,29 mln a fine 2024, mentre il patrimonio netto consolidato cresce a € 21,64 mln da € 14,69 mln, sostenuto dal risultato dell'esercizio. La dinamica della NFP va letta alla luce di tre elementi: i) la crescita dei volumi e del capitale circolante operativo, con rimanenze e crediti commerciali ancora rilevanti per effetto del modello EPC a commessa; ii) gli investimenti industriali e strategici del periodo; iii) il progressivo rafforzamento della struttura finanziaria, già avviato nel 2025 con il prestito obbligazionario da € 2,00 mln sottoscritto da Banca Valsabbina e proseguito nel 2026 con il nuovo prestito obbligazionario ESPE SpA 2026-2032 da € 8,00 mln, integralmente sottoscritto da investitori qualificati. Il bond non si riflette nella NFP 2025, ma rappresenta un elemento rilevante per leggere la struttura finanziaria prospettica del Gruppo.

La Società ha inoltre proposto la **distribuzione di un dividendo lordo** pari a € 0,30 per azione, per complessivi € 3,64 mln, con payout ratio del 52,1% e dividend yield indicato all'8,3%. La proposta rappresenta un segnale positivo di remunerazione per gli azionisti, soprattutto considerando che può essere letta come l'avvio di una politica potenzialmente continuativa. Alla luce della crescita degli utili e della leva finanziaria ancora contenuta in rapporto all'EBITDA, riteniamo che la distribuzione possa diventare una componente ricorrente della capital allocation, fermo restando il necessario equilibrio con capex, circolante e investimenti industriali.

Svilupi strategici e Bilancio di Sostenibilità

Oltre alla forte evoluzione del core business fotovoltaico, le operazioni su Soland, Secur Impianti, Brain Room, Reflow, Permatech e Heliogea Energy Srl rafforzano la value proposition del Gruppo in diversi ambiti complementari, tra cui progettazione, permitting, O&M, energy security, videosorveglianza, controllo remoto e soluzioni per il comparto agricolo. Tutte queste attività rappresentano un elemento strategico rilevante e contribuiscono positivamente alla qualità del perimetro e alla capacità di cross-selling, pur restando ancora la capogruppo a guidare i risultati economici. Tra le attività complementari, O&M ed Energy Security appaiono le aree con maggiore potenziale di ricavi recurring. Reflow può rafforzare il presidio post-realizzazione

degli impianti, migliorando continuità commerciale e qualità del rapporto con clienti industriali e IPP, mentre Secur Impianti e Brain Room ampliano l'offerta su videosorveglianza, antintrusione, monitoraggio e controllo remoto di impianti agrivoltaici e infrastrutture energetiche.

Si tratta di attività coerenti con l'evoluzione del mercato, nel quale gli impianti diventano più grandi, più complessi e più esposti a esigenze di sicurezza, manutenzione e gestione intelligente degli asset.

Un ulteriore asse strategico riguarda lo sviluppo della nuova linea dedicata alla produzione di sottostazioni elettriche, power skid e shelter. Nel breve termine non riteniamo che tale attività debba essere considerata come una business unit autonoma rilevante in termini di ricavi, poiché il contributo dovrebbe rimanere in parte integrato all'interno delle commesse fotovoltaiche. Tuttavia, lo sviluppo di queste competenze può rafforzare il grado di integrazione verticale del Gruppo, migliorare il presidio sulla componente elettrica degli impianti e aumentare la capacità di ESPE di gestire progetti di maggiore dimensione e complessità. In coerenza con tale traiettoria, assumiamo capex nell'ordine di circa € 3,50 mln annui fino al 2028, legati tra le varie attività anche al nuovo sito produttivo, ad attrezzature strategiche e al rafforzamento della capacità operativa.

Nel **comparto storage**, ESPE ha avviato le prime attività su sistemi BESS, da considerare al momento come estensione tecnologica del business fotovoltaico più che come linea autonoma. La Società ha annunciato nel 2025 una commessa da circa € 1,00 mln per sistemi avanzati di accumulo a batterie a flusso, nell'ambito di un progetto pilota a valenza strategica nazionale, con ruolo di System Integrator su progettazione, coordinamento forniture, installazione e collaudo. A questa si aggiunge, nel 2026, l'aggiudicazione del Lotto 2 della gara Autostrada A4, che prevede impianti fotovoltaici integrati con sistemi di accumulo, per una quota di competenza ESPE pari a circa € 9,00 mln. In termini previsionali, continuiamo a trattare il BESS come componente installativa e tecnologica integrata nei progetti fotovoltaici e infrastrutturali, senza assumere una crescita autonoma significativa nel breve periodo. Il **progetto pilota basato su tecnologia flow battery/vanadio** rappresenta comunque un riferimento qualitativo importante per il posizionamento del Gruppo su applicazioni storage più complesse.

