

ESPE

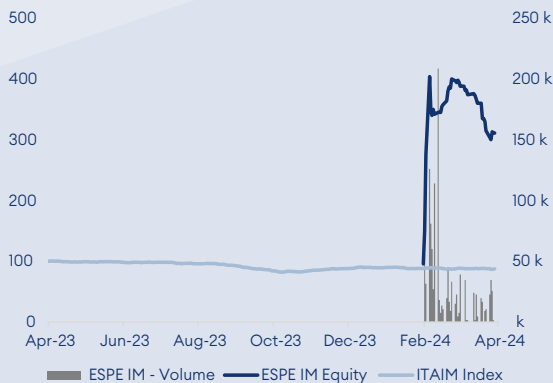
Euronext Growth Milan | Energy & Renewables | Italy

Production Date 19/04/2024, h. 18:30

Publication Date 22/04/2024, h. 07:00

Rating
BUYTarget Price
€ 4,15Risk
MediumUpside potential
33,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 3,11
Target price	€ 4,15
Upside/(Downside) potential	33,5%
Ticker	ESPE IM
Market Cap (€/mln)	€ 36,85
EV (€/mln)	€ 38,62
Free Float (% on Ordinary Shares)	24,0%
Share Outstanding	11.849.500
52-week high	€ 4,28
52-week low	€ 1,00
IPO Price (22/02/2024)	€ 1,00

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Value of Production	59,38	80,00	106,75	124,60
EBITDA	4,16	5,00	8,25	11,75
EBIT	2,85	4,20	7,40	10,85
Net Income	1,63	2,90	5,15	7,55
NFP	1,77	3,00	1,70	(3,00)
EBITDA margin	7,0%	6,3%	7,7%	9,4%
EBIT margin	4,8%	5,3%	6,9%	8,7%
Net Income margin	2,7%	3,6%	4,8%	6,1%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.itGiuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.itAlessia Di Florio | alessia.diflorio@integraesim.it

Sommario

1. Company Overview	4
1.1	L'attività 4
1.2	Storia Societaria 6
1.3	Azionariato e Struttura societaria 8
1.4	Corporate Governance 9
1.5	Key People 11
1.6	Autorizzazioni e Certificazioni 13
2. Business Overview	15
2.1	Industry Business System 15
2.2	Value Proposition 18
2.3	Business Model 19
2.3.1	Impiantistica 19
2.3.2	Produzione 23
2.4	Progetti principali e Track record 26
2.4.1	Impiantistica 26
2.4.2	Produzione 27
2.5	R&D 28
2.6	Clients e fornitori 30
2.6.1	Clients 30
2.6.2	Fornitori 31
3. Il mercato	33
3.1	Il mercato del fotovoltaico in Italia 33
3.2	Il mercato dell'eolico in Italia 35
3.3	Il mercato delle bioenergie in Europa 36

3.4	Driver di mercato: politiche energetiche	36
3.4.1	Politiche energetiche italiane	36
3.4.2	Politiche energetiche europee	38
4.	Posizionamento Competitivo	40
4.1	SWOT Analysis	42
5.	Economics & Financials	44
5.1	1H23A Results	45
5.2	FY23A Results	49
5.3	FY24E - FY26E Estimates	51
5.4	Use of Proceeds	56
6.	Valuation	57
6.1	DCF Method	57
6.2	Multiples Method	59
6.2.1	Composizione del panel	59
6.2.2	Market Multiples Valuation	61
7.	Equity Value	62

1. Company Overview

1.1 L'attività

ESPE SpA ("ESPE" o "la Società") nasce nel 1974 a Grantorto (PD) come azienda artigianale operante nel settore dell'impiantistica industriale, per poi intraprendere un percorso di crescita nell'ambito delle energie rinnovabili, dei sistemi tecnologici e delle automazioni. Ad oggi, la Società è attiva nel settore delle energie rinnovabili, specializzata nella progettazione e realizzazione di impianti elettrici ecosostenibili ad alto grado di efficienza, innovazione e rendimento tra cui sistemi per il minieolico, cogeneratori a biomassa e soluzioni fotovoltaiche a terra e a tetto, oltre ad essere tra i primi Energy System Integrator a livello nazionale.

ESPE è in grado di progettare e realizzare diverse tipologie di impianti coprendo tutte le fasi chiave della catena del valore dell'energia rinnovabile, dallo sviluppo del progetto all'ingegnerizzazione dell'impianto sino alla vera e propria realizzazione, subordinata alla sostenibilità finanziaria dello stesso. L'attività è organizzata in due divisioni: la divisione Produzione si concretizza nel mercato minieolico e delle biomasse, in cui la Società opera tramite progettazione e sviluppo di impianti con tecnologie e soluzioni proprietarie, come aerogeneratori per il mini eolico e cogeneratori a biomassa, proposti a catalogo e pronti per l'installazione presso il cliente; la divisione Impiantistica, invece, vede ESPE realizzare impianti fotovoltaici chiavi in mano in qualità di EPC Contractor e impianti elettrici industriali in qualità di Energy System Integrator.¹

Nel corso di quasi 50 anni di storia, la Società ha realizzato oltre 1.500 impianti elettrici industriali, 200 aerogeneratori eolici per un totale di potenza installata di 13 MW, 60 cogeneratori per una potenza complessiva di 3 MW e più di 700 impianti fotovoltaici a terra (180) e a tetto (520) per una potenza installata complessiva maggiore di 560 MWp, interagendo con una clientela composta da gruppi industriali di medio-grandi dimensioni, che utilizzano gli impianti per autoconsumo, ed investitori italiani ed internazionali, che vedono nell'impianto fotovoltaico un investimento per la creazione di cash flow periodici attraverso la vendita dell'energia alla rete elettrica. L'importante presenza sul mercato, confermata dal track record e dai rapporti costruiti negli anni in Italia e all'estero, consentono ad ESPE di essere un player riconosciuto e affidabile, come confermato dal backlog di ordini pari a € 97,00 mln a inizio aprile 2024.

¹ Società che si occupa della costruzione di sistemi tecnologici, mediante l'installazione di componenti assemblati in modo da formare un impianto integrato

Nonostante l'adattabilità e l'esperienza in vari ambiti di intervento relativi alle fonti energetiche rinnovabili, è l'attività nel settore fotovoltaico a rappresentare il fulcro del core business, nonché principale fonte di ricavi per ESPE (75,0% nel 2022). La Società, anche complice la forte accelerata del mercato fotovoltaico negli ultimi anni e il solido track record di successo, ha visto i propri risultati crescere in maniera esponenziale grazie all'attività concentrata sulla realizzazione di impianti fotovoltaici inizialmente a tetto di piccole dimensioni e, in seguito, anche di grandi impianti a terra.

L'evoluzione del mercato, trainata dai target legislativi in termini di carbon neutrality e dalla semplificazione delle procedure burocratiche, sta generando per la Società domanda in continua crescita (98,0% del backlog al 5 aprile 2024 è relativo al fotovoltaico), il che ha reso necessaria anche una forte accelerata dal punto di vista della struttura: ad oggi, ESPE conta due sedi e un magazzino che impiegano 80 risorse, oltre a 200+ collaboratori che si occupano delle attività di cantiere in relazione alla realizzazione degli impianti. La stessa ESPE, in relazione ai temi di sostenibilità ambientale, è carbon neutral sin dal 2012, grazie all'impiego di impianti fotovoltaici e geotermici all'interno delle proprie attività produttive.

CHART 1 - ESPE HEADQUARTER IN GRANTORTO (PD)



Source: ESPE

1.2 Storia Societaria

CHART 2 – COMPANY STORY



Source: ESPE

L'attuale struttura e successo di ESPE sono frutto della continua crescita e dell'esperienza acquisita in 50 anni di attività. Si possono distinguere tre fasi fondamentali della storia della Società: la nascita e lo sviluppo iniziale; l'ingresso nel mercato delle rinnovabili e il cambio generazionale; l'espansione all'estero e il consolidamento della produzione.

Nascita:

- **1974:** ESPE nasce a Grantorto, in provincia di Padova, dall'iniziativa imprenditoriale di quattro soci che intendono avviare una società artigianale specializzata nella realizzazione di impianti elettrici industriali;
- **1982:** la Società intravede il potenziale del settore delle rinnovabili e segna il suo ingresso in questo mercato, progettando e realizzando la sua prima centrale idroelettrica.

Espansione nel mercato delle rinnovabili e cambio generazionale:

- **2003:** la Società amplia la propria struttura ed entra definitivamente nel mercato delle rinnovabili e in particolare nei mercati fotovoltaico ed idroelettrico, attraverso l'installazione del primo impianto fotovoltaico chiavi in mano di 17 kWp;

- **2007:** ha inizio un progressivo passaggio generazionale. I soci aprono il capitale a quattro nuovi giovani dipendenti e collaboratori che entrano nella compagine societaria, per poi diventare ad oggi membri del CdA e vertici di importanti funzioni aziendali: Simone Mariga, responsabile progettazione e ufficio tecnico; Cristian Bernardi, responsabile cantieri; Luigino Sambugaro, responsabile collaudo e post-vendita, Franco Favero, responsabile produzione. A questi, si aggiungono i fratelli Enrico e Fabio Meneghetti, figli di uno dei soci fondatori;
- **2011 - 2013:** ESPE, complice la forte espansione del settore, consolida la propria presenza nel segmento delle rinnovabili, raggiungendo nel 2009 la milestone di 100 MWp di impianti fotovoltaici installati e nel 2010 un valore della produzione maggiore di € 140,00 mln. Vengono avviate, in ottica di diversificazione, le attività di sviluppo e realizzazione di impianti di produzione di energia da fonte eolica con la prima serie di aerogeneratori all'avanguardia, e da biomasse con un nuovo cogeneratore.

Espansione all'estero e il consolidamento della produzione:

- **2015:** inizia il programma di espansione all'estero, con le prime partnership strategiche nel Regno Unito ed in Giappone; nel 2017, si raggiunge la produzione e installazione di 50 cogeneratori a biomasse ChiP50 e di 170 turbine eoliche;
- **2019 - 2020:** si conclude il passaggio generazionale con l'uscita dei soci fondatori. Viene costituita la SPV Icaro Srl, proprietaria di un impianto minieolico in Calabria e controllata al 100,0% da ESPE; nello stesso periodo, la Società introduce sul mercato un nuovo cogeneratore a biomassa e l'ultima generazione di turbine eoliche ad alta efficienza;
- **2022:** viene costituita nel mese di settembre la SPV ESPE East One Srl, controllata al 52,0% e con sede in Romania, con l'obiettivo di presidiare l'evoluzione del mercato delle energie rinnovabili sul territorio per sviluppare eventualmente possibili investimenti nel Paese;
- **2023:** in collaborazione con GiGroup, nasce l'Accademy aziendale, finalizzata ad integrare giovani risorse umane nel ruolo di tecnici specializzati nella manutenzione di impianti fotovoltaici. ESPE completa la propria trasformazione in SpA e avvia il processo di quotazione sul segmento Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, volto a reperire le risorse necessarie per accelerare la crescita;
- **2024:** il 20 febbraio, le azioni ESPE ricevono l'ammissione alle negoziazioni sul segmento EGM, con il 22 febbraio fissato come primo giorno di negoziazioni. L'ammissione è avvenuta con il collocamento di 1.849.500 azioni di nuova emissione ad un prezzo unitario di € 1,00, per una raccolta complessiva di € 1,85 mln.

1.3 Azionariato e Struttura societaria

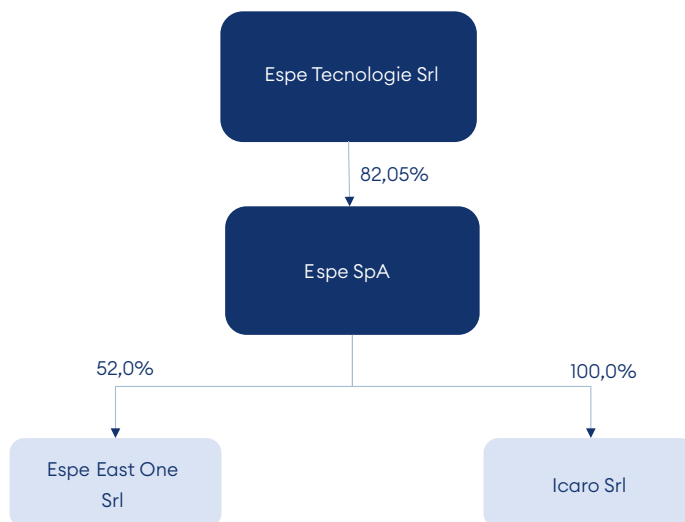
TABLE 1 – ESPE SPA SHAREHOLDERS

Shareholders	# Ordinary Shares	% Shares	# Total Shares*	% Shares
Espe Tecnologie Srl	6.722.500	75,96%	9.722.500	82,05%
Free Float	2.127.000	24,04%	2.127.000	17,95%
Total	8.849.500	100,0%	11.849.500	100,0%

Source: ESPE
*includes multiple voting shares

Il capitale sociale di ESPE è riconducibile alla holding ESPE Tecnologie Srl, che fa capo ai due fratelli Meneghetti, con una quota pari al 26,5% del capitale ciascuno; Enrico Meneghetti è Presidente ed Amministratore Delegato, mentre Fabio Meneghetti presiede l'ufficio acquisti ed è Consigliere della Società. La quota rimanente è equamente suddivisa tra 4 soci, che detengono l'11,8% ciascuno: Simone Mariga, Franco Favero, Luigino Sambugaro e Cristian Bernardi. Gli azionisti sono tutti Consiglieri esecutivi a capo di specifiche aree della Società.

CHART 3 – CORPORATE GOVERNANCE

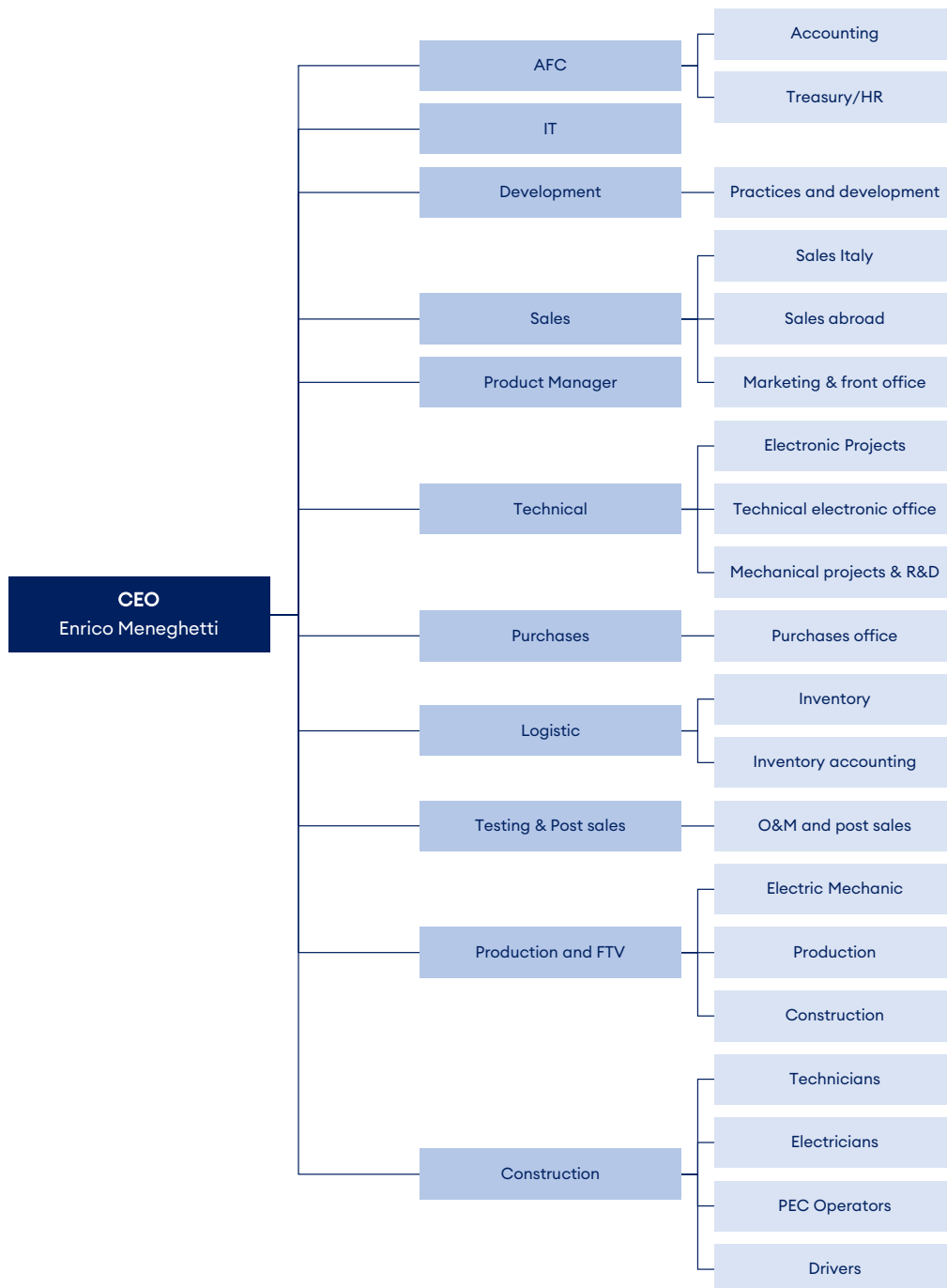


Source: ESPE

A capo delle società operative si colloca ESPE Tecnologie Srl, holding finanziaria controllata interamente dai sei soci sopra esposti. La holding detiene il controllo di ESPE SpA, a cui fanno riferimento due SPV: ESPE East One Srl, detenuta al 52,0%, e Icaro Srl, detenuta al 100,0%. L'attività di ESPE East One, con sede in Romania, non è al momento stata avviata, mentre la Icaro Srl gestisce un impianto minieolico in Calabria.

