

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 13.10.2026, h. 18:30
Pubblicazione | 14.10.2026, h. 07:00

ESPE

Euronext Growth Milan | Energy & Renewables | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

€ 8,00

unchanged

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

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	7,80	10,35	11,95
Net Financial Position	17,69	16,97	12,76	8,71
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%	8,5%	9,4%	9,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 5,70
Target price	€ 8,00
Upside/(Downside) potential	40,4%
Ticker - Bloomberg Code	ESPE IM
Market Cap (€/mln)	€ 69,20
Enterprise Value (€/mln)	€ 86,89
Free Float (% on ordinary shares)	23,3%
Shares Outstanding	12.140.775
52-week high	€ 6,60
52-week low	€ 2,70
Average Daily Volumes (3 months)	16.701

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessia Di Florio | alessia.diflorio@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-11,8%	-4,0%	92,6%	92,6%
to FTSE Italia Growth	-13,0%	-6,5%	83,5%	85,2%
to Euronext STAR Milan	-12,2%	-6,3%	84,9%	92,1%
to FTSE All-Share	-7,2%	0,8%	87,5%	74,9%
to EUROSTOXX	-9,3%	-2,4%	88,5%	81,1%
to MSCI World Index	-13,1%	-6,2%	80,8%	74,7%

Source: FactSet

Main Ratios	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
ROI	29,7%	26,8%	33,2%	35,2%
ROE	58,5%	49,0%	51,6%	47,9%
ROA	10,8%	10,8%	12,3%	12,5%

Source: FactSet

1H26A Results

Nel primo semestre 2026 ESPE prosegue il percorso di crescita e consolidamento industriale intrapreso dopo la quotazione, guidato da una strategia di integrazione verticale lungo la filiera delle energie rinnovabili. Il valore della produzione si attesta a € 41,04 mln con un EBITDA di € 7,75 mln (18,9% rispetto al 17,8% del 1H25A) e un *Net Income* pari a € 3,92 mln, evidenziando un ulteriore miglioramento sia dei volumi sia della marginalità. La NFP migliora attestandosi a € 13,37 mln, rispetto a € 17,69 mln di fine 2025, grazie alla positiva generazione di cassa, mentre il portafoglio ordini raggiunge € 109,60 mln al 30 settembre 2026, assicurando ampia visibilità sui risultati futuri. I prossimi mesi saranno dedicati all'integrazione di Soland, di cui ESPE detiene ora il 55,0%, al potenziamento della capacità produttiva con i nuovi stabilimenti di Grantorto e Carmignano di Brenta e all'esecuzione del portafoglio ordini, prevista entro la fine del 2027.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2026, confermiamo sostanzialmente le nostre stime per il periodo 2026-2028. In particolare, ci aspettiamo un valore della produzione 2026 pari a € 91,50 mln con EBITDA di € 15,00 mln e marginalità del 16,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo un aumento dei volumi e un valore della produzione in crescita fino a € 121,50 mln nel FY28E (CAGR 2025-2028: 13,4%), con EBITDA di € 20,70 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,0%.

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 al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 98,44 mln. L'*equity value* di ESPE utilizzando i *market multiples* risulta essere pari a € 95,91 mln. **Ne risulta un *equity value* medio pari a € 97,20 mln. Il *target price* è di € 8,00, *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)	(0,80)	(0,80)	(0,80)
EBT	5,29	11,12	10,70	14,20	16,40
Taxes	1,85	3,34	2,90	3,85	4,45
Net Income	3,45	7,77	7,80	10,35	11,95
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	15,00	14,50	14,00
Account receivable	24,70	31,49	36,00	44,00	48,00
Work in Progress	59,43	58,70	48,70	53,70	61,70
Account payable	17,04	17,45	18,00	22,20	25,00
Operating Working Capital	67,10	72,74	66,70	75,50	84,70
Other receivable	1,67	1,36	1,50	1,65	1,80
Other payable	44,34	45,79	37,00	43,00	48,00
Net Working Capital	24,43	28,31	31,20	34,15	38,50
Severance & other provisions	2,14	2,73	3,30	3,50	3,70
NET INVESTED CAPITAL	29,98	39,33	42,90	45,15	48,80
Share Capital	2,43	2,43	2,43	2,43	2,43
Reserves	8,80	10,48	14,05	17,17	22,42
Net Income	3,46	7,10	7,00	9,50	11,05
Equity	14,69	20,00	23,48	29,10	35,90
Minorities Equity	0,01	1,64	2,44	3,29	4,19
Cash & cash equivalents	1,08	3,05	5,03	8,44	11,69
Short term financial debt	11,09	9,66	7,00	6,70	6,40
M/L term financial debt	5,28	11,08	15,00	14,50	14,00
Net Financial Position	15,29	17,69	16,97	12,76	8,71
Sources	29,98	39,33	42,90	45,15	48,80