Il Gruppo ha inoltre approvato il **primo Report di Sostenibilità 2024-2025**, già commentato nella nostra nota del 13 maggio, avviando un percorso strutturato di rendicontazione ESG. L'iniziativa non modifica nel breve periodo le nostre assunzioni economico-finanziarie, ma rappresenta un passaggio coerente con la crescita dimensionale del Gruppo, l'aumento della complessità organizzativa e il maggiore presidio di clienti industriali, IPP e infrastrutturali. In prospettiva, una rendicontazione ESG più strutturata può contribuire a rafforzare il dialogo con stakeholder finanziari e industriali, soprattutto in un settore nel quale sostenibilità, tracciabilità, sicurezza e qualità esecutiva sono elementi sempre più rilevanti nella selezione dei partner.

FY26E - FY28E Estimates

TABLE 4 - ESTIMATES UPDATES FY26E-28E

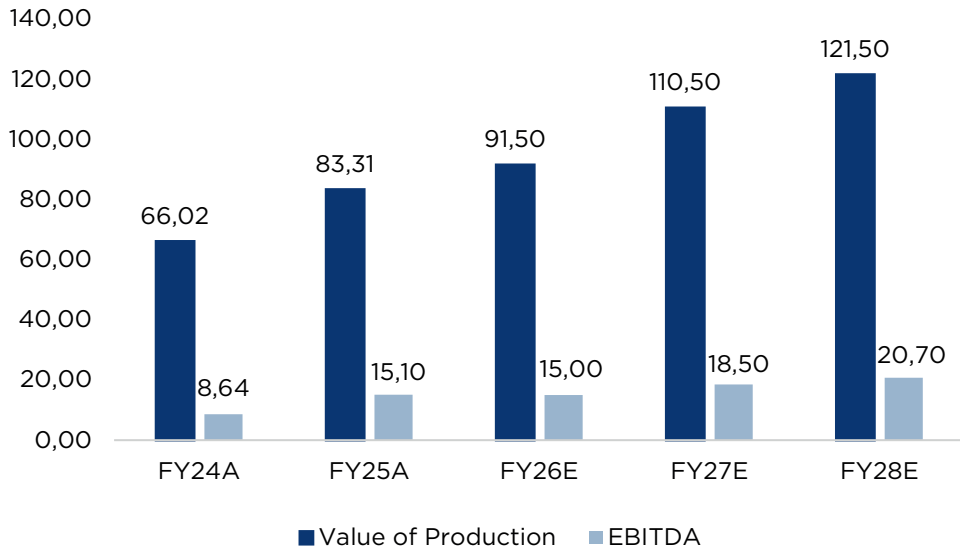
€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
Value of production			
New	91,50	110,50	121,50
Old	100,15	110,20	n/a
<i>Change</i>	-8,6%	0,3%	n/a
EBITDA			
New	15,00	18,50	20,70
Old	17,50	19,80	n/a
<i>Change</i>	-14,3%	-6,6%	n/a
EBITDA margin			
New	16,4%	16,7%	17,0%
Old	17,5%	18,0%	n/a
<i>Change</i>	-1,1%	-1,2%	n/a
EBIT			
New	11,50	15,00	17,20
Old	15,70	17,90	n/a
<i>Change</i>	-26,8%	-16,2%	n/a
Net Income			
New	7,55	10,00	11,50
Old	9,85	11,25	n/a
<i>Change</i>	-23,4%	-11,1%	n/a
NFP			
New	14,72	11,86	8,86
Old	8,96	4,54	n/a
<i>Change</i>	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY25A, aggiustiamo le nostre stime per i prossimi anni, allungando l'orizzonte temporale al 2028.