1.4 Corporate Governance

CHART 4 - CORPORATE GOVERNANCE



Source: ESPE

La struttura organizzativa di ESPE è di tipo funzionale, con undici diverse aree a loro volta suddivise in diverse funzioni, ciascuna con uno specifico capo dipartimento. Tra queste, le più complesse e articolate in termini di risorse sono l'area Construction, che raggruppa tecnici, elettricisti e autisti della Società e impiega 14 risorse su un totale di 73 (09/2023), e il ramo dei cantieri FTV, che comprende i *project managers* e i *site managers*. La Società si avvale anche della collaborazione di soggetti subappaltatori (mediante appunto contratti di subappalto) che svolgono attività di cantiere in relazione alle opere edili, ai montaggi meccanici ed elettrici, al collaudo e testing degli impianti come ad alcune attività di manutenzione.

Come accennato, inoltre, la Società ha avviato, nel febbraio 2023, una Academy aziendale in collaborazione con GiGroup, leader nei servizi e consulenza HR dedicati al mondo del lavoro, finalizzata ad integrare giovani risorse umane nel ruolo di tecnici specializzati nella manutenzione di impianti fotovoltaici a terra o su tetto. Il programma, che alterna la formazione teorica presso l'HQ aziendale alla pratica sul campo, è condotto da un insegnante dedicato ed è strutturato in 80 ore full time in aula e 12 mesi di formazione a stretto contatto con ingegneri e specialisti. L'obiettivo del progetto è quello di inserire il maggior numero possibile di partecipanti all'interno della Società, a testimonianza della fiducia nel talento dei giovani e la convinzione nello sviluppo delle rinnovabili in Italia e all'estero.

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 7 membri e rimarrà in carica fino all'approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2025. In particolare:

- Enrico Meneghetti è il Presidente del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Delegato;
- Fabio Meneghetti, Simone Mariga, Franco Favero, Luigino Sambugaro e Cristian Bernardi ricoprono il ruolo di Consigliere;
- Arturo Lorenzoni ricopre il ruolo di Consigliere Indipendente.

Il Collegio Sindacale è composto, oltre che dal Presidente, da due Sindaci effettivi e due Sindaci supplenti, e rimarrà in carica anch'esso fino all'approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2025. In particolare:

- Andrea Benetti è il Presidente del Collegio Sindacale;
- Pierantonio Dal Lago e Lorenzo Pegorin ricoprono il ruolo di Sindaci effettivi;
- Roberto Peruffo e Giovanni Brunello sono i due Sindaci supplenti.

1.5 Key People

Enrico Meneghetti – Presidente e Amministratore Delegato

Laureato in Ingegneria Meccanica all'Università degli Studi di Padova, nel 2005 entra attivamente in ESPE, ricoprendo diversi incarichi, tra cui Project Manager, Business Development Manager e Direttore Operativo, dando un impulso allo sviluppo aziendale con strategie di sviluppo e proseguendo nel processo di internazionalizzazione. Dal 2016 ricopre il ruolo di Amministratore Delegato della Società ed è socio di ESPE Tecnologie Srl al 26,47%.

Alberto Stocco – CFO e Investor Relations Manager

Laureato in Economia e Direzione Aziendale presso l'Università degli Studi di Padova, inizia la sua carriera nel 2006 ricoprendo diversi ruoli, tra i quali Revisore Contabile, Consolidation Specialist, Finance Manager e CFO presso diverse società. Da settembre 2022 ricopre il ruolo di CFO in ESPE. A livello professionale può vantare il conseguimento di diversi risultati, tra cui alcune operazioni straordinarie quali la costituzione e gestione di una Holding di Gruppo oltre alla costituzione, gestione e chiusura di business all'estero (UK e USA).

Franco Favero – Consigliere esecutivo con deleghe produttive

Entra a far parte di ESPE nel 1985, iniziando un percorso professionale che gli ha permesso di ricoprire i ruoli di tecnico installatore e site manager, fino alla posizione attuale di Direttore di produzione e Direttore parchi fotovoltaici. Vanta, inoltre, un'esperienza di cantieri a livello internazionale. Dal 2007 è Consigliere della Società.

Simone Mariga – Consigliere esecutivo con deleghe agli uffici tecnici

Entra in ESPE nel 1991 come tecnico progettista, successivamente nel corso degli anni ha irrobustito le sue competenze, diventando responsabile della progettazione e project manager nelle commesse di realizzazione di impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili (fotovoltaico, idroelettrico ed eolico). Attualmente ricopre la posizione di Direttore Tecnico e dal 2007 è Consigliere della Società.

Cristian Bernardi – Consigliere esecutivo con deleghe relative ai cantieri

Entra a far parte di ESPE a partire dal 2000 come responsabile della gestione dei cantieri, dopo una importante posizione da responsabile elettrico di due plant produttivi. Ricopre il ruolo di Direttore dei cantieri della divisione Impiantistica. Dal 2007 è Consigliere della Società.

Luigino Sambugaro – Consigliere esecutivo con deleghe relative alla fase Post Vendita

Nel 1987 entra in ESPE come tecnico installatore di impianti industriali. La crescita professionale gli ha consentito di gestire cantieri internazionali con una permanenza all'estero nel triennio 2006 - 2008 in società affiliate a ESPE. Attualmente ricopre il ruolo di Direttore dei servizi post-vendita, della gestione e della supervisione delle fasi di collaudo e O&M. Dal 2007 è Consigliere della Società.

Fabio Meneghetti – Consigliere esecutivo con deleghe operation

Entra a far parte di ESPE nel 2010 dopo aver terminato gli studi scientifici. Nel corso del tempo ha sperimentato varie job rotation che gli hanno consentito di accrescere velocemente il suo bagaglio di conoscenze e competenze tecniche. Dal 2013 presiede l'ufficio acquisti, oltre ad essere il riferimento della Direzione Marketing e IT. Dal 2020 è Consigliere della Società.

1.6 Autorizzazioni e Certificazioni

ESPE possiede diverse certificazioni che attestano il grande impegno in tema sostenibilità, che da sempre ne contraddistingue il business, e vanta importanti risultati in relazione al continuo miglioramento degli standard qualitativi dei prodotti e dei processi. Tra queste certificazioni, spiccano le certificazioni ISO (International Organization for Standardization), attestazioni non obbligatorie ma che documentano la conformità dei sistemi di gestione dei processi aziendali agli standard dettati dalla maggiore autorità a livello globale per la definizione di norme tecniche. La scelta di sottoporre i propri processi aziendali all'ispezione di tale autorità attesta una volontaria adesione strategica a questi standard di qualità.

Data la peculiarità del business, la Società detiene anche alcune certificazioni necessarie per operare nei settori in cui è presente, relative nello specifico al mercato delle turbine eoliche: in questo segmento, le certificazioni sono necessarie per consentire alla Società di espandere e consolidare la presenza all'estero dei propri aerogeneratori. Al momento, ESPE ha ottenuto la certificazione Class NK in Giappone per la turbina da 20KW ed è in procinto di ottenere l'equivalente internazionale IEC 61400-1 per le turbine da 60KW e 100KW.

TABLE 2 – CERTIFICATIONS

Certification	Description
ISO 9001	Quality Management
ISO 14001	Environmental Management
UNI CEI 11352	Public Institutions dealing
Class NK Small Wind Turbine Type	Small size wind turbine
UNI ISO 45001	Medium size wind turbine

Source: ESPE

Nel dettaglio:

- La **certificazione ISO 9001:2015**: stabilisce i requisiti fondamentali per gestione della qualità in un'organizzazione, volti ad assicurare che quest'ultima soddisfi le esigenze e le aspettative dei clienti e delle altre parti interessate, garantendo la qualità dei prodotti o servizi offerti;
- La **certificazione ISO 14001:2015**: sottolinea l'importanza di un approccio proattivo alla gestione ambientale, perciò è indispensabile per le aziende che desiderano ottenerla dimostrare la dedizione verso una responsabile gestione dell'ambiente in cui si opera. ESPE ha progettato appositamente il proprio processo produttivo in modo tale da garantire alti standard di sostenibi-

lità e la massima attenzione all’impatto ambientale di ogni sua attività;

- La **certificazione UNI CEI 11352**: requisito essenziale per poter offrire servizi energetici alle Pubbliche Amministrazioni. La certificazione garantisce la qualità, la competenza e l’affidabilità delle società che la ottengono;
- La **certificazione Class NK Small Wind Turbine Type**: si tratta di una norma che stabilisce i requisiti tecnici e le procedure di prova per le piccole turbine eoliche, cioè quelle con una potenza nominale inferiore a 50 kW. Lo scopo della certificazione è quello di garantire la sicurezza, l’affidabilità e le prestazioni delle piccole turbine eoliche, che possono essere utilizzate per applicazioni isolate o connesse alla rete elettrica. È rilasciata dalla ClassNK, una società giapponese di classificazione navale e certificazione industriale, quindi è valida per il mercato nipponico in cui la Società è presente da qualche anno con la turbina da 20 kW;
- La **certificazione IEC 61400 - 1**: norma internazionale che stabilisce i requisiti di progettazione per le turbine eoliche, al fine di garantire la loro sicurezza e affidabilità. La Società non ha ancora ottenuto questa certificazione ma ha avviato con successo il processo di ottenimento.

CHART 5 – TURBINE FX EVO 16-20-OK



Source: ESPE

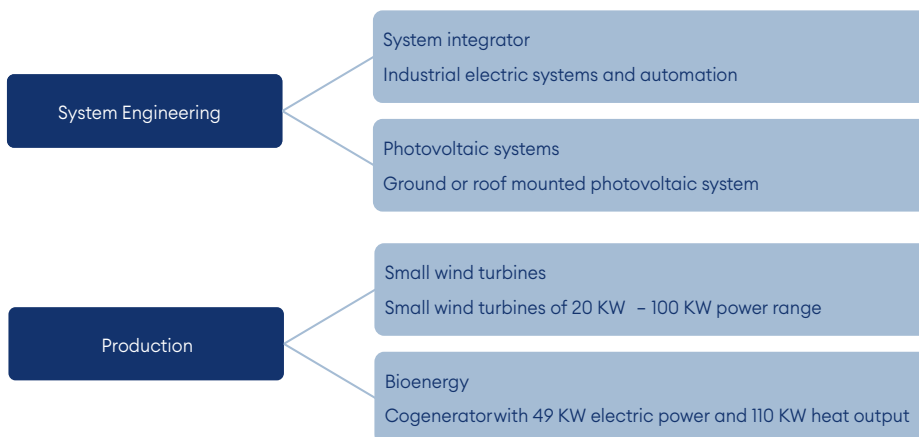
* the turbine received the Small Wind Turbine Certification Class NK

2. Business Overview

2.1 Industry Business System

ESPE opera nel settore delle energie rinnovabili, con un'attività che si distingue tra progettazione e realizzazione di impianti fotovoltaici e tradizionali (divisione Impiantistica) e produzione di aerogeneratori e cogeneratori a biomasse (divisione Produzione).

CHART 6 – ESPE BUSINESS MODEL



Source: ESPE

Questa duplicità, nonostante le affinità, rende necessario evidenziare alcune caratteristiche specifiche delle due divisioni, soprattutto in relazione ai soggetti coinvolti nelle varie fasi delle catene produttive. Le filiere di entrambe le industrie di riferimento possono essere sintetizzate come illustrato nel grafico seguente, ma presentano delle ovvie differenze derivanti dalla peculiarità dei componenti utilizzati e dei soggetti coinvolti, nonché nella clientela di riferimento.

CHART 7 – INDUSTRY BUSINESS SYSTEM



Source: ESPE

Considerando l'elevato livello di innovazione tecnologica che caratterizza entrambi i settori, le attività di ricerca e sviluppo sono alla base dell'operatività di tutti gli operatori coinvolti. L'attività di R&D viene svolta in maniera differente da ognuno di questi, a seconda degli obiettivi: i produttori di componentistica puntano ad offrire prodotti migliori e tecnologicamente più avanzati; gli studi di ingegneria supportano la filiera attraverso l'individuazione di siti idonei alla realizzazione di impianti, siano questi eolici o fotovoltaici, e nel secondo caso aiutano la Società ad ottenere le autorizzazioni necessarie ad avviare le attività di realizzazione dell'impianto; infine, attraverso la collaborazione con università e centri di ricerca, le società del settore, tra cui ESPE, effettuano degli studi in ambito di soluzioni tecniche e modelli in ambito minieolico e analisi di performance sugli impianti fotovoltaici.

I fornitori di riferimento sono i produttori di componentistica e materiali impiegati nella produzione: in entrambe le divisioni, si tratta principalmente di produttori di silicio, moduli e celle, inverter e componenti elettriche, mentre nel caso del fotovoltaico si aggiungono anche strutture di fissaggio e sistemi di sicurezza per la tutela degli impianti. In alcuni casi, soprattutto relativamente all'impiantistica, ci si rivolge anche a produttori di strumenti accessori rispetto all'impianto principale, come software di monitoraggio, sensori ambientali e portali specialistici.

La fase di assemblaggio di questi componenti può avvenire con modalità differenti. In relazione alla divisione Impiantistica e quindi all'attività di EPC, si distinguono gli Independent Power Producer (IPP), società specializzate nella produzione di energia che detengono una struttura interna di Project Management, in grado di acquistare e assemblare le singole componenti con il supporto di soggetti terzi durante l'intero processo, e operatori specializzati, che invece assemblano autonomamente l'intero progetto, operando quindi in qualità EPC contractor, come ESPE.

CHART 8 – PHOTOVOLTAIC SYSTEM REALIZED IN ROVIGO IN 2022



Source: ESPE

Per quanto riguarda la divisione Produzione, invece, la fase di assemblaggio riguarda specifici prodotti finiti quali le turbine minieoliche per gli impianti e i cogeneratori a biomassa. I prodotti assemblati in loco nei vari cantieri o presso le sedi operative di ESPE vengono distribuiti da operatori di logistica specializzati nei vari settori in cui la Società è attiva.

Le attività commerciali e di marketing si basano principalmente sulla partecipazione a fiere e conferenze di settore, oltre a campagne di sponsorizzazione sulle riviste specializzate, che rappresentano una quota importante degli investimenti di marketing. Per le società già affermate nel settore, come nel caso di ESPE, molto spesso l'esperienza e la qualità tecnologica, la conoscenza del mercato italiano e il rispetto delle tempistiche sono i fattori principali che portano i clienti a scegliere i partner nell'esecuzione di progetti complessi, e questo soprattutto nel caso di impianti fotovoltaici a terra di dimensione considerevole. In questo caso, infatti, la clientela è rappresentata da grandi gruppi industriali o IPP, che selezionano l'operatore confrontando diverse offerte ricevute dai diversi uffici commerciali delle aziende che si "candidano" all'esecuzione della commessa; questa dinamica fornisce anche l'opportunità di creare un legame continuativo con i clienti IPP che investono in progetti di dimensioni medio-grandi con una certa regolarità. Entrambe le divisioni Produzione ed Impiantistica si rivolgono ad una clientela tipicamente B2B, mentre la divisione Produzione può anche rivolgersi a comunità ed enti pubblici.