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EBIT	11,70	11,50	15,00	17,20
Taxes	3,34	2,90	3,85	4,45
NOPAT	8,36	8,60	11,15	12,75
D&A	3,40	3,50	3,50	3,50
Change in NWC	(3,88)	(2,89)	(2,95)	(4,35)
Change in receivable	(6,79)	(4,51)	(8,00)	(4,00)
Change in work in progress	0,74	10,00	(5,00)	(8,00)
Change in payable	0,41	0,55	4,20	2,80
Change in others	1,76	(8,93)	5,85	4,85
Change in provisions	0,60	0,57	0,20	0,20
Operating Cash Flow	8,47	9,78	11,90	12,10
Capex	(9,5)	(4,7)	(3,0)	(3,0)
FREE CASH FLOW	(1,00)	5,04	8,90	9,10
Financial Management	(0,58)	(0,80)	(0,80)	(0,80)
Change in financial debt	4,37	1,26	(0,80)	(0,80)
Change in equity	(0,82)	(3,52)	(3,89)	(4,25)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,97	1,98	3,41	3,25

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 è organizzato in due divisioni. La divisione Impiantistica opera come EPC contractor per impianti fotovoltaici industriali e parchi a terra, con un peso crescente dell'agrivoltaico. Comprende inoltre la linea System Integrator, dedicata agli impianti elettrici e industriali, e la linea Energy Security, focalizzata sulla sicurezza fisica e digitale delle infrastrutture energetiche (Secur Impianti e Brain Room). Il presidio della filiera è completato dal permitting (Permatech) e dall'O&M (Reflow). La divisione Produzione comprende turbine minieoliche, cogeneratori a biomassa e la nuova linea di sottostazioni elettriche della gamma ESPE Power Station (Power Skid e Power Shelter), destinate a impianti utility scale, sistemi BESS e altre infrastrutture energetiche.

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

Al 30 giugno 2026, il perimetro di consolidamento del Gruppo include Reflow Srl (57,0%), Permatech Srl (100,0%), Soland Srl (30,0%)¹, Icaro Srl (100,0%), Gemini Solar Srl (100,0%), Secur Impianti Srl (51,0%) e Brain Room Srl (100,0%).

¹ Quota incrementata al 55% al 30 luglio 2026

1H26A Results

TABLE 2 - 1H26A VS 1H25A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H26A	41,04	7,75	18,9%	6,13	3,92	13,37
1H25A	30,19	5,38	17,8%	4,01	2,68	17,69*
Change	35,9%	44,0%	1,1%	52,8%	46,1%	n/a

Source: Integrae SIM

* NFP as of 31/12/2025

Tramite comunicato stampa del 30 settembre 2026, Enrico Meneghetti, Presidente e Amministratore delegato di ESPE, ha dichiarato: *“Siamo molto soddisfatti dei risultati conseguiti nel primo semestre, che confermano la solidità del percorso intrapreso e mostrano un miglioramento sia dei volumi che della redditività. A questi risultati si affianca la crescita del portafoglio ordini, che ha raggiunto Euro 109,6 milioni, con un incremento del 39,6% rispetto alla fine del 2025, offrendo al Gruppo visibilità sulle attività previste fino al termine del 2027. È un risultato che riflette la fiducia dei clienti, il lavoro delle nostre persone e la capacità di gestire commesse sempre più articolate. Nel corso del primo semestre abbiamo inoltre pubblicato il nostro primo Report di Sostenibilità, un traguardo significativo che testimonia l’impegno assunto nei confronti degli stakeholder per una gestione sempre più trasparente. Il documento rafforza l’integrazione dei principi ambientali, sociali e di governance nelle strategie aziendali e nei processi decisionali, ponendo la sostenibilità tra i riferimenti del nostro percorso di crescita. Guardiamo ai prossimi mesi con l’obiettivo di continuare a crescere, rafforzando la struttura operativa, le competenze presenti nel Gruppo e la capacità di cogliere le opportunità offerte dal mercato”.*

Nel primo semestre del 2026, il Gruppo ESPE ha registrato un valore della produzione pari a € 41,04 mln, in crescita del 35,9% rispetto a € 30,19 mln del 1H25A. L’incremento riflette la crescita dei ricavi delle vendite e il maggiore contributo della variazione dei lavori in corso su ordinazione, pari a € 7,13 mln rispetto a € 3,45 mln dello stesso periodo dell’esercizio precedente, in relazione all’avanzamento delle commesse.