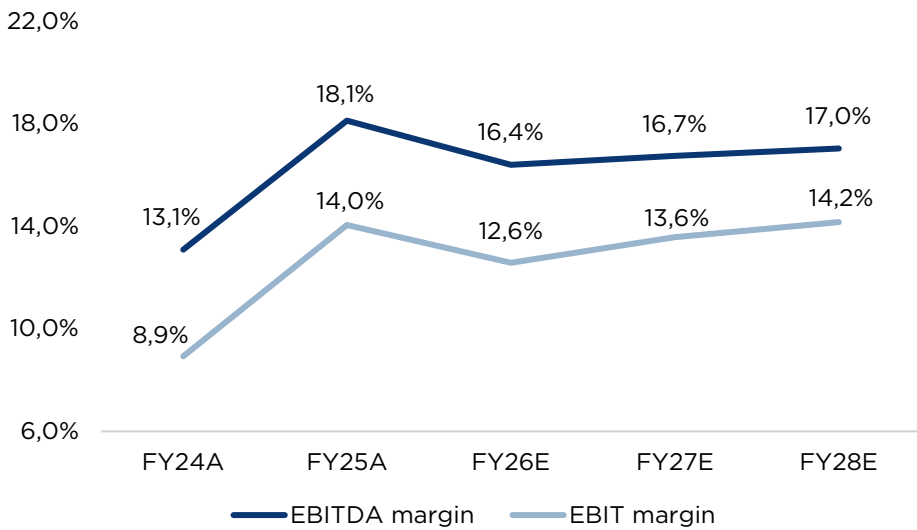
Le nuove proiezioni riflettono una lettura più prudente del biennio 2026-2027, considerando un primo semestre caratterizzato da rallentamenti settoriali in vista di aggiornamenti normativi e incorporando il phasing favorevole registrato nel 2025, normalizzando infine l'EBITDA margin nell'area 16,0-17,0% rispetto alle precedenti attese. Il valore della produzione atteso per il 2026 è quindi pari a € 91,50 mln, con EBITDA di € 15,00 mln, mentre rivediamo la NFP al rialzo per includere una struttura finanziaria più coerente con il piano investimenti e il fabbisogno di capitale circolante, pur mantenendo un profilo di progressivo deleveraging nel periodo di piano.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY24A - FY28E (€/MLN)



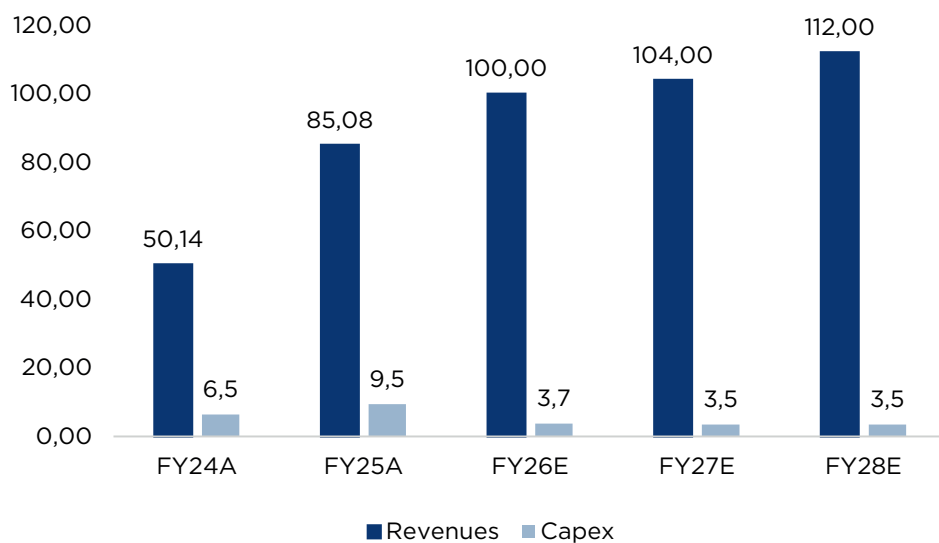
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN % FY24A - FY28E