Volendo approfondire la filiera della realizzazione di impianti fotovoltaici, principale attività di ESPE, questa può essere scomposta in quattro fasi:

- **Sviluppo delle autorizzazioni:** fase giuridico-amministrativa che riguarda l'ottenimento delle autorizzazioni necessarie alla cantierabilità del sito selezionato e allo svolgimento dei lavori. Questa attività può essere svolta da studi tecnici locali, da società strutturate indipendenti oppure dagli studi tecnici interni delle grandi utility nazionali;
- **EPC:** si tratta di un mercato molto livellato, con offerta equiparabile tra i vari operatori. ESPE vede il suo vantaggio competitivo nella copertura efficace delle principali fasi della filiera realizzativa, dallo sviluppo dello specifico progetto all'ingegnerizzazione dell'impianto, alla fornitura e installazione dei componenti sino alla vera e propria realizzazione e collaudo dell'impianto;
- **Asset/Plant Management:** attività di gestione e miglioramento dell'efficienza degli impianti. Può anche essere svolta dalle società che commissionano lo sviluppo delle autorizzazioni e la successiva realizzazione dell'impianto;
- **Trading/reselling energetico:** generalmente si tratta di un servizio svolto alle utility, che si sono organizzate con elevate dotazioni finanziarie per coprire e garanzie richieste del mercato. La tendenza attuale mostra l'interesse da parte delle utility di sviluppare e detenere propri parchi energetici per la generazione e cessione di energia prodotta da fonti rinnovabili.

2.2 Value Proposition

CHART 9 – VALUE PROPOSITION



Source: ESPE

La value proposition su cui si fonda il modello di business della Società vede quattro punti fondamentali: l’attenzione verso il cliente, il presidio della value chain, l’attenzione verso l’innovazione e il continuo test dei propri prodotti.

Per cominciare, grazie alla propria esperienza pluriennale nel settore delle energie rinnovabili, la Società è in grado di offrire un servizio rapido, efficace e competitivo. ESPE pone grande attenzione a formare una stretta relazione col cliente, con cui instaura un rapporto one-to-one supportandolo nelle attività di project management e site management grazie alla collaborazione del team di professionisti interno. I prodotti della Società, inoltre, si distinguono sia per la loro affidabilità e sicurezza, che risulta in un numero inferiore di interventi di manutenzione straordinaria grazie alla loro durata e resistenza alle condizioni climatiche avverse, che per la certezza dei costi e tempi di realizzazione, attraverso un’attenta e sostenibile gestione dei flussi di cassa. ESPE si colloca dunque nel mercato di riferimento come un operatore premium, posizione che gli permette di mantenere una fascia di prezzo elevata, coerentemente con la qualità del servizio e dell’impianto fornito e dei buoni rapporti con la clientela che riflette in modo positivo sull’immagine della Società.

Un’altra peculiarità di ESPE è la sua capacità di adattare al meglio la propria offerta in base alle esigenze del cliente, riuscendo in ogni situazione a proporre un prodotto su misura ed efficiente. Questo vantaggio deriva dall’internalizzazione di tutte le fasi principali della value chain, dall’attività di ricerca delle opportunità alle attività finali di post-vendita. La continua collaborazione con importanti centri di ricerca ed università permette anche alla Società di migliorare costantemente la propria offerta, contribuendo così all’evoluzione tecnica del settore delle energie rinnovabili, che negli ultimi anni sta vedendo numerosi progressi, soprattutto nei mercati più recenti come quello del minieolico.

Infine, risultano strategici per la Società i due impianti minieolici di proprietà situati in Sardegna, che consentono di effettuare costantemente test sui prodotti acquisiti e sulle soluzioni sviluppate internamente, prima di immetterli sul mercato. La possibilità di sviluppare questi test di perfezionamento agevola notevolmente il processo di ottenimento delle nuove certificazioni.

2.3 Business Model

2.3.1 Impiantistica

CHART 10 – BUSINESS MODEL SYSTEMS ENGINEERING



Source: ESPE

La divisione Impiantistica vede ESPE offrire i seguenti servizi:

- **Energy System Integrator:** progettazione e realizzazione di cabine di trasformazione di media tensione, distribuzione elettrica, servizi a linee di produzione industriali;
- **EPC Contractor:** studio, progettazione e realizzazione chiavi in mano di impianti fotovoltaici su tetto di piccole-medie dimensioni (> 500 MWp) destinati all'autoconsumo per clienti industriali e di grandi impianti fotovoltaici a terra (> 1 MWp) per conto di IPP, che vendono l'energia prodotta alla rete elettrica;
- **O&M Contractor:** servizio integrato di manutenzione degli impianti realizzati sul territorio nazionale, nel monitoraggio da remoto delle performance e nella garanzia di sicurezza.

In termini di fatturato, la divisione Impiantistica ha avuto un peso maggiore dell'82,0% nel 2022, peso che è aumentato nel primo semestre del 2023 al 97,5% a sua volta divisibile in EPC fotovoltaico (95,8%) e System Integrator (1,7%). Al netto quindi dell'attività di Energy System Integrator, che ha un ruolo relativamente marginale, si può dire che ESPE è principalmente attiva in qualità di EPC Contractor, a cui si affianca il servizio di Operation & Maintenance (O&M).

CHART 11 – ELECTRICITY DISTRIBUTION SYSTEM

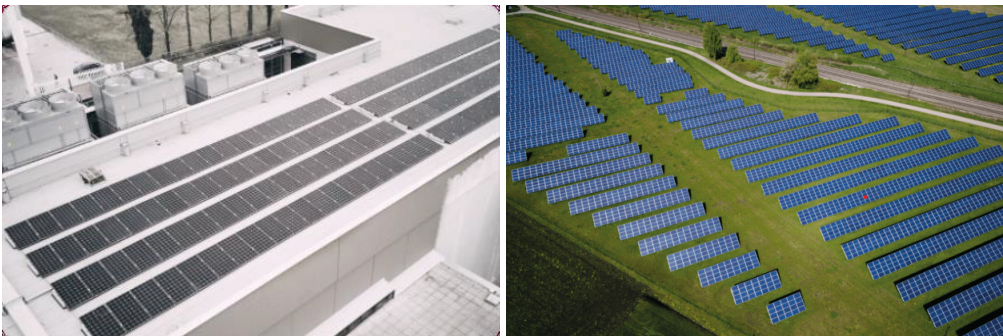


Source: ESPE

La catena del valore della realizzazione di un impianto fotovoltaico vede come prima fase l'identificazione delle opportunità potenziali. ESPE genera una pipeline commerciale sia attraverso contatti e trattative dirette con investitori nel settore energetico, che si rivolgono alla Società per la sua esperienza e qualità tecnologica, che attraverso le già citate attività di marketing, come fiere internazionali e sponsorizzazione su riviste di settore.

Il modus operandi vede il coinvolgimento e la partecipazione al progetto sin dalle fasi iniziali dello sviluppo, in modo da assicurarsi una collaborazione continuativa ed instaurare un rapporto preferenziale con il cliente, aumentando così le possibilità di aggiudicarsi la commessa. La fase negoziale e di acquisizione del progetto è ovviamente fondamentale per definire il margine di commessa: ESPE trae valore aggiunto dalle attività di ingegnerizzazione del progetto e analisi dei costi, svolte da un team interno di tecnici specializzati che individuano soluzioni innovative in termini di tecnologie utilizzate in modo da comporre la migliore offerta possibile a livello tecnico ed economico, assecondando le varie necessità della clientela e ottenendo in cambio garanzie sul pagamento delle milestones e riuscendo a lavorare a cash flow positivi.

CHART 12 – GROUND AND ROOF MOUNTED PHOTOVOLTAIC SYSTEMS



Source: ESPE

Questa trasparenza è garantita dalla capacità di definire già in fase di negoziazione tutti gli investimenti necessari a portare a termine il progetto e di contrattualizzare in partenza i costi di produzione per committente e fornitori, evitando difficoltà finanziarie per la Società. In particolare, le milestones per gli impianti di taglio maggiore riguardano un pagamento anticipato alla firma e gli acconti sulla merce, che consentono ad ESPE di evitare di anticipare le somme necessarie all'acquisto dei materiali e alle attività di avvio e gestione del cantiere; a queste si aggiungono le milestone di avanzamento lavori e la quota finale, successiva al momento del collaudo (o commissioning).

Delineate le varie condizioni e procedure con il committente, si procede alla contrattualizzazione dell'accordo, gestita dall'ufficio legale interno di ESPE, che tra le altre cose identifica anche i vari profili di rischio relativi alle garanzie e agli obblighi contrattuali. Il contratto così definito viene quindi incluso nel backlog in essere, solamente una volta firmato. Come anticipato nei capitoli precedenti, al 5 aprile 2024 ESPE esprime un portafoglio ordini pari a € 97,00 mln, di cui il 98,0% ca. attribuibile appunto a ordini e commesse riferite alla linea di business fotovoltaico. La totalità delle commesse sarà verosimilmente evasa entro il primo semestre 2025, quasi interamente (>99,0%) sul territorio italiano.

Tutte le fasi successive alla negoziazione sono strumentali al raggiungimento del margine al termine di tutte le attività, in quanto le condizioni sono già state definite in partenza. Per quanto riguarda, nel caso degli impianti a terra, l'individuazione del sito di costruzione, questa è generalmente gestita da società di ingegneria/sviluppo terze rispetto ad ESPE e selezionata dal committente; l'attività presuppone una serie di lavorazioni e sistemi accessori non presenti negli impianti a tetto, come indagini geologiche, preparazione del terreno, installazione di opere civili e di sistemi antintrusione. Questa fase avviene di solito prima che il committente individui l'operatore che andrà a realizzare l'impianto, ma in alcuni casi ESPE collabora con il cliente già durante la valutazione dell'investimento e del piano di fattibilità.

La fase di costruzione e commissioning comincia con l'approvvigionamento dei materiali elettrici e specialistici, fondamentale per ottenere prodotti di alta qualità che rispettino determinate caratteristiche tecniche. A tal fine, i fornitori sono selezionati attraverso un rigoroso procedimento di valutazione, che si basa sulle loro caratteristiche tecniche, finanziarie e sul track record. La tendenza in questo caso è quella di rivolgersi direttamente ai produttori di componenti, disintermediando i distributori per aggiudicarsi prezzi più vantaggiosi in fase di acquisto e applicando poi un mark-up in fase di rivendita al cliente. Distinguiamo, infatti, due fattispecie: in alcuni casi, generalmente impianti a tetto di dimensioni più contenute, ESPE si aggiudica in fase di negoziazione anche la gestione totale della fornitura (in particolare di moduli fotovoltaici), in modo da ottenere marginalità più elevate dalla rivendita delle componenti; diversamente, e questo è il caso di impianti a terra con clienti IPP, è il committente a fornire i materiali, non consentendo alla Società di applicare nessun mark-up.

Nel primo caso, i rapporti diretti e consolidati con i produttori consentono di avere una preview sui possibili scostamenti di prezzo nei mesi a venire di moduli, inverter, quadri ecc. e questo consente di ribaltare tempestivamente eventuali variazioni sul cliente finale, correggendo il prezzo prima della stipula sul contratto e bloccando le condizioni di prezzo sulla catena di fornitura.

Successivamente, il dipartimento tecnico si occupa della progettazione esecutiva, ottimizzando le scelte in base alle necessità del cliente e ottenendo così un maggiore livello di personalizzazione rispetto ai competitor, che solitamente esternalizzano questa attività. Inoltre, grazie al consolidato rapporto pluriennale con i principali produttori delle relative tecnologie ed al reciproco scambio di informazioni, ESPE riceve continuamente i nuovi aggiornamenti dai fornitori, incrementando il proprio vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti. La fase di progettazione del layout e struttura dell'impianto e di assemblaggio di moduli, inverter e strutture è solitamente svolta sul cantiere, mentre le attività di produzione, assemblaggio e testing di power station vengono svolte nelle officine delle sedi della Società e poi spedite sul cantiere ricorrendo a trasportatori terzi o interni.

L'ultima fase della catena riguarda i servizi di O&M, che la Società fornisce per gli impianti fotovoltaici per completare la sua offerta. I contratti hanno in questo caso durata solitamente annuale e prevedono un pacchetto di interventi programmati per il controllo tecnico-funzionale degli impianti e per soluzione di eventuali guasti o danni dovuti anche a fenomeni meteo successivi al collaudo; il monitoraggio degli impianti realizzati avviene anche da remoto, mediante l'utilizzo in licenza di due portali dedicati sviluppati da fornitori specializzati. Il servizio viene offerto a fronte di un pagamento di importi fissi, che vengono incassati periodicamente o a fine anno in relazione alle dimensioni dell'impianto. L'attività di O&M consente di rendere continuativi i rapporti con i clienti, aumenta le possibilità di ottenimento di nuove commesse e permette di monitorare nel tempo la performance degli impianti, acquisendo così preziose informazioni per potenziali miglioramenti.

Indicativamente, il processo di ottenimento di una commessa e la fase di realizzazione dell'impianto richiedono tempistiche che variano dai 6 ai 12 mesi, a seconda che si tratti di impianti e terra o a tetto, delle dimensioni dell'impianto e delle varie casistiche.

CHART 13 – PHOTOVOLTAIC SYSTEM REALIZED IN ORTONA IN 2022



Source: ESPE

2.3.2 Produzione

CHART 14 – BUSINESS MODEL PRODUCTION

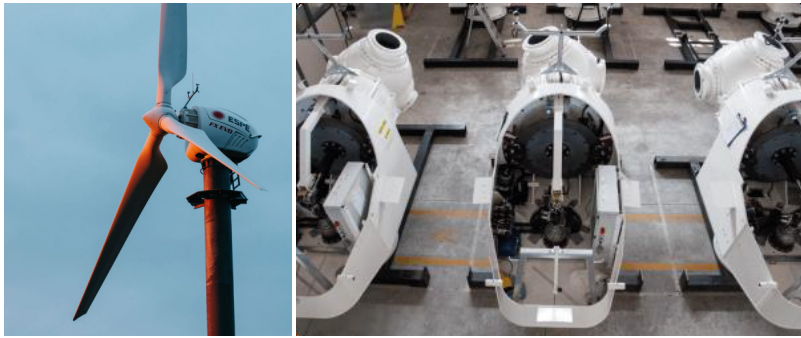


Source: ESPE

La divisione Produzione riguarda:

- **Turbine minieoliche:** ESPE progetta, sviluppa e produce turbine minieoliche di potenza compresa tra 20 kW e 100 kW, destinate sia all'autoconsumo che alla cessione alla rete elettrica dell'energia prodotta, e gli annessi servizi di post-vendita;
- **Cogeneratori a biomassa:** ESPE progetta, sviluppa e produce cogeneratori a biomassa di potenza pari a 49 kW in grado di sfruttare l'energia del legno, destinati all'autoconsumo dell'energia elettrica e termica prodotta, offrendo anche in questo caso relati servizi di post-vendita.

CHART 15 – WIND TURBINES



Source: ESPE

In termini di fatturato, la divisione Produzione ha inciso per il 14,7% del totale, impatto che si è ridotto nel primo semestre del 2023 al 0,9%, dato penalizzato da una concentrazione di ordini dell'eolico principalmente nel secondo semestre dell'anno.

Il modello di business per questa divisione vede un processo produttivo scalabile e flessibile, in modo da mitigare la ciclicità del business di produzione esternalizzando le attività non strategiche della value chain. La fase iniziale di identificazione delle opportunità avviene con le modalità descritte in precedenza, con ESPE che agisce a supporto dei clienti potenziali aiutandoli a valutare l'investimento e la fattibilità del progetto in modo da ottenere canali preferenziali nell'ottenimento delle commesse. Questo supporto si sostanzia nella valutazione della messa in produzione di un lotto di prodotti, siano questi turbine o cogeneratori, in modo da ottimizzare la struttura dei costi fissi e realizzare economie di scala. Una volta ottenuto e registrato il contratto con il supporto del team interno, questo viene incluso nel backlog in essere; ad oggi, il backlog relativo alla divisione Produzione è pari a circa € 0,60 mln e riguarda la vendita di turbine per totali 200 kW.