I ricavi delle vendite ammontano a € 32,59 mln (+25,9% vs 1H25A), di cui circa il 97,9% riferibile alla divisione Impiantistica. Il confronto beneficia dell’inclusione di Secur Impianti e Brain Room, acquisite il 31 luglio 2025 e non presenti nel perimetro del periodo comparativo.

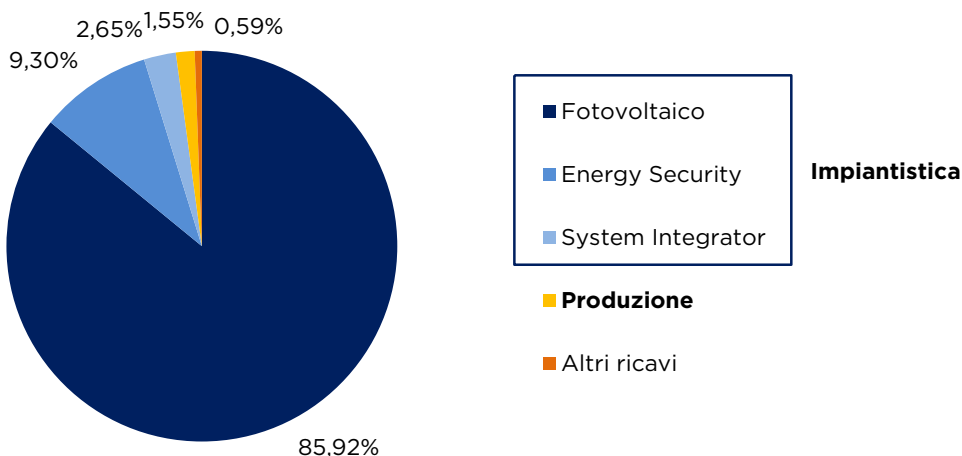
- Il *core business* fotovoltaico, che rappresenta l’85,9% dei ricavi totali, si conferma la linea trainante del Gruppo con un contributo pari a € 28,00 mln, in crescita del 14,3% rispetto a € 24,50 mln del 1H25A, grazie alla realizzazione di impianti a tetto per grandi gruppi industriali, impianti a terra per clienti IPP e progetti agrivoltaici avanzati. Il semestre ha visto infatti il completamento di quattro impianti a terra, due a Civitavecchia (RM), uno a Sinalunga (SI) e uno a Tempio Pausania (OT), per una potenza complessiva di 28,8 MWp e ricavi pari a € 16,90 mln;
- La nuova linea Energy Security contribuisce per € 3,00 mln, ampliando l’offerta del Gruppo con servizi dedicati alla sicurezza fisica e digitale delle infrastrutture energetiche;
- In aggiunta, la linea System Integrator registra ricavi per circa € 0,86 mln,

sostanzialmente in linea con il 1H25A, beneficiando del consolidato *know-how* di ESPE nell'impiantistica elettrica industriale e nella gestione di progetti complessi.

Dati in crescita anche per la divisione Produzione, che registra ricavi per € 0,5 mln (+44,0%):

- il comparto Minieolico contribuisce per € 0,30 mln, in leggera diminuzione del 4,4% yoy;
- le Sottostazioni elettriche apportano circa € 0,20 mln, con il primo contributo della gamma Power Skid e Power Shelter;
- L'apporto della Cogenerazione a biomassa rimane marginale, con opportunità commerciali in fase di valutazione anche sul mercato giapponese.

CHART 1 - VOP BREAKDOWN (%)



Source: Integrae SIM

L'EBITDA si attesta a € 7,75 mln, in crescita del 44,0% rispetto a € 5,38 mln, con un EBITDA margin in miglioramento al 18,9% dal 17,8% del 1H25A. La crescita della redditività riflette una gestione più efficiente dei progetti e il progressivo incremento della dimensione e della durata delle commesse acquisite, sostenuto dal consolidato track record e dal posizionamento di ESPE quale operatore affidabile sul mercato. A supporto dei maggiori volumi di attività, la Società ha inoltre progressivamente rafforzato la propria struttura organizzativa, potenziando in particolare le funzioni tecniche, di *project management* e post-vendita. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,62 mln, si attesta a € 6,13 mln, in crescita del 52,8% rispetto a € 4,01 mln. Positivo anche il *Net Income*, pari a € 3,92 mln, che registra una crescita del 46,1% rispetto a € 2,68 mln del 1H25A.