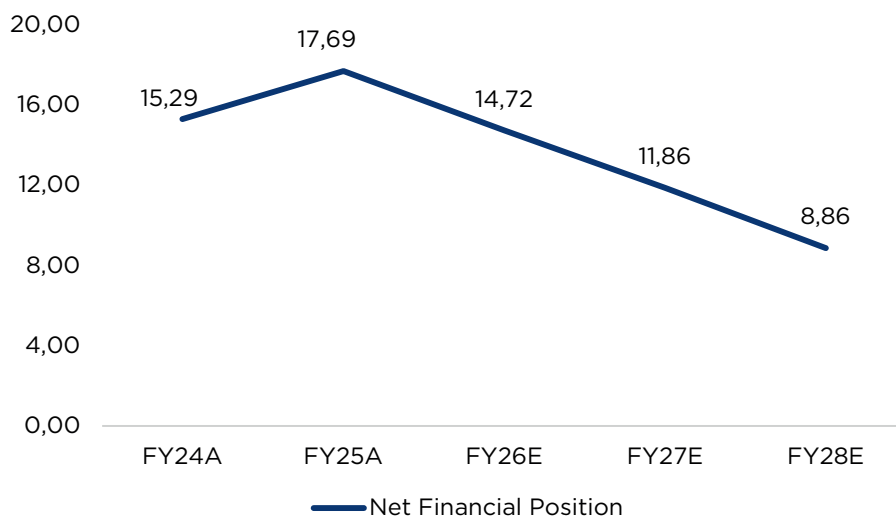
Source: Integrae SIM

CHART 3 - CAPEX FY24A - FY28E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 4 - NFP FY24A - FY28E (€/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			9,2%
D/E 100,0%	Risk Free Rate 3,0%	β Adjusted 1,2	α (specific risk) 2,5%
Kd 6,5%	Market premium 6,7%	β Relevered 1,3	Ke 13,6%

Source: Integrae SIM

Considerando un rischio specifico pari a 2,5%, risulta un WACC di 9,2%.

TABLE 6 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO Actualized	34,48	29,0%
TV Actualized DCF	84,47	71,0%
Enterprise Value	118,95	100,0%
NFP (FY25A)	17,69	
Minorities	3,31	
Equity Value	97,95	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 97,95 mln.**

TABLE 7 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	
Growth Rate (g)	3,0%	161,5	144,4	130,3	118,5	108,6	100,2	92,8
	2,5%	147,2	132,8	120,8	110,7	102,0	94,5	88,0
	2,0%	135,3	123,1	112,7	103,9	96,2	89,5	83,7
	1,5%	125,4	114,8	105,8	98,0	91,1	85,1	79,8
	1,0%	117,0	107,8	99,7	92,8	86,6	81,2	76,4
	0,5%	109,8	101,6	94,5	88,2	82,6	77,7	73,3
	0,0%	103,5	96,2	89,8	84,1	79,1	74,5	70,5

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		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
ESI SpA	4,8x	3,2x	2,4x	6,9x	4,3x	3,2x	10,9x	10,9x	5,5x
Iniziative Bresciane SpA	8,4x	7,9x	7,2x	18,1x	16,1x	13,9x	12,2x	10,9x	9,2x
Lemon Sistemi	4,9x	3,4x	2,8x	5,6x	3,9x	3,1x	7,0x	4,6x	3,6x
Emeren	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Solaria Energia y Medio Ambiente	13,3x	10,0x	8,1x	17,0x	12,6x	10,5x	18,8x	14,3x	11,4x
Voltalia SA	15,1x	11,3x	9,8x	39,7x	21,9x	18,3x	n/a	41,8x	16,9x
Median	8,4x	7,9x	7,2x	17,0x	12,6x	10,5x	11,5x	10,9x	9,2x

Source: Integrae SIM

TABLE 9 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
Enterprise Value			
EV/EBITDA	126,08	146,63	148,62
EV/EBIT	195,95	189,25	181,42
P/E	87,16	109,35	105,94
Enterprise Value post 25,0% discount			
EV/EBITDA	94,56	109,97	111,47
EV/EBIT	146,96	141,93	136,07
P/E	65,37	82,01	79,46
Equity Value			
EV/EBITDA	79,84	98,12	102,61
EV/EBIT	132,24	130,08	127,21
P/E	65,37	82,01	79,46
Average	92,48	103,40	103,09

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% e nettato il patrimonio netto di terzi, risulta un equity value di **€ 96,35 mln.**

Equity Value

TABLE 10 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	97,2
Equity Value DCF (€/mln)	98,0
Equity Value Multiples (€/mln)	96,3
Target Price (€)	8,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 97,2 mln. Il target price è quindi di € 8,00 (prev. € 7,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 11 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	7,6x	7,7x	6,2x	5,5x
EV/EBIT	9,8x	10,0x	7,7x	6,7x
P/E	12,5x	12,9x	9,7x	8,4x

Source: Integrae SIM

TABLE 12 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	4,7x	4,7x	3,9x	3,4x
EV/EBIT	6,1x	6,2x	4,7x	4,1x
P/E	6,9x	7,1x	5,4x	4,7x

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 Costanza Luisa Del Ponte 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
19/06/2025	€ 3,12	BUY	€ 5,15	Medium	Update
01/08/2025	€ 3,06	BUY	€ 5,15	Medium	Breaking News
13/10/2025	€ 2,86	BUY	€ 7,50	Medium	Update
24/02/2026	€ 3,02	BUY	€ 7,50	Medium	Breaking News
02/04/2026	€ 2,98	BUY	€ 7,50	Medium	Breaking News
13/05/2026	€ 3,48	BUY	€ 7,50	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 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 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.