Source: ESPE

Le attività di produzione e collaudo dei prodotti oggetto dei contratti prevedono delle fasi simili a quelle descritte in precedenza, soprattutto relativamente all’attenta selezione dei fornitori in base alla qualità e alle caratteristiche tecniche di materie prime e semilavorati. Questi componenti vengono successivamente lavorati da aziende partner sulle specifiche esecutive fornite da ESPE, evitando la lavorazione interna per non appesantire la struttura di costi fissi e rimanere flessibile nella gestione della stagionalità in caso di alta o bassa richiesta di mercato. Concluse le lavorazioni sui componenti, gli impianti e le macchine prodotte vengono collaudate internamente da un team dedicato, nonostante la prassi del settore vede questa attività svolta da operatori terzi, per garantire un monitoraggio tecnico e prestazionale che minimizzi le future problematiche. Il servizio post-vendita riguarda invece il monitoraggio delle prestazioni e la manutenzione programmata, oltre alla risoluzione di eventuali problemi o guasti.

2.4 Progetti principali e Track record

Nel corso di circa 50 anni di attività, ESPE ha partecipato a diversi progetti di elevato standing. Ne citiamo alcuni relativi a ciascuna divisione.

2.4.1 Impiantistica

- Nel 2008, la Società ha partecipato al primo project financing realizzato in Italia per un importo di oltre € 23,00 mln per un importante gruppo attivo nel settore immobiliare. Questo ha interessato la fornitura e la posa in opera di impianti fotovoltaici per 4 parchi a terra nei Comuni di Soletto e Squinzano (LE) per complessivi 4 MWp, ponendo le basi per lo sviluppo di questa modalità di finanziamento;
- Nel 2012, ESPE ha realizzato il primo impianto fotovoltaico a servizio di una comunità nativa in Canada, denominato “Alderville First Nation” e dalla potenza di 5,7 MWp. Il progetto ha creato diversi posti di lavoro nella comunità, che ha contribuito all’installazione dei 23.000 moduli fotovoltaici che compongono l’impianto;
- Nel 2022, ESPE ha realizzato ad Ortona (CH), in Abruzzo, un impianto fotovoltaico con una potenza di 8,7 MWp, per conto di un importante gruppo industriale internazionale attivo nel settore dell’adult care. L’impianto garantisce al committente la produzione, compravendita e consumo in sito di circa 11.600 MWh di energia elettrica all’anno, equivalente al consumo di più di 3.500 clienti domestici;
- Sempre nel 2022, la Società ha concluso a Badia Polesine (RO), in Veneto, i lavori di realizzazione di un parco fotovoltaico in grado di erogare 25 MWp di potenza, per conto di un importante gruppo francese produttore indipendente di energia. L’impianto a terra, realizzato in circa 8 mesi, copre un’estensione di 30 ettari ed è il più grande impianto realizzato in Veneto negli ultimi 10 anni, nonché il più grande mai realizzato da ESPE;
- Nel 2023, la Società ha concluso 5 impianti a terra per una potenza complessiva totale di circa 32 MW. In particolare, sono stati portati a termine 2 impianti a terra ad Oviglio (AL) per 13 MWp, 2 impianti a terra a Timsoara in Romania per 9 MWp e un impianto a terra a Monselice (PD) per 10 MWp.
- 2, con una potenza complessiva di 13 MWp, per conto di un grande gruppo italiano attivo nel settore dell’energia, un impianto a terra a Monselice (PD) con potenza complessiva di 10 MWp, per conto di un importante committente che ha investito nelle energie rinnovabili con l’obiettivo di vendere l’ener-

gia in rete; 2 impianti a terra a Timisoara, in Romania, con potenza complessiva di 9 MWp per conto di un importante committente rumeno.

CHART 17 – PHOTOVOLTAIC SYSTEM AT BADIA POLESINE



Source: ESPE

2.4.2 Produzione

- Nel 2018, ESPE ha realizzato la turbina eolica al Passo Pennes (BZ), situata ad un'altitudine di più di 2.200 metri. Si tratta della turbina eolica off-grid a più alta quota in Italia, e dimostra la capacità di installazione in condizioni di lavoro estreme, che hanno portato alla personalizzazione della turbina e delle pale in modo da garantire l'utilizzo in sicurezza anche nei mesi invernali. Il sistema così realizzato, che integra anche l'impianto fotovoltaico, fornisce energia pulita senza bisogno di allacciamento alla rete;
- Nel 2019, ESPE ha fornito un cogeneratore a biomassa e il relativo software per l'integrazione che è stato utilizzato come sistema di alimentazione di emergenza in caso di catastrofe. La Società ha fornito il cogeneratore e il software per l'integrazione nella prefettura di Okayama (Giappone).



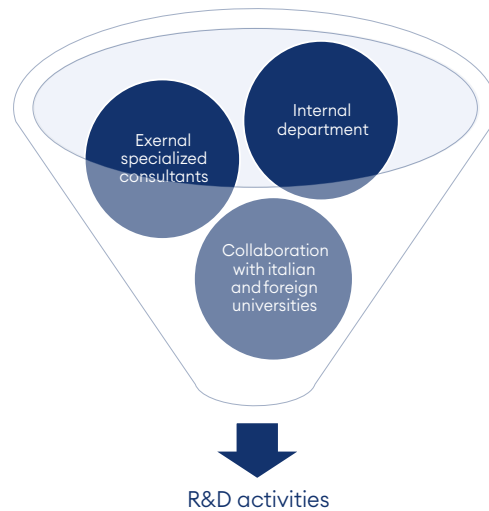
Source: ESPE

2.5 R&D

Il settore delle energie rinnovabili richiede un flusso continuo di investimenti, essendo relativamente recente e quindi caratterizzato da un elevato tasso di crescita tecnologica. Per posizionarsi in modo competitivo all'interno del mercato, ESPE può contare sulle innovazioni provenienti da tre diverse fonti.

Innanzitutto, la Società è dotata di un reparto interno di R&D, composto un team specializzato nello sviluppo di tecnologie relative al settore delle rinnovabili e con particolare focus ai settori eolico e biomassa. Dal 2011, inoltre, la Società ha deciso di esternalizzare alcune attività specialistiche di ricerca, finalizzate allo sviluppo di determinati prodotti ed al conseguimento di specifiche certificazioni, affidate a consulenti specializzati ed a università italiane ed europee. In particolare, con le Università di Padova, Napoli e Edimburgo si sono effettuate ricerche in ambito minieolico per lo sviluppo di soluzioni tecniche, simulazioni, modelli teorici che hanno consentito la realizzazione degli aerogeneratori all'avanguardia che costituiscono l'attuale portafoglio prodotti; con altri centri di ricerca, invece, si collabora per l'analisi di performance su alcuni impianti fotovoltaici e per lo sviluppo di nuove soluzioni in ambito biomasse.

CHART 19 – R&D INTERNAL AND EXTERNAL PLAYERS



Source: ESPE

Il reparto interno di ricerca e sviluppo si occupa di studiare e proporre le analisi di fattibilità sui nuovi prodotti, sia nei settori correnti che analizzando l'ingresso in nuovi mercati. In particolare, al suo interno ESPE possiede una molteplicità di competenze diverse, ma trasversali tra loro, dalla fluidodinamica alla scienza dei materiali, dall'impiantistica all'elettronica. Grazie ad un alto livello di preparazione tecnica, la Società presenta sul mercato sistemi all'avanguardia, tra cui:

- L'**innovativa configurazione bipala** della nuova generazione di turbine minieoliche, che, grazie alla presenza di due sole pale invece delle tradizionali tre, risulta in una maggiore efficienza e resistenza alle condizioni climatiche avverse, inoltre genera benefici in termini economici riducendo la spesa per materiali.
- Il **gassificatore ad alta temperatura** di cogeneratore a biomassa, che permette di avere un processo di gassificazione più stabile e pulito, migliorando l'affidabilità e la durata del sistema.

2.6 Clienti e fornitori

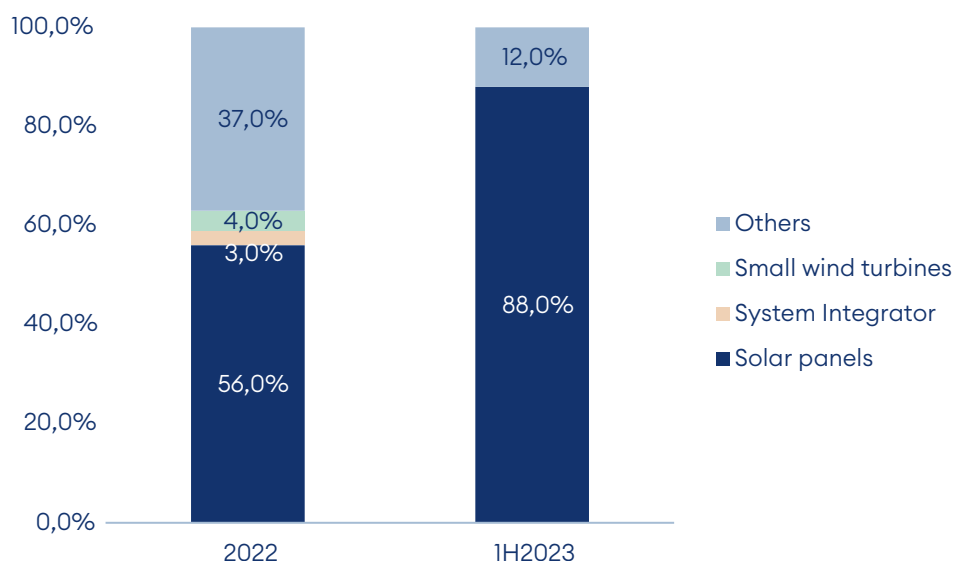
2.6.1 Clienti

ESPE opera attraverso il canale B2B con una clientela, come anticipato, rappresentata da: aziende industriali che intendono diventare indipendenti dal punto di vista energetico, IPP e utilities che vogliono integrare la propria offerta con fonti rinnovabili e fondi di investimento specializzato. La divisione Produzione estende la propria offerta anche a comunità ed enti pubblici.

Il 63,0% del fatturato del 2022 è riconducibile ai primi 10 clienti, con una notevole incidenza del cliente maggiore, che ha generato il 22,0% circa del fatturato annuale. Questa dinamica è ovviamente influenzata dalle diverse tipologie di commesse: il cliente principale è il committente dell'impianto realizzato a Badia Polesine (RO), mentre gli altri rientranti nei primi 10 riguardano sempre la realizzazione di impianti di grande dimensione. Al netto di questi dati, solo nel 2022 si contano più di 100 commesse chiuse, con un ticket di € 0,25 mln circa, a dimostrazione della composizione eterogenea della clientela di ESPE.

Similmente, nel primo semestre del 2023, si nota un'incidenza dei primi 10 clienti sul fatturato pari a circa l'88,0%, con i primi due clienti che generano il 39,0% e il 22,0% del fatturato; per conto del primo, sono stati completati 3 cantieri per circa 14 MWp e € 11,00 mln, mentre per il secondo è stato realizzato un impianto da 10 MWp per un corrispettivo di € 10,00 mln. Nel corso dei primi sei mesi, si contano 61 commesse chiuse con un ticket medio di € 0,50 mln, quasi in raddoppio rispetto all'esercizio precedente e indice di una strategia societaria che si sposta sempre di più verso l'esecuzione di lavori di grande dimensione.

CHART 20 – TOP 10 CLIENTS BREAKDOWN BY SEGMENT FY22A VS 1H23A



Source: ESPE, Integrae SIM elaboration

Tipicamente il rapporto col cliente è di tipo one shot, cioè si esaurisce con lo svolgimento della singola commessa. Tuttavia, ESPE si caratterizza per un tasso di retention particolarmente elevato, e spesso accade che alcuni importanti clienti, come grandi aziende industriali, si rivolgano nuovamente alla Società per l'esecuzione di ulteriori progetti.

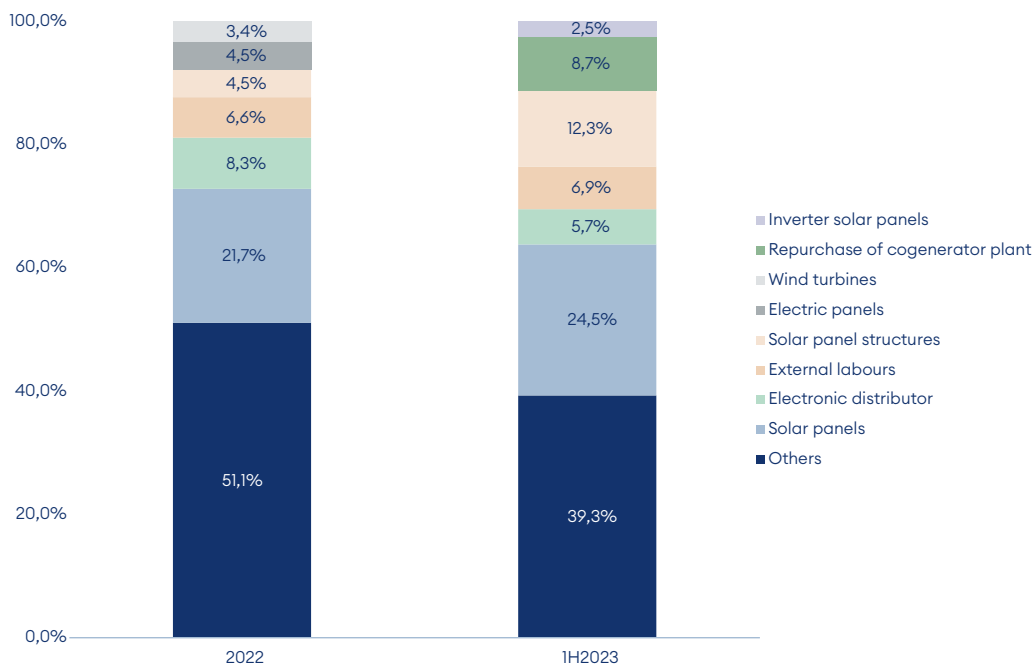
2.6.2 Fornitori

ESPE si avvale di una serie di collaborazioni di lunga durata con operatori che collaborano sia alla realizzazione dell'impianto che alle fasi di monitoraggio successive, ma le spese principali fanno riferimento all'approvvigionamento di materie prime e accessori finalizzati all'assemblaggio dei componenti. Nel contesto dei contratti di realizzazione di impianti, la Società punta sempre ad fornire il materiale reperito tramite fornitori all'interno dei diversi progetti, applicando un markup sulla vendita, ma in alcuni casi, soprattutto per le commesse di maggiori dimensioni, è il cliente stesso a fornire le componenti principali (pannelli fotovoltaici ed inverter).

Nonostante ESPE vanti un'ampia lista di più di 600 fornitori, si nota una discreta concentrazione nel mercato di approvvigionamento. Infatti, nel corso del primo semestre del 2023 circa il 60,7% degli acquisti proviene dai 10 maggiori fornitori, segnando un aumento della concentrazione rispetto all'esercizio 2022 in cui il dato era pari al 48,9%. Analogamente alla dinamica sui clienti, il fenomeno è imputabile all'incremento del numero di commesse a terra, che implicano maggiori volumi di fatturato e dunque necessitano acquisti più rilevanti sui singoli fornitori rispetto alle commesse a tetto e alle altre linee di business.

Infatti, mentre nell'esercizio precedente il fornitore più rilevante (sempre attinente ai moduli fotovoltaici) pesava per l'8,8% sugli acquisti complessivi, nella prima parte del 2023 il dato è aumentato fino al 17,9%.

CHART 21 – TOP 10 SUPPLIERS BREAKDOWN BY SEGMENT FY22A VS 1H23A



Source: ESPE, Integrae SIM elaboration

Nonostante la tendenza sopra evidenziata, nel processo di approvvigionamento dei materiali a più alto valore la Società riesce a diversificare gli acquisti, come ad esempio per i moduli fotovoltaici, inverter, strutture e tracker. Di conseguenza, ESPE riesce sempre a negoziare le condizioni di acquisto più favorevoli all'interno del mercato, conservando comunque gli elevati standard qualitativi della fascia premium.