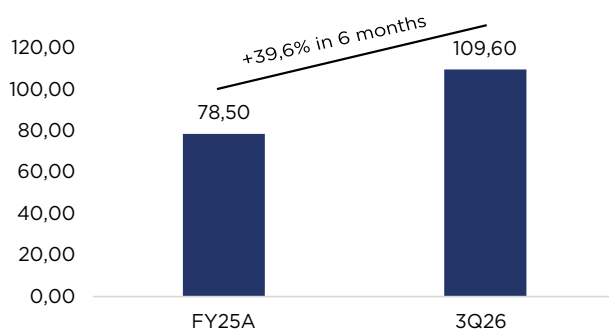
Dal punto di vista patrimoniale, la NFP segna un significativo miglioramento attestandosi a € 13,37 mln di debito, rispetto ai € 17,69 mln di debito a fine 2025, grazie alla positiva generazione di cassa operativa. Segnaliamo, inoltre, che nel mese di marzo 2026 il Gruppo ha completato l'emissione di un prestito obbligazionario da € 8,00 mln con scadenza 2032, finalizzato a sostenere il piano di investimenti.

Il patrimonio netto si attesta a € 21,01 mln, dopo la distribuzione di un dividendo pari a € 0,30 per azione deliberata dall'Assemblea del 15 giugno 2026.

Il semestre si conferma pertanto decisamente positivo per ESPE, che, oltre a dimostrare una solida capacità di execution sulle commesse in portafoglio, continua ad alimentare la propria pipeline commerciale, acquisendo nuove commesse e intercettando ulteriori opportunità di business.

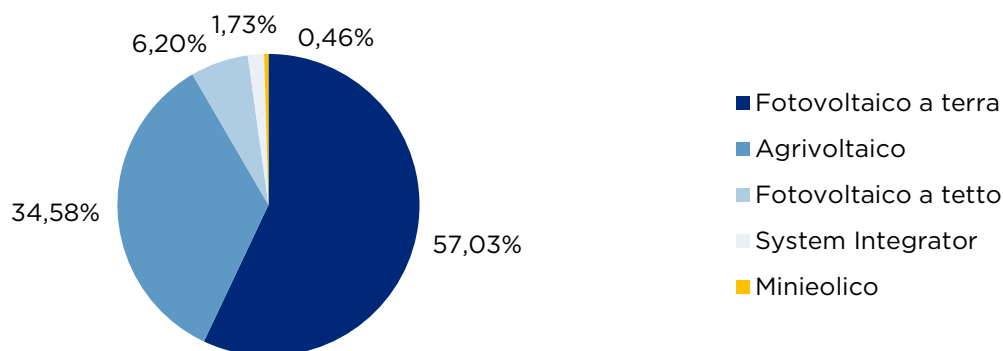
Al 30 settembre 2026, il portafoglio ordini del Gruppo ammonta a € 109,60 mln, in crescita del 39,6% rispetto a € 78,50 mln di fine 2025, con un orizzonte di esecuzione previsto entro la fine del 2027. La crescita del backlog riflette la vivace attività commerciale registrata nel corso dell'anno, caratterizzata dall'acquisizione di commesse di dimensioni rilevanti e dalla progressiva diversificazione della base clienti. A febbraio 2026, il Gruppo si è aggiudicato il Lotto 2 della gara indetta da Autostrada Brescia Verona Vicenza Padova per la realizzazione di impianti fotovoltaici integrati con sistemi di accumulo BESS lungo l'asse autostradale A4, per un controvalore di competenza di ESPE pari a circa € 9,00 mln. A marzo sono seguiti tre contratti con nuovi clienti italiani, relativi a un impianto in provincia di Bologna da 8,7 MWp per € 5,20 mln, a tre impianti in provincia di Belluno per complessivi 5,5 MWp e € 3,90 mln e a un intervento di *revamping e repowering* in provincia di Rovigo da 3,9 MWp, per un valore di € 2,00 mln. L'attività commerciale è proseguita a maggio con l'acquisizione di due commesse per la realizzazione di impianti fotovoltaici e agrivoltaici, per una potenza complessiva di circa 15,8 MWp e un valore di € 9,30 mln, consolidando ulteriormente il posizionamento del Gruppo nei segmenti *utility scale* e dell'agrivoltaico avanzato. A giugno è stata quindi acquisita la commessa più rilevante del periodo, relativa alla realizzazione in Puglia di un impianto agrivoltaico avanzato con strutture tracker da circa 53,8 MWp, per un valore di circa € 15,20 mln. Il progetto, tra i primi avviati in Italia nell'ambito del meccanismo incentivante FER X, presenta una potenza superiore a quella degli impianti finora realizzati dal Gruppo e rappresenta pertanto un ulteriore passo nell'evoluzione dimensionale delle commesse gestite da ESPE. Nello stesso mese, il Gruppo ha inoltre sottoscritto con un Independent Power Producer (IPP) due contratti per la realizzazione di altrettanti impianti a terra con strutture *tracker* in provincia di Bologna, per una potenza complessiva di circa 22,1 MWp e un valore di € 7,50 mln, comprensivi della fornitura delle cabine elettriche proprietarie della gamma ESPE Power Station.

CHART 2 - BACKLOG EVOLUTION (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 3 – BACKLOG BREAKDOWN (%)



Source: Integrae SIM

Al 30 settembre 2026 il portafoglio ordini del Gruppo, pari a € 109,60 mln, è riferibile per circa il 97,8% al settore fotovoltaico. La componente principale è rappresentata dagli impianti fotovoltaici a terra, pari a € 62,50 mln (57,0% del totale), relativi a 31 commesse aperte con un ticket medio di circa € 2,00 mln per commessa. Seguono le commesse agrivoltaiche per € 37,90 mln (34,6%) e gli impianti fotovoltaici a tetto per € 6,80 mln (6,2%). La quota residua si riferisce alla linea System Integrator, per € 1,90 mln (1,7%), composta da commesse di natura elettrica per € 0,80 mln e da una commessa relativa a BESS per € 1,10 mln, e al Minieolico, per € 0,50 mln (0,5%). L'intero portafoglio ha un orizzonte di esecuzione previsto entro la fine del 2027.

Successivamente alla chiusura del semestre, ESPE si è aggiudicata una gara promossa da Magis Power per il revamping e il *repowering* di sette impianti fotovoltaici su coperture industriali, per circa 7,0 MWp e un importo di € 3,90 mln.

Per sostenere la crescita dei volumi, nel mese di luglio 2026 il Gruppo ha acquisito per € 0,95 mln un nuovo stabilimento a Grantorto (PD), di fronte alla sede principale, destinato all'ampliamento delle attività logistiche e ingegneristiche. Nello stesso mese ESPE ha incrementato la propria partecipazione in Soland dal 30,0% al 55,0% del capitale sociale, rafforzando la presenza commerciale e operativa del Gruppo nel Nord Ovest Italia. Infine, nel mese di settembre 2026 è stato approvato il progetto di fusione per incorporazione di Brain Room in Secur Impianti, con efficacia dal 1° gennaio 2027, finalizzato a migliorare il coordinamento delle attività e a conseguire risparmi sui costi fissi.

Un elemento distintivo dell'integrazione verticale del Gruppo è rappresentato dalle cabine elettriche della gamma ESPE Power Station, prefabbricate e assemblate internamente, destinate sia agli impianti realizzati dal Gruppo sia alla vendita a terzi. Ad oggi la produzione è impiegata prevalentemente a servizio delle commesse fotovoltaiche del Gruppo, come nel caso dei due impianti con strutture *tracker* in provincia di Bologna, i cui contratti includono la fornitura delle cabine proprietarie. Il loro contributo è quindi ricompreso nei ricavi della linea Fotovoltaico, mentre la linea Sottostazioni elettriche, che accoglie le sole vendite a terzi, ha registrato nel semestre ricavi per € 0,17 mln. Il Gruppo sta inoltre ampliando i propri spazi produttivi, anche con il nuovo stabilimento in costruzione a Carmignano di Brenta, per supportare tra l'altro la produzione di queste strutture.