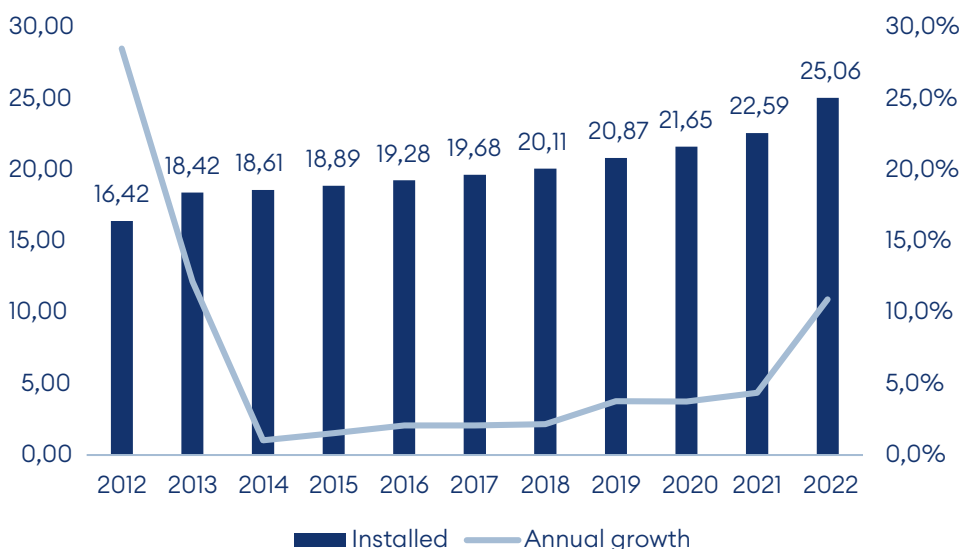
3. Il mercato

ESPE opera in vari ambiti all'interno del settore energetico, con focus specifico sulle energie rinnovabili. Si possono distinguere tre diversi mercati, che saranno trattati separatamente visto le loro peculiari caratteristiche: il fotovoltaico, l'eolico e le bioenergie.

3.1 Il mercato del fotovoltaico in Italia

La capacità fotovoltaica installata in Italia risulta pari a 25,06 GW nel 2022, con un totale di 1,22 mln di impianti realizzati. In relazione all'andamento del settore, negli ultimi 10 anni si evidenzia un boom iniziale, con una straordinaria crescita del 28,5% e del 12,2% rispettivamente nel 2012 e 2013, ed una stabilizzazione del trend nel corso del periodo successivo attorno ad un tasso del 4,0% annuo. Il 2022 è stato un anno caratterizzato da ingenti investimenti, con nuovi impianti per un totale di 2,50 GW, equivalente ad una crescita del 10,9% rispetto l'anno precedente.

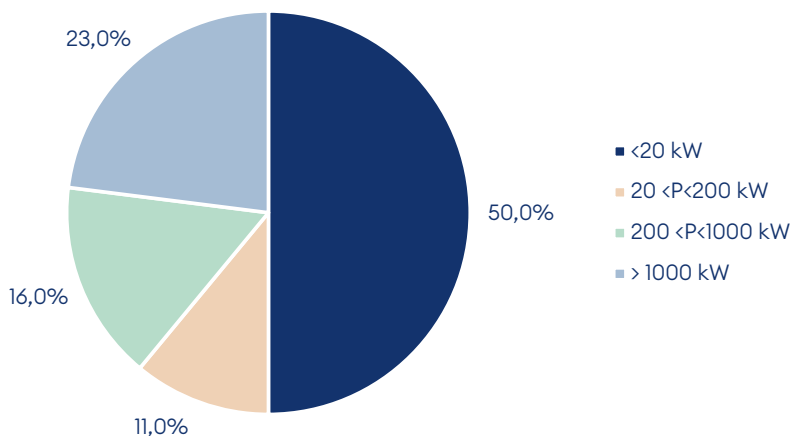
CHART 22 – TOTAL POWER OF SOLAR PANELS INSTALLED IN ITALY (GW)



Source: Terna, Integrae SIM elaboration

In relazione alle dimensioni delle strutture installate, circa la metà degli impianti presenti nel Paese risulta di taglia intermedia, cioè tra i 20 kW e 1 MW, mentre l'altra metà è equamente suddivisa tra impianti di piccola taglia (< 20 kW) ed impianti di grandi dimensioni (> 1 MW). Tuttavia, nel corso degli ultimi anni il peso degli impianti di dimensioni inferiori sta aumentando, per via delle maggiori installazioni dei consumatori privati, che preferiscono sempre di più investire in questo tipo di energia rispetto a quelle tradizionali, anche a causa dell' impatto del Superbonus 110%. Nel corso del 2022, infatti, metà delle nuove installazioni proviene da impianti di piccola taglia, il 23,0% da impianti di grandi dimensioni, e la parte restante proviene per il 16,0% da impianti medio-grandi (tra i 200 e i 1000 kW), e per l'11,0% da impianti medio-piccoli (tra i 20 e i 200 kW).

CHART 23 – BREAKDOWN BY SIZE OF NEW SOLAR PANELS INSTALLED IN ITALY IN 2022



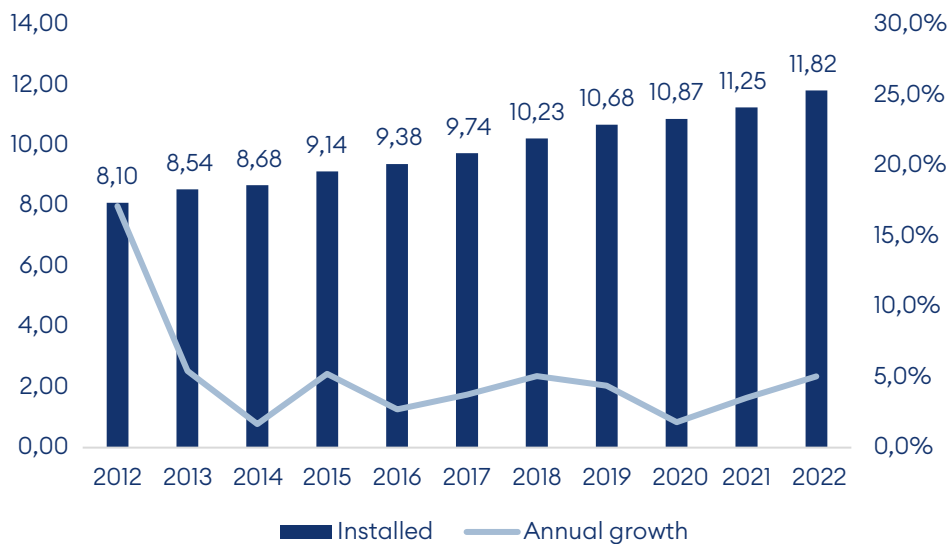
Source: Renewable Energy Report 2023, Politecnico di Milano, Integrae SIM elaboration

Per quanto riguarda la ripartizione territoriale delle nuove installazioni, si nota la notevole rilevanza del Nord Italia, in cui è stato installato il 56,1% dei nuovi impianti, mentre il Sud e il Centro contribuiscono rispettivamente per il 26,6% e il 17,3% dei nuovi impianti.

3.2 Il mercato dell'eolico in Italia

Il segmento eolico risulta più modesto in termini di volumi, con 11,82 GW di potenza installata nel 2022, circa la metà del rispettivo valore nel fotovoltaico. Anche in questo caso, si evidenzia una trend stabile negli ultimi dieci anni, con una crescita che si attesta attorno al 4,0%, dopo una crescita iniziale del 17,1% nel 2012.

CHART 24 – TOTAL POWER OF WIND TURBINES INSTALLED IN ITALY (GW)



Source: Terna, Integrae SIM elaboration

Nel mercato italiano dell'energia eolica, il numero di impianti è di gran lunga inferiore rispetto al settore fotovoltaico, con 5.985 unità a fine 2022, che implica una taglia media di gran lunga superiore. Il 92,4% degli impianti sono di taglia superiore ai 10 MW, installati principalmente nella parte meridionale del Paese e nelle isole, dove le caratteristiche morfologiche sono particolarmente adatte al tipo di impianti; il restante 7,6% è equamente diviso tra il Centro e il Nord Italia.

Anche in questo settore, tuttavia, si evidenzia la recente tendenza di riduzione della taglia media: dei 208 nuovi impianti installati nel 2022, quasi tutti impianti onshore, 187 (89,9%) sono di potenza inferiore a 1 MW, 4 impianti hanno medie dimensioni (>1 MW, <10 MW) mentre 17 (8,2%) hanno dimensioni maggiori di 10 MW. In questo mercato c'è ancora una notevole distanza rispetto agli altri Paesi europei, come Germania, Spagna e Francia, in cui gli investimenti nel settore sono di entità maggiore, anche a causa della conformazione geografica decisamente più favorevole.

3.3 Il mercato delle bioenergie in Europa

Attraverso l'attività di produzione relativa ai cogeneratori a biomassa, la Società si colloca anche all'interno del mercato italiano delle bioenergie. Questo mercato, anche a causa dell'assenza di una normativa specifica di settore, ha un'incidenza complessiva sul settore delle energie rinnovabili di gran lunga inferiore rispetto ai più maturi mercati del fotovoltaico e dell'eolico, con soli 4,05 GW installati al 2022.

Rispetto agli altri Paesi europei, l'Italia si colloca al terzo posto per capacità complessiva, dopo Regno Unito e Germania, che producono rispettivamente 9,00 GW e 17,00 GW; tutti gli altri possiedono una capacità produttiva di gran lunga inferiore e mostrano una crescita inferiore all'1,0%, ad eccezione del Regno Unito, che registra un tasso di crescita attorno al 2,0%.

3.4 Driver di mercato: politiche energetiche

ESPE opera in un settore fortemente influenzato dalle politiche energetiche nazionali ed europee, che nel corso degli ultimi anni hanno sviluppato diversi piani volti ad affrontare le attuali sfide ambientali e climatiche. Ovviamente, questi programmi hanno enormi effetti sul mercato energetico, che struttura la propria offerta soprattutto in base alle decisioni politiche. Visto la rilevanza del tema e la necessità di un'azione congiunta tra i vari Stati, si possono identificare separatamente sia degli obiettivi nazionali che degli obiettivi comunitari, stabiliti dalle politiche energetiche europee.

3.4.1 Politiche energetiche italiane

In Italia, i target nazionali di riferimento sono contenuti all'interno di due documenti normativi:

- **Il Piano per la Transizione Ecologica (PTE):** si tratta di un piano strategico, approvato dal Consiglio dei Ministri a giugno 2022, finalizzato ad affrontare le attuali sfide ambientali e climatiche attraverso un cambiamento del modello di sviluppo del Paese in modo da renderlo più sostenibile, resiliente e competitivo. In particolare, il PTE definisce le azioni e gli obiettivi dell'Italia per raggiungere la neutralità climatica, una maggiore protezione dell'ambiente ed uno sviluppo sostenibile entro il 2050. Il Piano si articola in dieci diverse tematiche che coprono vari settori dell'economia e della società, tra cui spicca il tema della decarbonizzazione. In questo ambito, l'obiettivo è quello di portare avanti il processo di azzeramento delle emissioni di origine antropica di gas a effetto serra fino allo zero netto nel 2050, mentre al 2030 viene ripor-

tato l'obiettivo intermedio del taglio delle emissioni del 55,0%.

- La **National Long-Term Strategy (NLTS)**: si riferisce alla strategia nazionale a lungo termine che l'Italia ha adottato per rispettare gli impegni assunti con l'Accordo di Parigi e gli obiettivi dell'Unione Europea sull'energia e sull'azione per il clima. La NLTS definisce le azioni e le mete per raggiungere la neutralità climatica entro il 2050, riducendo le emissioni di gas serra e aumentando la resilienza agli impatti dei cambiamenti climatici. Nello specifico, partendo da uno scenario di riferimento, relativo alla proiezione delle attuali tendenze energetico-ambientali e delle dinamiche esogene di PIL e della popolazione, ne risulta un divario emissivo rispetto allo scenario target riferimento; quindi, la strategia sviluppa un conseguente scenario di decarbonizzazione. La NLTS si configura come uno strumento dinamico e flessibile, che verrà aggiornato periodicamente in base ai progressi e alle esigenze del Paese.

TABLE 3 – ITALIAN CURRENT VS TARGET GHG EMISSIONS AND RENEWABLES DATA

	Current (2022)	2030 Objectives - PTE	2050 Objectives - NLTS
GHG emissions (net)	418 mln Ton CO ₂ e	-55,0%	0
Renewables % on total energy consumes	31,0%	72,0%	80,0% - 90,0%
Energy production from renewables	63,6 GW	125,5 - 130,5 GW	240 GW - 350 GW

Source: Renewable Energy Report 2023, Politecnico di Milano

Tuttavia, si evidenzia che questi obiettivi sono particolarmente ambiziosi rispetto ai trend attesi per il futuro, e ciò è ancora più evidente per gli obiettivi europei esposti nel paragrafo successivo. Perciò, nel corso degli ultimi anni sono stati necessari ulteriori interventi legislativi che costituiscono dei meccanismi di supporto, in grado di dare una svolta significativa all'installazione di impianti fotovoltaici, in particolare per quelli di media e grande taglia che supportano maggiormente il raggiungimento dei target previsti.

In particolare, nel 2019 è stato emanato il decreto Fer, replicato nel 2022 col Fer2, provvedimento curato dal Ministero della Tradizione ecologica e da quello dell'Economia, per sostenere, attraverso incentivi dedicati, la produzione elettrica di impianti rinnovabili innovativi o con costi di generazione elevati. Entrambi i decreti supportano la costruzione e la diffusione di impianti fotovoltaici sia di piccola che di grande taglia, di impianti eolici on e off shore e di centrali elettriche a biogas e a biomassa. Gli incentivi non sono solamente di natura economica, ma riguardano anche delle rimodulazioni e semplificazioni relative all'iter autorizzativo per questi impianti.

Tutti questi provvedimenti risultano in linea col Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), che considera prioritario il tema della transizione ecologica e mira a ridurre le emissioni di gas serra, a migliorare l'efficienza energetica ed a promuovere le fonti rinnovabili.

Perciò, all'interno della seconda missione del piano, denominata "Rivoluzione Verde e Transizione Ecologica", si identificano le diverse opportunità introdotte a favore delle fonti rinnovabili, per cui sono stati stanziati complessivamente € 68,60 mld.

3.4.2 Politiche energetiche europee

Per affrontare le attuali sfide climatiche ed ambientali non è sufficiente l'azione dei singoli Stati, bensì un unico programma comunitario è molto più efficace. Perciò, da diversi anni l'Unione Europea sta proponendo diversi obiettivi di medio e lungo termine relativi alla decarbonizzazione e all'efficientamento energetico.

Il primo rilevante pacchetto di misure energetiche risale al 2007, col "Climate & Energy Package", approvato per aumentare la sicurezza energetica dell'UE, e per promuovere la crescita verde. In seguito, l'orizzonte temporale dei successivi piani è aumentato gradualmente, dapprima col "2030 Climate & Energy Framework" adottato nel 2014 e successivamente col piano "A Clean Planet for all 2050 long-term strategy" presentato nel 2018.

Ad oggi, il programma di riferimento è rappresentato dal Green Deal europeo, avviato dalla Commissione europea nel 2019, che definisce la strategia dell'UE per conseguire l'obiettivo di neutralità climatica entro il 2050. In particolare, si tratta di un pacchetto di iniziative strategiche che mira ad avviare l'UE sulla strada di una transizione verde, attraverso la trasformazione in una società equa e prospera con un'economia moderna e competitiva, adottando un approccio olistico e intersettoriale in cui tutti i settori strategici contribuiscono all'obiettivo ultimo in materia di clima.

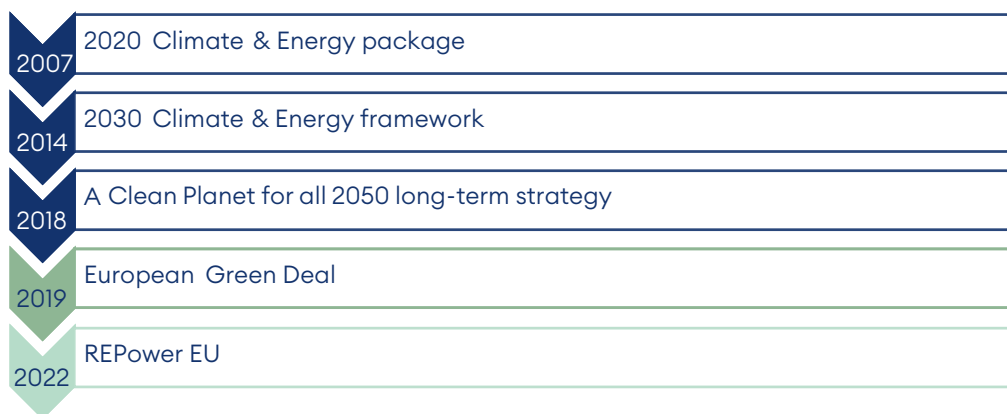
Successivamente, sono stati emanati diversi pacchetti di riforme dalla Commissione europea, sempre a sostegno degli obiettivi del Green Deal, tra cui:

- Il **piano Fit for 55** (2021): questo prevede una riduzione delle emissioni di gas serra del 55,0% entro il 2030, rispetto al valore del 1990. Il programma utilizza una serie di strumenti, tra cui: il sistema di scambio di quote di emissione (Emission Trading System), che è stato efficientato dal pacchetto attraverso l'estensione a diversi settori produttivi e con la riduzione dei permessi disponibili alle imprese; il meccanismo di adeguamento della tassazione del carbonio alle frontiere (Carbon Border Adjustment Mechanism), che costringe le aziende internazionali attive nei settori altamente inquinanti a pagare dei dazi qualora queste vogliano importare in UE dei beni prodotti al suo esterno; e il regolamento sulla condivisione degli sforzi, che vincola gli Stati membri a lavorare autonomamente per rispettare i target anche nei settori che non

sono soggetti all'ETS, come l'agricoltura o i rifiuti.