Per la seconda metà del 2026 il Gruppo punta a proseguire lungo il percorso di sviluppo intrapreso, rafforzando le attività principali e mettendo a fattore comune il

know-how delle società controllate e collegate. In particolare, sono attese sinergie con Reflow nella manutenzione degli impianti, un potenziamento delle capacità di progettazione e gestione delle commesse grazie alla collaborazione con Rigoni Lab e un ampliamento, attraverso Permotech, del presidio sulle fasi autorizzative che precedono la realizzazione degli impianti. L'integrazione tra Secur Impianti e Brain Room permetterà inoltre di arricchire l'offerta di Energy Security, con soluzioni per la protezione fisica e digitale degli asset energetici. In parallelo, proseguiranno gli investimenti volti ad accrescere la capacità produttiva e organizzativa, tra cui il nuovo immobile di Grantorto, che ospiterà attività logistiche e ingegneristiche. Nella divisione Produzione, il Gruppo intende sviluppare la commercializzazione delle cabine elettriche ESPE Power Station, rivolte a impianti fotovoltaici di grande taglia, sistemi di accumulo e altre infrastrutture energetiche. Il System Integrator continuerà a operare nello storage e in soluzioni impiantistiche ad alto contenuto tecnologico. Nella Cogenerazione a biomassa resta aperta la valutazione di nuove opportunità commerciali, anche in Giappone. L'obiettivo complessivo è sostenere la crescita organica, migliorare l'efficienza operativa e integrare le competenze maturate lungo l'intera filiera delle rinnovabili.

In conclusione, i risultati dell'1H26A si inseriscono nel percorso di crescita osservato negli ultimi esercizi, con un ulteriore incremento dei volumi e della marginalità. La visibilità sui prossimi anni resta supportata da un portafoglio ordini pari a € 109,60 mln al 30 settembre 2026, in crescita del 39,6% rispetto alla fine del 2025 e con esecuzione prevista entro la fine del 2027, a cui potranno aggiungersi nuove commesse derivanti dall'avvio del meccanismo incentivante FER X e dal rafforzamento della presenza commerciale nel Nord Ovest Italia tramite Soland.

FY26E - FY28E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY26E-28E

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
Value of production			
New	91,50	110,50	121,50
Old	91,50	110,50	121,50
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			
New	15,00	18,50	20,70
Old	15,00	18,50	20,70
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA margin			
New	16,4%	16,7%	17,0%
Old	16,4%	16,7%	17,0%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			
New	11,50	15,00	17,20
Old	11,50	15,00	17,20
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income			
New	7,80	10,35	11,95
Old	7,55	10,00	11,50
Change	3,3%	3,5%	3,9%
NFP			
New	16,97	12,76	8,71
Old	14,72	11,86	8,86
Change	n/a	n/a	n/a

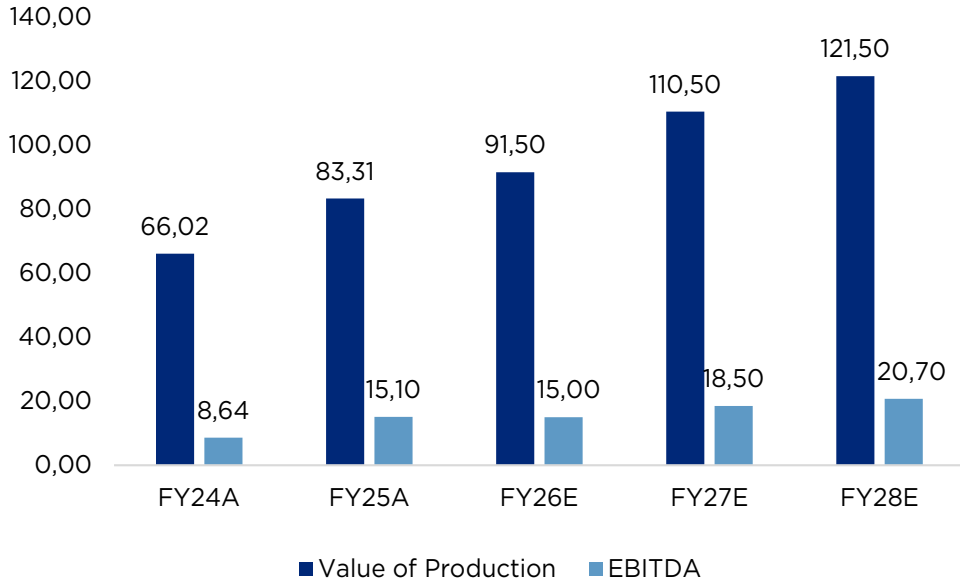
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2026, confermiamo quasi integralmente le nostre stime.

In particolare, confermiamo le nostre stime sul valore della produzione, pari a € 91,50 mln nel FY26E, € 110,50 mln nel FY27E e € 121,50 mln nel FY28E (CAGR 25A-28E: 13,4%). Sul fronte della redditività si confermano un EBITDA FY26E pari a € 15,00 mln, corrispondente a una marginalità del 16,4%, e una crescita fino a € 20,70 mln nel FY28E (CAGR 25A-28E: 11,1%), con un EBITDA margin in progressivo miglioramento dal 16,4% nel 2026 al 17,0% nel 2028.

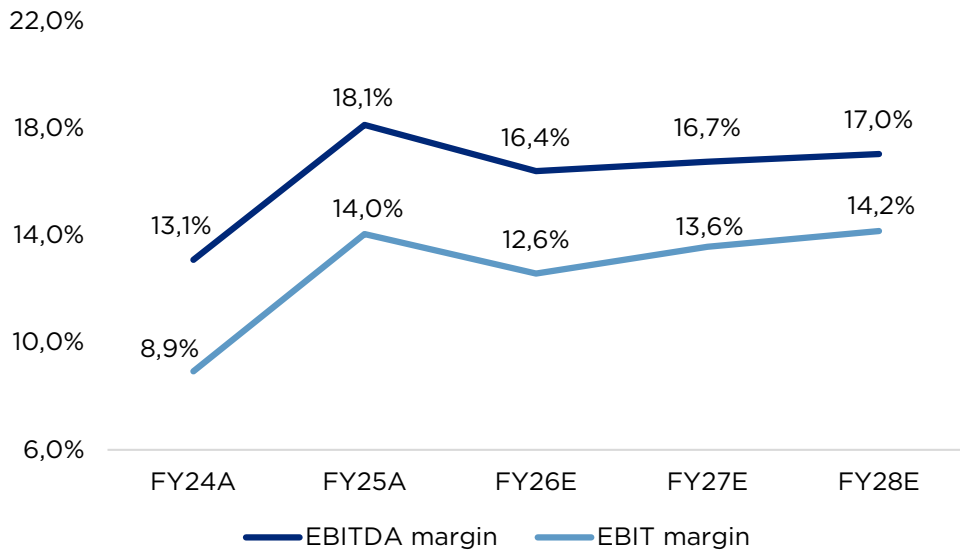
Dal punto di vista patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP pari a € 16,97 mln di debito, attesa in progressivo miglioramento fino a € 8,71 mln nel FY28E, grazie alla crescente generazione di cassa operativa.

CHART 4 - VOP AND EBITDA FY24A - FY28E (€/MLN)