- Il **RePowerEU** (2022): è finalizzato al risparmio dell'energia, alla produzione di energia pulita ed alla diversificazione del portafoglio energetico, attraverso una serie di misure finanziarie e legislative che cercano di costruire le infrastrutture necessarie. Il piano prevede dei provvedimenti attuabili nel breve termine ed altri da realizzarsi nel medio periodo, tra cui l'introduzione di un nuovo sistema di governance e di alcuni indicatori di prestazione finalizzati a monitorare i progressi verso i target.

TABLE 4 – STEPS IN EUROPEAN ENERGY POLICY



Source: Il Consiglio dell'Unione europea – Consilium, Integrae SIM elaboration

4. Posizionamento Competitivo

TABLE 5 – MAIN COMPETITORS (2022 DATA)

Company (€/mln)	VoP 2022	Ebitda 2022	Ebitda % 2022	Net Income 2022	Net Income % 2022	NFP 2022
STE Energy	31,70	1,65	5,2%	(0,13)	n.m.	3,01
Comal	77,76	6,93	8,9%	3,36	4,3%	7,35
Sunnerg Group	8,62	0,52	6,0%	0,57	6,6%	(0,96)
Tonello Energie	28,89	2,33	8,1%	1,19	4,1%	(2,46)
CMC Europe	93,26	0,76	0,8%	1,08	1,2%	n/a
Median	31,70	1,65	6,0%	1,08	0,04	1,03
ESPE	45,09	1,18	2,6%	0,22	0,5%	4,83
ESPE (FY23A)	59,38	4,16	7,0%	1,63	2,7%	1,77

Source: Orbis, Integrae SIM elaboration

I principali competitor nel settore del fotovoltaico sono rappresentati da società attive sia nel mercato nazionale che in quello europeo. Tra queste si evidenziano:

- STE Energy Srl:** è una società italiana che opera come general contractor a livello internazionale nel settore delle energie rinnovabili e delle infrastrutture elettriche. Si occupa di progettare, costruire e gestire impianti di produzione di energia, ed è attiva in quattro diversi rami: idroelettrico, fotovoltaico, cogenerazione e impiantistico. La società, con sede a Padova, è stata fondata nel 2006 ed è parte del gruppo Sorgent.e.;
- Comal SpA:** società italiana attiva in Italia e all'estero. Comal realizza impianti fotovoltaici all'avanguardia di grande potenza, con formula EPC-M e O&M, coprendo tutte le fasi della filiera di realizzazione: si occupa, infatti, della progettazione, costruzione di componenti strutturali e robotici, installazione, collaudo, commissioning e manutenzione dell'impianto, offrendo quindi un servizio chiavi in mano. La società, con sede a Viterbo, è stata fondata nel 2001;
- Sunnerg Group Srl:** è un general contractor e service provider specializzato nella progettazione e realizzazione di progetti chiavi in mano nel mercato B2B delle energie rinnovabili, con particolare focus sul settore del fotovoltaico. Sunnerg Group offre soluzioni integrate per la produzione, lo stoccaggio e la distribuzione di energia pulita, come le micro-reti, le smart grid e i veicoli elettrici ed è attivo in diversi Paesi europei e sudamericani. La società ha sede a Milano ed è stata fondata nel 2017;

- **Tonello Energie Srl:** società italiana attiva come EPC contractor nel settore delle rinnovabili, specializzata nel settore fotovoltaico ed idroelettrico e nell'innovativo trattamento dei rifiuti con la generazione del biometano. L'azienda offre un servizio chiavi in mano alle imprese ed ai privati che intendono realizzare impianti fotovoltaici. La società, con sede a Vicenza, è stata fondata nel 2008 ed è parte del gruppo Tonello Srl;
- **CMC Europe AG:** è una società ungherese che opera nel settore dell'energia rinnovabile e delle infrastrutture elettriche a livello internazionale. La società si occupa di una serie di attività, in particolare: sviluppo, costruzione e gestione di progetti di energia pulita in diversi paesi, tra cui Ungheria, Italia e Spagna; fornitura di soluzioni ingegneristiche multidisciplinari e gestione dei progetti per impianti idroelettrici, fotovoltaici, eolici e di biogas; collaborazione con partner locali e istituzioni finanziarie per promuovere la transizione energetica e la cooperazione industriale. CMC Europe, parte del gruppo CMC, è stata fondata nel 2019 ed ha sede a Budapest. I dati esposti nella tabella fanno riferimento ai risultati sul territorio italiano.

La caratteristica principale dei diretti competitor di ESPE è l'ampia diversificazione in diversi settori energetici e non, che si riflette in una marginalità lievemente maggiore rispetto a quella della Società. ESPE, infatti, producendo ricavi in gran parte attraverso il settore fotovoltaico e spendendo ingenti risorse nella ricerca e sviluppo di attività non ancora profittevoli, mostra nel 2022 una marginalità inferiore rispetto ai competitor. Tuttavia, attraverso l'aumento previsto dei volumi e la futura stabilità dei costi, imputabile alla normalizzazione attesa per i prezzi delle materie prime, e l'aumento del taglio medio delle commesse, si prevede un significativo aumento della marginalità nei prossimi anni: il dato di fine anno 2023 mostra proprio questa evoluzione, con un EBITDA margin che sale dal 2,6% al 7,0%.

In relazione al posizionamento di ESPE all'interno del contesto competitivo, la Società intende distinguersi come operatore premium attraverso l'offerta di un servizio di alta qualità. Rispetto ai competitor diretti, infatti, la Società è l'unica a raggruppare tutti gli elementi necessari per offrire un servizio completo, e quindi adatto a soddisfare ogni potenziale esigenza dei clienti. Nello specifico, ESPE offre sia impianti a tetto che a terra e possiede internamente i reparti di project management e di R&D, ritenuti fondamentali a causa della complessità dei progetti e per l'importanza dell'innovazione all'interno del settore. Infine, ESPE si distingue per il suo track record internazionale, in cui spiccano i progetti in Romania e le diverse partnership in Regno Unito ed in Giappone, e per la diversificazione del suo ampio background, imputabile ai diversi anni di esperienza nel settore energetico.

4.1 SWOT Analysis

Strengths:

- Track record storico e di successo che rendono ESPE punto di riferimento in Italia nei business presidiati;
- Flessibilità organizzativa e capacità di fornire risposte rapide al mercato grazie anche al know-how ed expertise del personale;
- Visibilità sul fatturato grazie al backlog di ordini maggiore di € 97,00 mln;
- Consolidati e continuativi rapporti professionali con importanti clienti e fornitori del settore sul territorio nazionale;
- Capacità di acquistare direttamente dai produttori di componenti, disintermediando i distributori;
- Presidio delle principali fasi dell'intera catena del valore;
- Sinergie tra le divisioni ed integrazione tra soluzioni per la massimizzazione di economie di scala;
- Presenza di un reparto R&D interno per soluzioni all'avanguardia.

Weaknesses:

- Dimensioni della Società ancora ridotte rispetto ai grandi competitor e agli obiettivi di crescita;
- Marginalità inespressa dalla fase di sviluppo dei progetti;
- Difficoltà nella ricerca e selezione di personale tecnico qualificato a causa della complessità del mercato del lavoro;
- Mercato dei prodotti (minieolici e cogenerazione) poco costante.

Opportunities:

- Grande crescita attesa nel mercato delle energie rinnovabili, in particolar modo il business fotovoltaico e a seguire il minieolico;
- Aumento del livello di penetrazione commerciale del business minieolico in paesi ad alto potenziale di sviluppo, quali ad esempio gli USA;
- Introduzione di regolamentazione che promuove il ricorso a fonti energetiche con diverse misure sempre più orientate al processo autorizzativo piuttosto che alle semplici sovvenzioni.

Threats:

- Elevata competitività nel mercato degli EPC;
- Evoluzione del contesto macroeconomico globale con instabilità geopolitica, andamento dell'inflazione e dei tassi di interesse;
- Appesantimento dei costi di struttura in risposta all'aumento della dimensione media delle commesse;
- Rischi finanziari derivanti dallo sviluppo di grandi parchi rinnovabili;
- Possibili cambiamenti nel quadro normativo di riferimento (ostacoli al processo autorizzativo degli impianti da energia rinnovabile).

5. Economics & Financials

TABLE 6 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	18,27	36,52	42,74	70,00	96,55	113,40
Work in progress	0,24	8,26	16,12	9,30	10,00	11,00
Other Revenues	0,49	0,31	0,52	0,70	0,20	0,20
Value of Production	19,00	45,09	59,38	80,00	106,75	124,60
COGS	10,32	28,05	30,45	43,60	58,20	67,00
Services	5,43	12,66	20,01	26,50	35,00	40,00
Use of Asset owned by others	0,27	0,31	0,48	0,50	0,50	0,50
Employees	2,35	2,72	3,78	3,90	4,30	4,85
Other operating costs	0,21	0,18	0,51	0,50	0,50	0,50
EBITDA	0,43	1,18	4,16	5,00	8,25	11,75
<i>EBITDA Margin</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,7%</i>	<i>9,4%</i>
D&A	0,23	0,68	1,31	0,80	0,85	0,90
EBIT	0,20	0,50	2,85	4,20	7,40	10,85
<i>EBIT Margin</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,9%</i>	<i>8,7%</i>
Financial Management	(0,08)	(0,13)	(0,32)	(0,30)	(0,25)	(0,20)
EBT	0,12	0,37	2,53	3,90	7,15	10,65
Taxes	0,04	0,14	0,90	1,00	2,00	3,10
Net Income	0,07	0,22	1,63	2,90	5,15	7,55

BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY22A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	2,02	2,63	3,98	5,65	5,80	5,90
Account receivable	9,14	13,18	6,96	29,00	35,40	41,55
Inventories	7,56	20,07	41,17	26,50	29,00	31,00
Account payable	5,48	12,28	14,86	19,00	22,35	25,80
Operating Working Capital	11,23	20,97	33,26	36,50	42,05	46,75
Other receivable	2,60	4,11	4,35	3,75	3,40	2,85
Other payable	5,77	16,69	30,53	28,50	29,80	31,00
Net Working Capital	8,06	8,40	7,09	11,75	15,65	18,60
Severance Indemnities & Other Provisions	0,61	0,82	0,80	1,15	1,35	1,55
NET INVESTED CAPITAL	9,47	10,21	10,27	16,25	20,10	22,95

Share Capital	0,50	0,50	2,00	2,37	2,37	2,37
Reserves	4,58	4,66	4,88	7,98	10,88	16,03
Net Income	0,07	0,22	1,63	2,90	5,15	7,55
Equity	5,15	5,38	8,50	13,25	18,40	25,95
Cash & Cash Equivalent	1,56	1,60	3,20	1,70	2,30	6,60
Short Term Financial Debt	5,22	5,36	3,28	3,20	3,00	2,80
M/L Term Financial Debt	0,66	1,07	1,69	1,50	1,00	0,80
Net Financial Position	4,32	4,83	1,77	3,00	1,70	(3,00)
SOURCES	9,47	10,21	10,27	16,25	20,10	22,95

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	0,50	2,85	4,20	7,40	10,85
Taxes	0,14	0,90	1,00	2,00	3,10
NOPAT	0,35	1,95	3,20	5,40	7,75
D&A	0,68	1,31	0,80	0,85	0,90
Change in receivable	(0,33)	1,31	(4,66)	(3,90)	(2,95)
Change in inventories	(4,04)	6,23	(22,04)	(6,40)	(6,15)
Change in payable	(12,50)	(21,10)	14,67	(2,50)	(2,00)
Change in others	6,80	2,59	4,14	3,35	3,45
Change in NWC	9,42	13,60	(1,43)	1,65	1,75
Change in provisions	0,21	(0,02)	0,35	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	0,91	4,55	(0,31)	2,55	5,90
Capex	(1,29)	(2,7)	(2,5)	(1,0)	(1,0)
FREE CASH FLOW	(0,38)	1,89	(2,78)	1,55	4,90
Financial Management	(0,13)	(0,32)	(0,30)	(0,25)	(0,20)
Change in Debt to Bank	0,54	(1,46)	(0,27)	(0,70)	(0,40)
Change in Equity	0,01	1,50	1,85	(0,00)	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,03	1,61	(1,50)	0,60	4,30

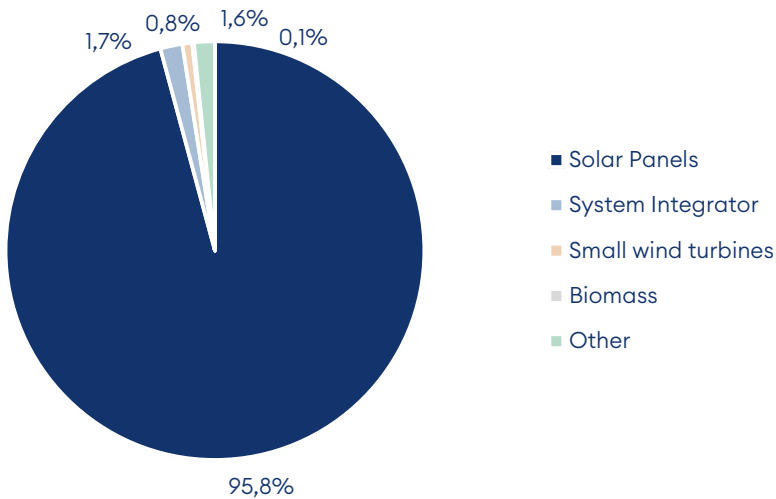
Source: Integrae SIM

5.1 1H23A Results

Il primo semestre 2023 ha visto ESPE proseguire con successo nel proprio percorso di crescita, con risultati ancora una volta trainati dal settore fotovoltaico. I ricavi delle vendite 1H23A si sono attestati a € 29,24 mln contro i € 12,76 mln (+129,1%) del 1H22A, con il 95,8% (€ 28,01 mln, superiore al valore di fine anno 2022) derivante dalla realizzazione di impianti fotovoltaici.

Il valore della produzione è invece pari a € 26,83 mln (+89,0% vs. € 14,20 mln al 1H22A), in quanto considera la riduzione dei lavori in corso su ordinazione per circa € 4,70 mln causata dalla chiusura nel primo semestre dell'anno dei lavori su importanti commesse avviate nel 2022.

CHART 25 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT 1H23A



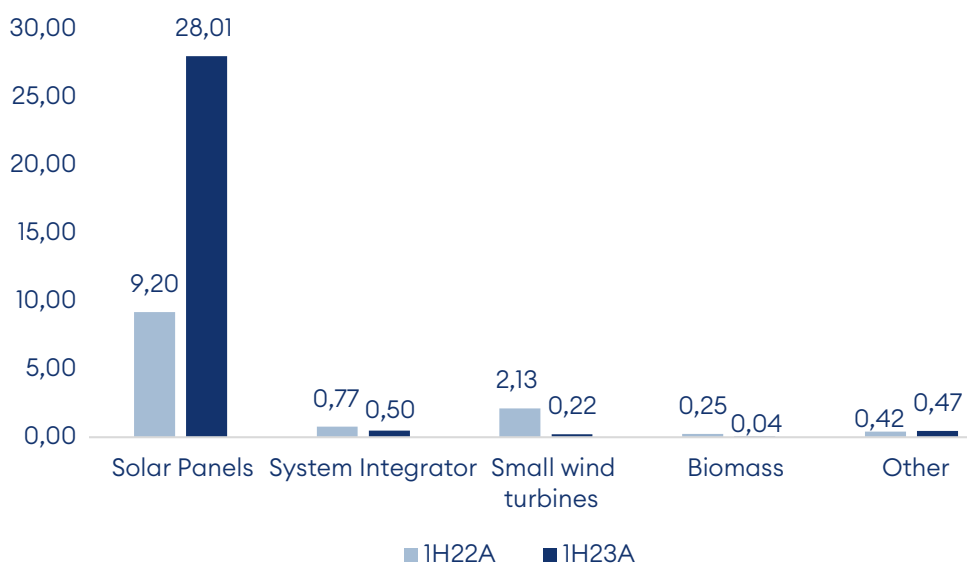
Source: ESPE

Il grafico conferma il buon andamento della strategia commerciale e aziendale di ESPE, che si è concentrata sulla realizzazione di impianti a tetto per grossi gruppi industriali con logica di autoconsumo e di impianti a terra per clienti IPP per la vendita di energia prodotta.

Significativamente ridotto invece il contributo delle altre linee di business, non solo in termini percentuali ma anche assoluti: il minieolico risulta in calo da € 2,13 mln nel 1H22A a € 0,22 mln nel 1H23A, le biomasse passano da € 0,25 mln a € 0,04 mln mentre la linea System Integrator vede ricavi in calo da € 0,77 mln a € 0,50 mln nel primo semestre 2023.

Specifichiamo però che, soprattutto nel caso del minieolico, questa differenza è causata da un fenomeno di stagionalità che vede la grande maggioranza degli ordinativi di aerogeneratori concentrata nella seconda metà dell'anno, pertanto i risultati attesi sono in linea con l'esercizio precedente; nel caso delle biomasse, si attendono nuovi sbocchi in seguito all'introduzione di normative tecniche che consentano l'autoconsumo dell'energia prodotta.

CHART 26 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT 1H23A VS 1H22A (€/MLN)



Source: ESPE

In generale, nonostante l'evoluzione del business spinga sempre nella direzione del fotovoltaico, la Società vede nella diversificazione dei mercati uno dei propri capisaldi, in quanto consente di restare aggiornati sugli sviluppi tecnologici e commerciali in settori e Paesi che presentano buone possibilità di crescita nel medio-lungo periodo. L'attività di System Integrator, in particolare, resta di importanza strategica anche in termini commerciali, in quanto prova ai clienti la trasversalità della competenza dei tecnici di ESPE, oltre a fornire un servizio di gestione di qualsiasi tipo di intervento senza ricorrere a terzi, il che trasmette un messaggio di garanzia e affidabilità.

L'EBITDA di periodo risente in maniera limitata dei forti incrementi dei prezzi dei materiali (alluminio e acciaio in primis) e del ricorso ad appaltatori terzi per completare importanti cantieri fotovoltaici, attestandosi a € 1,38 mln dato addirittura superiore al dato di fine anno 2022, € 1,18 mln e in crescita del 334,8% rispetto al dato 1H22A, pari a € 0,32 mln. L'incremento della marginalità, da 2,2% del 1H22A a 5,1% nel primo semestre 2023, conferma la capacità di sfruttamento di economie di scala all'aumentare del fatturato e beneficia delle sinergie tra i vari reparti e dell'ottimizzazione dei processi, che risultano in un risparmio derivante da un più attento monitoraggio dei cantieri.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,79 mln, è pari a € 0,59 mln (vs. € 0,13 mln all'1H22A), con un EBIT margin del 2,2%; il Net Income raggiunge invece i € 0,43 mln, nonostante l'aumento dei costi relativi agli oneri finanziari.

Nel corso del periodo, la Società ha versato una caparra per l'acquisto di un terreno nel comune di Carmignano di Brenta (PD) di circa 11.000 mq, che sarà destinato alla prossima realizzazione di un capannone industriale di circa 5.800 mq per il deposito di materiali; l'acquisto del terreno è stato poi perfezionato nel mese di luglio, dopo la chiusura del primo semestre. La Società ha acquisito, inoltre, una partecipazione dello 0,8% nella società di diritto greco Bio-Based Energy Technology PC (BIO2CHP), con la finalità di sviluppare un nuovo cogeneratore alimentato a biomasse di scarsa qualità, come materiali residuali nel settore agricolo; i tempi di attuazione del progetto sono relativamente lunghi, ma offrono una prospettiva interessante sul potenziale di ESPE nel comparto biomasse.

Relativamente al Patrimonio Netto, invece, segnaliamo un aumento di capitale gratuito di circa € 1,50 mln, derivante dalla rinuncia al rimborso da parte di ESPE Tecnologie Srl (controllante al 82,05% del capitale di ESPE) di un credito da finanziamento per importo di € 2,40 mln. Il credito era inizialmente vantato nei confronti di ESPE dalla società correlata Rinnovabili Holding Srl, titolare del fabbricato di Grantorto nel quale la Società ha la propria sede principale; in seguito, al rimborso parziale di € 0,80 mln, il credito è stato acquistato da ESPE Tecnologie Srl che ha appunto espresso formale rinuncia al rimborso, costituendo una riserva patrimoniale in capo ad ESPE. Il capitale sociale ammonta, ad oggi, ad € 2,00 mln.

La struttura patrimoniale mantiene la prevalenza degli investimenti in capitale circolante necessari a garantire lo svolgimento delle attività di realizzazione di grandi commesse relative al fotovoltaico; segnaliamo solamente una differenza in diminuzione degli anticipi ricevuti da clienti, per effetto della chiusura di alcuni cantieri e il conseguente scarico degli anticipi. Al netto di queste variazioni, si nota un leggero peggioramento della NFP che passa da € 4,83 di fine anno 2022 a € 6,29 mln del 30 giugno 2023.

Nel corso dell'anno sono state portate a termine, tra le altre, le seguenti commesse:

- 2 impianti a terra ad Oviglio (AL), con una potenza complessiva di 13 MWp, per conto di un grande gruppo italiano attivo nel settore dell'energia;
- un impianto a terra a Monselice (PD) con potenza complessiva di 10 MWp, per conto di un importante committente che ha investito nelle energie rinnovabili con l'obiettivo di vendere l'energia in rete;
- 2 impianti a terra a Timisoara, in Romania, con potenza complessiva di 9 MWp per conto di un importante committente rumeno.

5.2 FY23A Results

Il bilancio di esercizio 2023 è il primo chiuso dalla Società dopo la quotazione in Borsa: in data 20 febbraio 2024, infatti, le azioni ESPE hanno ricevuto l'ammissione alle negoziazioni sul segmento Euronext Growth Milan, con il 22 febbraio fissato come primo giorno di negoziazioni. L'ammissione è avvenuta con il collocamento di 1.849.000 azioni ordinarie di nuova emissione ad un prezzo unitario di € 1,00, a cui si aggiungono 277.500 azioni esistenti, corrispondenti a circa il 15,0% del collocamento, provenienti dall'esercizio dell'opzione green-shoe concessa da Espe Technologie Srl.

Al 31 dicembre 2023, ESPE ha generato un valore della produzione pari a € 59,38 mln, in crescita del 31,7% rispetto ai € 45,09 mln del FY22A grazie alla crescita del business fotovoltaico, che ha beneficiato di diverse nuove commesse per installazione di impianti fotovoltaici a terra. I ricavi di vendita, pari a € 42,74 mln, sono anch'essi in aumento del 17,0% rispetto al 2022 e sono generati principalmente in Italia (95,0%). La divisione impiantistica, come anticipato, impatta sul risultato positivo con ricavi pari a € 40,80 mln, in aumento del 35,9% rispetto al 2022 grazie alla linea di business fotovoltaico.

L'EBITDA segue l'evoluzione dei ricavi e beneficia anche dell'ottimizzazione nella gestione interna delle commesse e dell'ottenimento di nuovi ordini di maggiori dimensioni e durata pluriennale, attestandosi a € 4,16 mln e più che triplicando il dato al 31 dicembre 2022, pari a € 1,18 mln. L'EBITDA margin, di conseguenza, passa del 2,6% al 7,0%. È opportuno evidenziare che qualora l'EBITDA margin fosse calcolato sui ricavi, questo risulterebbe più elevato, raggiungendo il 9,7% per il FY23A (vs. 3,2% del FY22A). Tuttavia, data la natura pluriennale di alcune commesse in corso di realizzazione al 31 dicembre 2023, è preferibile considerare come base di calcolo il valore della produzione, al fine di realizzare una rappresentazione più fedele della realtà economica.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 1,31 mln, ammonta a € 2,85 mln (vs. € 0,50 mln del FY22A) con EBIT margin del 4,8%. Positivo anche il Net Income, pari a € 1,63 mln vs. € 0,22 mln.

Con riferimento alla situazione patrimoniale, si nota un forte miglioramento della NFP, che raggiunge il valore di € 1,77 mln (debito) rispetto ai € 4,83 mln di fine anno 2022. Il valore ha beneficiato della generazione di cassa nel corso dell'esercizio derivante dall'attività caratteristica.

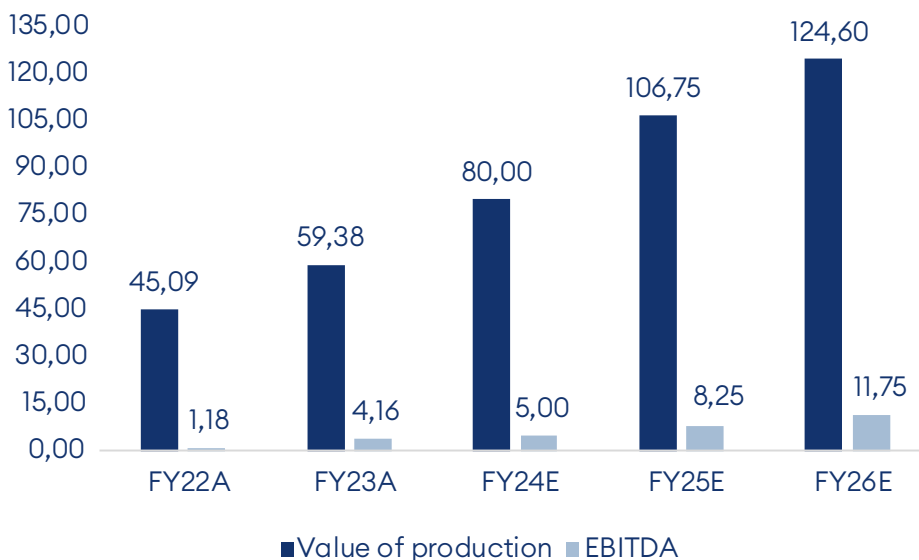
Si chiude molto positivamente quindi il 2023 di ESPE, che inizia il 2024 con l'operazione di successo in Borsa e con l'ottenimento di diverse importanti commesse che anticipano un 2024 in ulteriore miglioramento. Tra queste, oltre a quelle citate nel precedente paragrafo relative a lavori portati a termine nel primo semestre, la Società ha ottenuto:

- Una commessa dal valore di € 17,80 mln per la realizzazione di 5 impianti fotovoltaici nel nord italia, per conto di un cliente IPP italiano. Gli impianti avranno una potenza complessiva di 36 MWp e saranno completati entro il primo semestre 2025;
- Una commessa dal valore di € 7,20 mln per la realizzazione di 2 impianti fotovoltaici in provincia di Macerata e Sassari, per un cliente tra i principali produttori e commercializzatori di energia da FER in Italia. Gli impianti avranno potenza complessiva pari a 11 MWp e saranno completati entro il 2024;
- Una commessa dal valore di € 6,10 mln per la realizzazione di un impianto fotovoltaico in provincia di Bari, per conto di un IPP estero. L'impianto avrà potenza di 12 MWp e sarà ultimato entro la fine del 2024;
- Una commessa dal valore di € 11,30 mln per la realizzazione di un impianto fotovoltaico a terra in provincia di Roma, per conto di un IPP italiano. L'impianto avrà una potenza di 20,6 MWp e sarà ultimato entro il primo semestre del 2025.

Questi accordi, ottenuti nei primi mesi del 2024, portano il portafoglio ordini della Società ad un valore di € 97,00 mln (al 5 aprile 2024), rispetto ai € 49,7 mln di fine 2023, e dimostrano l'ottima evoluzione del business che si sposta sempre di più verso la realizzazione di impianti di grandi dimensioni.

5.3 FY24E - FY26E Estimates

CHART 27 – VOP AND EBITDA FY22A – FY26E (€/MLN)



Source: ESPE

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione, che passerà secondo le nostre stime dai € 45,09 del 2022 a € 124,60 mln previsti per il FY26E, con un CAGR sui ricavi FY23A-FY26E pari al 28,0%, in linea con il mercato fotovoltaico che cresce con un CAGR previsto del 21,2% (Renewable Energy Report, Politecnico di Milano).

La stima è ampiamente giustificata dai piani di sviluppo e dalle strategie di rafforzamento avviate da ESPE, oltre che dall'accelerata sull'attività di realizzazione di impianti fotovoltaici a terra e a tetto che prosegue il trend degli ultimi anni: la crescita dei ricavi relativi a questa linea di business è stata pari al +171,1% tra il 2021 e il 2022 e maggiore del 100,0% tra il 2022 e il 2023, considerando anche la forte visibilità sui risultati 2024, garantita dal backlog di ordini pari a € 97,00 mln circa da erogare entro la fine del primo trimestre 2025.

L'obiettivo della Società, nonostante il focus rimanga l'attività di EPC, è quello di crescere in tutte le aree di business di riferimento, dal business storico del System Integrator alla divisione Produzione, caratterizzata dallo sviluppo di tecnologia proprietaria.

La preponderanza del fotovoltaico, però, ci suggerisce di utilizzare un approccio prudente nel valutare i volumi di ricavo nel corso degli anni di piano: le previsioni FY24E-FY26E considerano ricavi per eolico, biomasse e System Integrator sostanzialmente flat rispetto ai risultati 2022 e si basano sulla crescita esclusivamente lato fotovoltaico, che stimiamo ave-

re un'incidenza sul fatturato sempre maggiore del 90,0%.

Relativamente a questa divisione, i risultati saranno trainati dai seguenti driver:

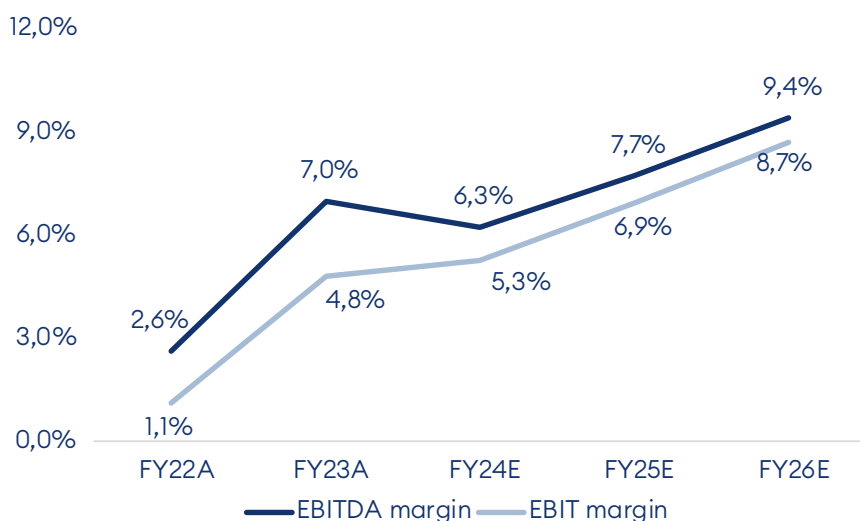
- Direzione del mercato verso l'utilizzo di energia da fonte rinnovabile (eolico e fotovoltaico in primis) rispetto all'energia tradizionale;
- Importante backlog di ordini già confermato e previsto in crescita;
- Aumento della dimensione media degli impianti realizzati, confermata dalle importanti commesse ottenute nel primo trimestre 2024;
- Espansione della struttura organizzativa e del personale;
- Realizzazione del nuovo magazzino per sviluppare ulteriormente il business.

La progressione dei ricavi è indotta dalla crescita delle commesse acquisite, seguendo il trend crescente di offerte richieste ad ESPE e considerando le relazioni consolidate con la clientela composta da gruppi industriali locali in diversi settori ma soprattutto da clienti di tipo IPP, che investono con una certa regolarità in progetti di taglio medio-grande (>3 MWp) creando meccanismi di Customer Retention. Questo meccanismo risulta in una crescita del taglio medio delle commesse e di conseguenza in maggiori volumi di vendita e maggiore visibilità sui ricavi in un orizzonte temporale di 9-12 mesi, garantita dai contratti firmati e inclusi nel backlog.

A questo si affianca il crescente impatto dell'attività O&M, stimata quasi costante nel corso del piano ma con alte potenzialità in termini di fidelizzazione della clientela e presidio delle relazioni commerciali.