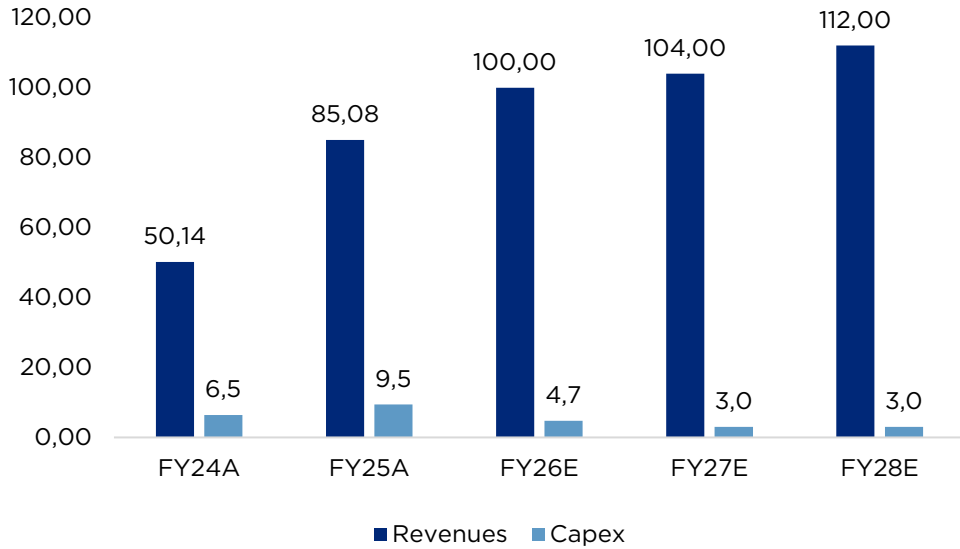
Source: Integrae SIM

CHART 5 - MARGIN % FY24A- FY28E



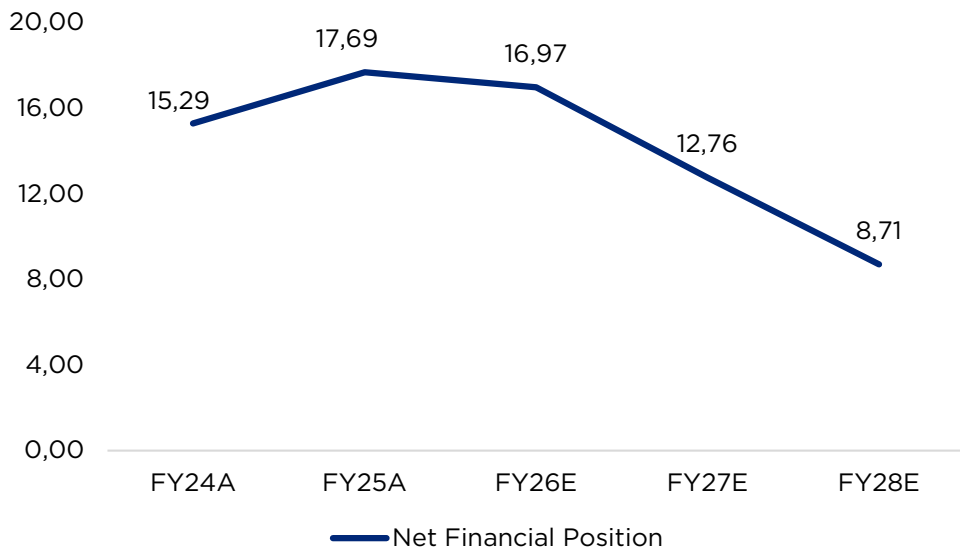
Source: Integrae SIM

CHART 6 - CAPEX FY24A - FY28E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 7 - 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 4 - WACC

WACC			9,5%
D/E 100,0%	Risk Free Rate 3,7%	β Adjusted 1,24	α (specific risk) 2,5%
Kd 6,5%	Market Premium 6,6%	β Relevered 1,36	Ke 14,3%

Source: Integrae SIM

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

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO Actualized	34,63	29,0%
TV Actualized DCF	84,81	71,0%
Enterprise Value	119,44	100,0%
NFP (FY25A)	17,69	
Minorities	3,31	
Equity Value	98,44	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 98,44 mln.

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
	3,0%	157,1	141,7	128,8	118,0	108,7	100,8	93,8
	2,5%	144,1	131,0	120,0	110,5	102,4	95,3	89,1
	2,0%	133,3	122,0	112,4	104,1	96,9	90,5	84,9
	1,5%	124,1	114,3	105,8	98,4	92,0	86,3	81,2
	1,0%	116,2	107,6	100,1	93,5	87,6	82,4	77,8
	0,5%	109,4	101,7	95,0	89,0	83,7	79,0	74,8
	0,0%	103,4	96,5	90,5	85,1	80,2	75,9	72,0

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 7 - MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Iniziative Bresciane SpA	7,3x	6,9x	6,3x	15,7x	14,4x	12,6x	193,8x	7,4x	6,3x
Energy Time	7,2x	3,8x	3,2x	7,5x	3,9x	3,3x	n/a	n/a	n/a
Solaria Energia y Medio Ambiente	9,6x	7,8x	6,5x	12,0x	10,3x	9,0x	11,3x	9,7x	8,3x
Voltalia SA	14,0x	10,4x	9,1x	45,8x	21,4x	18,0x	n/a	56,0x	37,8x
Median	8,4x	7,3x	6,4x	13,9x	12,3x	10,8x	11,3x	9,7x	8,3x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	126,71	135,72	132,83
EV/EBIT	159,34	185,03	185,20
P/E	88,18	100,23	99,09
Enterprise Value post 20,0% discount			
EV/EBITDA	101,37	108,58	106,26
EV/EBIT	127,47	148,02	148,16
P/E	70,54	80,18	79,27
Equity Value			
EV/EBITDA	84,40	95,82	97,56
EV/EBIT	110,50	135,27	139,45
P/E	70,54	80,18	79,27
Average	88,48	103,76	105,43

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 20,0%, risulta un *equity value* di € **95,91 mln**.

Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	97,20
Equity Value DCF (€/mln)	98,44
Equity Value Multiples (€/mln)	95,91
Target Price (€)	8,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 97,20 mln. Il **target price** è quindi di **€ 8,00 (unchanged)**. Confermiamo *rating* BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 - 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	12,5x	9,4x	8,1x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

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

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. 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
14/10/2025	€ 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
25/05/2026	€ 4,41	Buy	€ 8,00	Medium	Update
09/06/2026	€ 5,84	Buy	€ 8,00	Medium	Breaking News
03/07/2026	€ 6,00	Buy	€ 8,00	Medium	Breaking News
04/08/2026	€ 5,78	Buy	€8,00	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.