La progressione dei ricavi è indotta dalla crescita delle commesse acquisite, seguendo il trend crescente di offerte richieste ad ESPE e considerando le relazioni consolidate con la clientela composta da gruppi industriali locali in diversi settori ma soprattutto da clienti di tipo IPP, che investono con una certa regolarità in progetti di taglio medio-grande (>3 MWp) creando meccanismi di Customer Retention. Questo meccanismo risulta in una crescita del taglio medio delle commesse e di conseguenza in maggiori volumi di vendita e maggiore visibilità sui ricavi in un orizzonte temporale di 9-12 mesi, garantita dai contratti firmati e inclusi nel backlog. A questo si affianca il crescente impatto dell'attività O&M, stimata quasi costante nel corso del piano ma con alte potenzialità in termini di fidelizzazione della clientela e presidio delle relazioni commerciali.

CHART 28 – EBITDA AND EBIT MARGIN FY22A – FY26E



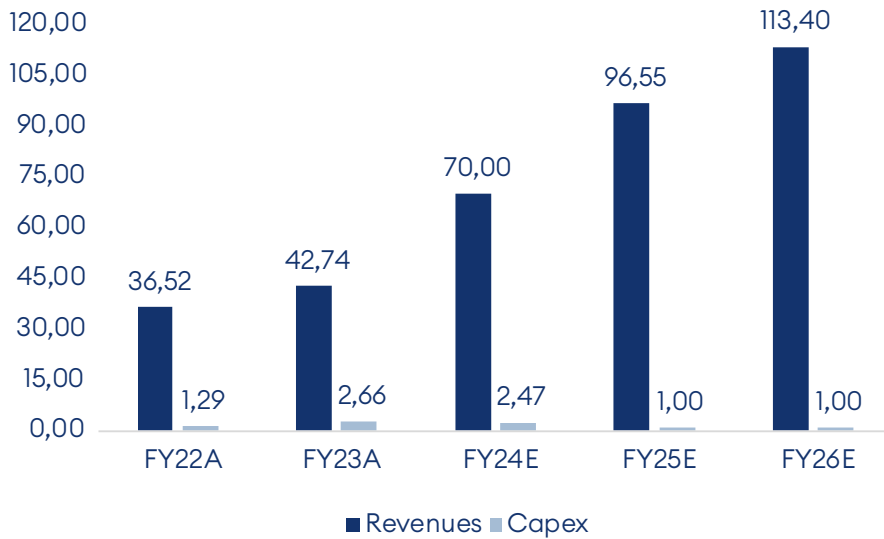
Source: ESPE

Ci aspettiamo un EBITDA in crescita più che proporzionalmente rispetto al valore della produzione, con un dato che passa da € 5,00 mln di fine anno 2024 ad un valore stimato di € 11,75 mln nel FY26E.

In termini di marginalità, il dato si traduce in un EBITDA margin del 7,0% nel 2023 in crescita fino al 9,4% nel FY26E, con un incremento annuo secondo il trend storico di crescita della redditività di ESPE. Il miglioramento dei margini sarà dovuto ad un efficientamento di tutte le voci di costo, inizialmente per la normalizzazione dei prezzi delle materie prime, accessori e semilavorati, il cui aumento ha rallentato la crescita negli ultimi due anni, ed in seguito per lo sfruttamento di economie di scala derivanti dalla crescita dei volumi relativi al fotovoltaico, soprattutto a partire dal 2024.

A questo si aggiunge una riduzione dell'incidenza dei costi del personale: la Società ha lavorato nell'ultimo periodo ad un rafforzamento della struttura organizzativa-produttiva sia in termini operativi che commerciali, implementando l'organico in modo da affrontare con tempestività ed efficienza l'aumento della domanda e le crescenti dimensioni dei cantieri in fase di realizzazione, oltre allo sfruttamento di strategie di insourcing di alcune fasi ad alto valore aggiunto.

CHART 29 – REVENUES AND CAPEX FY22A – FY26E (€/MLN)

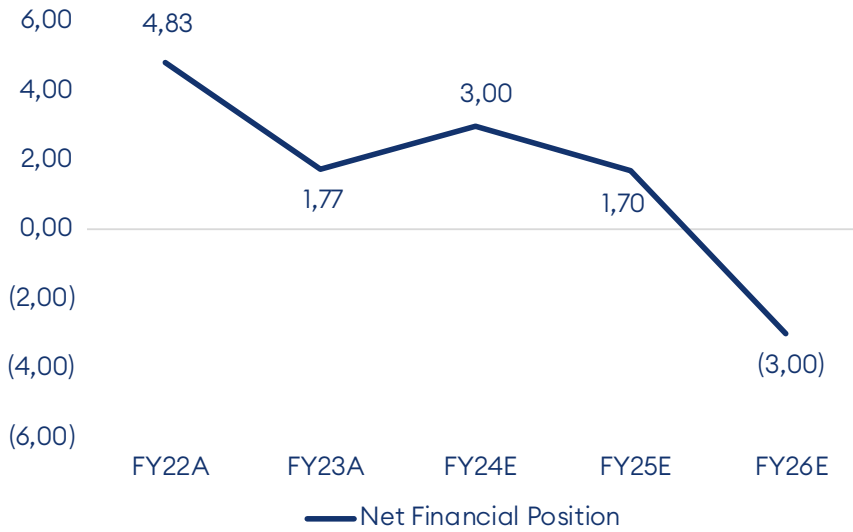


Source: ESPE

Il piano di investimenti per il periodo 2024-2026 ammonta ad un totale di circa € 4,50 mln e riguarda gli investimenti funzionali al sostegno delle attività. Abbiamo ipotizzato la necessità di dedicare la maggior parte degli investimenti all’acquisto di beni materiali in vista dell’incremento dei volumi di attività, tra cui macchine operatrici, attrezzature e autocarri, a cui si aggiunge anche il già citato investimento per l’acquisto del terreno che sarà destinato alla realizzazione di un capannone ad uso magazzino.

Gli investimenti in beni immateriali, invece, fanno riferimento al minieolico e in particolare all’ottenimento delle certificazioni necessarie per la distribuzione di aerogeneratori e turbine in Paesi in cui la Società vorrebbe espandere le attività, tra cui Grecia, USA e Nord Europa.

CHART 30 - NFP FY22A - FY26E



Source: ESPE

Stimiamo infine che ESPE possa migliorare la propria NFP nei prossimi anni, arrivando nel FY26E ad un valore cash positive pari a circa € 3,00 mln. Il miglioramento deriva dai flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica, ipotizzando il rinnovo di tutte le esposizioni a breve termine e il mancato ricorso a nuove fonti di indebitamento a lungo termine.

5.4 Use of Proceeds

La Società ha effettuato la quotazione sul segmento Euronext Growth Milan di Borsa Italiana al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del proprio percorso di crescita. ESPE, in particolare, ha pianificato come obiettivo post raccolta una strategia di consolidamento della posizione competitiva nel segmento fotovoltaico, attraverso l'accelerazione della crescita organica trainata da:

- Investimenti in attrezzature specialistiche di cantiere, necessarie ad operare con successo nel mercato energetico ed efficientare l'attività Impiantistica;
- Costruzione di un deposito per accelerare lo sviluppo del business;
- Sviluppo delle attività O&M anche attraverso partnership con operatori del settore;
- Ampliamento dell'offerta sul mercato della cogenerazione a biomassa;
- Ingresso nel mercato minieolico statunitense con la produzione e distribuzione di turbine minieoliche in loco.

A queste linee guida strategiche di crescita interna, si aggiunge la volontà della Società di utilizzare i fondi raccolti per favorire la crescita anche per linee esterne, attraverso operazioni di M&A. L'obiettivo della Società a lungo termine è l'integrazione strategica di filiera, attraverso l'ampliamento del business all'attività di sviluppo delle autorizzazioni con la finalità di proporre nuove commesse già dotate del contratto di costruzione. Un'acquisizione di questo tipo garantirebbe ad ESPE la copertura di tutta la filiera del fotovoltaico oltre all'ottenimento di marginalità molto più elevate.

6. Valuation

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

6.1 DCF Method

TABLE 7 – WACC

WACC				9,7%
D/E 17,6%	Risk Free Rate 3,2%	β Adjusted 0,6	α (specific risk) 2,5%	
K_d 5,5%	Market Premium 7,8%	β Relevered 0,5	K_e 10,7%	

Source: *Integrae SIM*

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di marzo 2024 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- K_e è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei competitor;

- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 9,7%.

TABLE 8 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO Actualized	6,94	11,1%
TV Actualized DCF	55,50	88,9%
Enterprise Value	62,44	100,0%
NFP (FY23A)	1,77	
Equity Value	60,67	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un equity value di € 60,7 mln.

TABLE 9 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
	3,0%	97,2	87,7	79,8	73,1	67,3	62,3	58,0
	2,5%	89,1	81,1	74,2	68,4	63,3	58,9	54,9
	2,0%	82,3	75,4	69,4	64,3	59,8	55,8	52,2
	1,5%	76,6	70,5	65,3	60,7	56,6	53,0	49,8
	1,0%	71,6	66,3	61,6	57,5	53,8	50,6	47,6
	0,5%	67,3	62,6	58,4	54,6	51,3	48,3	45,7
	0,0%	63,5	59,3	55,5	52,1	49,1	46,3	43,8

Source: Integrae SIM

6.2 Multiples Method

6.2.1 Composizione del panel

- **Comal SpA**

Comal è una società fondata nel 2001 con sede in Italia che progetta e costruisce impianti fotovoltaici all'avanguardia di grande potenza con formula EPC-M e O&M coprendo tutte le fasi della filiera di realizzazione, dalla progettazione all'installazione, collaudo, commissioning e manutenzione dell'impianto, offrendo un servizio chiavi in mano. Parallelamente alla realizzazione di impianti, la Società detiene una fabbrica per la produzione di tracker a marchio proprio e svolge anche operazioni di manutenzione ordinaria e straordinaria presso centrali di produzione di energia da fonti convenzionali, perlopiù centrali termoelettriche. Comal può vantare il fatto di essere attualmente il primo costruttore di impianti in Italia per quanto riguarda la fascia produttiva da 5MW fino a 80-100MW, oltre ad essere pioniere nella realizzazione di impianti in Grid Parity, ossia con rendimento economicamente conveniente senza bisogno di incentivazione pubblica.

- **Innovatec SpA**

Innovatec è una holding di partecipazioni con sede in Italia attiva nel settore dei servizi dell'efficienza energetica e della sostenibilità ambientale. La società offre soluzioni innovative end-to-end per rispondere in modo personalizzato e completo alle esigenze dei propri clienti nei business della circolarità e della sostenibilità. Tramite la business unit Efficienza Energetica e Rinnovabili, Innovatec gestisce una pipeline di progetti fotovoltaici di grande taglia in sviluppo e autorizzazione con scopo di cessione post costruzione (servizio chiavi in mano) o di produzione di energia da fonte rinnovabile per futura rivendita. Tramite la business unit Ambiente ed Economia Circolare, invece, Innovatec assiste i clienti nella gestione corretta ed efficace dei rifiuti per migliorare l'efficienza energetica, l'uso sostenibile delle risorse e le attività di protezione ambientale.

- **ESI SpA**

ESI è una società attiva nel settore delle energie rinnovabili attraverso la realizzazione di impianti fotovoltaici, la realizzazione di opere civili per impianti eolici e sottostazioni, la realizzazione di impianti mini e off-grid e la realizzazione di sistemi di accumulo. La Società opera in qualità di EPC Contractor e di System Integrator, coprendo tutte le fasi nella catena del valore dell'energia rinnovabile dallo sviluppo alla realizzazione dell'impianto. Nel settore fotovoltaico, business di riferimento, ESI opera con un modello chiavi in mano che affianca alla realizzazione dell'impianto anche la produzione di cabinati, la progettazione di sistemi di illuminazione, la manutenzione di centrali fotovoltaiche e l'attività di revamping, ossia ammodernamento tecnologico di impianti fotovoltaici obsoleti.

- **Iniziative Bresciane SpA**

Iniziative Bresciane è un produttore indipendente di energia che svolge dal 1996 attività di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, con focus nell'individuazione di siti idonei, progettazione, costruzione e gestione di impianti idroelettrici di piccole e medie dimensioni. La società gestisce direttamente o indirettamente 43 impianti idroelettrici beneficiando di meccanismi di incentivazione da parte del Gestore dei Servizi Energetici (GSE). Nel 2023 il Gruppo ha avviato attività propedeutiche allo studio e la valorizzazione di iniziative che riguardano la produzione di energia proveniente da impianti fotovoltaici: è stata costituita a tal proposito la società Castelsolar Srl al fine di gestire iniziative nel campo della produzione di energia da fonte solare.

TABLE 10 – COMPARABLES MARKET DATA (€/MLN)

Company	Country	Market Cap	EV	NFP	EV/EBITDA	P/E	NFP/EBITDA
Comal SpA	Italy	40,48	70,65	30,17	7,1 x	9,8 x	3,0 x
ESI SpA	Italy	13,14	14,39	0,86	n/a	n/a	n/a
Iniziative Bresciane SpA	Italy	108,02	168,89	54,63	5,5 x	1.600,0 x	1,8 x
Innovatec SpA	Italy	71,29	176,23	103,43	14,5 x	19,0 x	8,5 x
Peer Median		55,89	119,77	42,40	7,1 x	19,0 x	3,0 x
ESPE	Italy	36,85	38,62	1,77	9,3x	22,7x	0,4x

Source: FactSet, companies Financial Statements

TABLE 11 – FINANCIAL HIGHLIGHTS FY23A (€/MLN)

Company	VoP	EBITDA	EBIT	Net Profit	EBITDA Margin	EBIT Margin	Net Profit Margin
Comal SpA	136,19	9,96	8,33	4,13	16,8%	14,1%	7,0%
ESI SpA	17,01	(1,59)	(1,96)	(1,73)	-9,4%	-11,7%	-10,3%
Iniziative Bresciane SpA	215,82	30,92	16,39	0,06	14,2%	7,5%	0,0%
Innovatec SpA	25,52	12,17	3,01	3,75	51,6%	12,8%	15,9%
Peer Median	41,43	11,06	5,67	1,91	15,5%	10,1%	3,5%
ESPE	59,38	4,16	2,85	1,63	7,0%	4,8%	2,7%

Source: FactSet, companies Financial Statements

6.2.2 Market Multiples Valuation

TABLE 12 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
Comal SpA	5,0x	4,5x	5,8x	5,0x	n/a	n/a
ESI SpA	7,0x	3,5x	7,4x	4,3x	13,5x	6,5x
Innovatec SpA	6,0x	5,0x	8,5x	7,0x	12,0x	10,0x
Iniziativa Bresciane SpA	8,5x	8,1x	22,4x	22,6x	10,4x	10,6x
Peer Median	6,5x	4,8x	8,0x	6,0x	12,0x	10,0x

Source: InFinancials

TABLE 13 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)		
EV/EBITDA	32,5	39,2
EV/EBIT	33,4	44,4
P/E	34,8	51,5
Equity Value		
EV/EBITDA	29,5	37,5
EV/EBIT	30,4	42,7
P/E	34,8	51,5
Average	31,6	43,9

Source: Integrae SIM

L'equity value di ESPE, utilizzando la media tra i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E dei due panel risulta essere **pari a circa € 37,7 mln.**

7. Equity Value

TABLE 14 – EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	49,2
Equity Value Multiples	60,7
Equity Value DCF	37,7
Target Price (€)	4,15

Source: Integrae SIM

Osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dei multipli, si ottiene un **equity value medio pari a € 49,2 mln. Il target price, quindi, è pari a € 4,15 mln.**

TABLE 15 – TARGET IMPLIED MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	12,3x	10,2x	6,2x	4,3x
EV/EBIT	17,9x	12,1x	6,9x	4,7x
P/E	30,2x	17,0x	9,6x	6,5x

Source: Integrae SIM elaboration

TABLE 16 – CURRENT IMPLIED MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	9,3x	7,7x	4,7x	3,3x
EV/EBIT	13,6x	9,2x	5,2x	3,6x
P/E	22,7x	12,7x	7,2x	4,9x

Source: Integrae SIM elaboration

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 Alessandro Elia Stringa 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:

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 S.p.A. 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 expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), 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 expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ 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, 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) Integræ 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.

At the time of publication of the document, Integræ SIM owns 0,51% of the Company's share capital, deriving from the activity of specialists.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integræ 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, Integræ SIM played the role of global coordinator.