

UPDATE

EQUITY RESEARCH

**ISIM**  
**INTEGRÆ**

# ESPE

Euronext Growth Milan | Energy & Renewables | Italy

Production 11/10/2024, h. 18:30

Published 14/10/2024, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 4,40**

prev. € 4,15

Risk



Medium

Upside potential

**51,8%**

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



## Stock Data

Price	€ 2,90
Target price	€ 4,40
Upside/(Downside) potential	51,8%
Ticker	ESPE IM
Market Cap (€/mln)	€ 34,36
Enterprise Value (€/mln)	€ 36,13
Free Float	12,6%
Share Outstanding	11.849.500
52-week high	€ 4,28
52-week low	€ 1,00
Average daily volumes (3 months)	11.239

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Value of Production	59,38	70,00	93,50	111,50
EBITDA	4,16	7,00	10,55	13,95
EBIT	2,85	5,00	8,35	11,55
Net Profit	1,63	3,25	5,55	7,75
EBITDA margin	7,0%	10,0%	11,3%	12,5%
EBIT margin	4,8%	7,1%	8,9%	10,4%
Net Profit margin	2,7%	4,6%	5,9%	7,0%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-1,0%	-10,5%	-12,1%	n/a
to FTSE Italia Growth	2,4%	0,0%	-0,5%	0,5%
to Euronext STAR Milan	3,3%	-3,8%	-1,4%	10,9%
to FTSE All-Share	3,4%	-0,3%	1,6%	20,5%
to EUROSTOXX	5,0%	0,6%	0,7%	19,1%
to MSCI World Index	4,7%	3,0%	9,2%	27,7%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,7x	5,2x	3,4x	2,6x
EV/EBIT	12,7x	7,2x	4,3x	3,1x
P/E	21,1x	10,6x	6,2x	4,4x

## 1H24A Results

ESPE ha comunicato un valore della produzione per l'1H24A pari a € 26,73 mln, segnando un sostanziale equilibrio rispetto al dato 1H23A di € 26,83 mln. L'EBITDA si attesta a € 3,28 mln, in netto aumento (+137,9%) rispetto al 1H23A il cui valore era pari a € 1,38 mln, risultando in un EBITDA Margin pari al 12,3% contro il 5,1% della prima parte dello scorso anno. L'EBIT, calcolato al netto di ammortamenti e svalutazioni per € 1,04 mln, è anch'esso in miglioramento rispetto valore dell'1H23A (€ 0,59 mln), attestandosi, nel primo semestre 2024 pari a € 2,25. Il Net Income è pari a € 1,30 mln, segnando un netto incremento rispetto a € 0,43 mln registrati nell'1H23A.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nel bilancio intermedio per l'1H24A, aggiustiamo prudenzialmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore della produzione FY24E pari a € 70,00 mln ed un EBITDA pari a € 7,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 10,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 111,50 mln nel FY26E, con un EBITDA pari a € 13,95 mln (corrispondente ad una marginalità del 12,5%), in crescita rispetto a € 4,16 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA Margin del 7,0%).

## Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di ESPE sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF *method* (che nel calcolo del WACC include un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 68,5 mln. L'*equity value* di ESPE utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 35,8 mln (incluso un *discount* pari al 25,0%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 52,2 mln. Il **target price** è di **€ 4,40 (prev. € 4,15), rating BUY e rischio MEDIUM.**

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	36,52	42,74	60,00	83,00	100,00
Work in progress	8,26	16,12	9,50	10,00	11,00
Other revenues	0,31	0,52	0,50	0,50	0,50
<b>Value of Production</b>	<b>45,09</b>	<b>59,38</b>	<b>70,00</b>	<b>93,50</b>	<b>111,50</b>
COGS	28,05	30,45	35,20	47,20	55,65
Services	12,66	20,01	22,40	29,70	35,00
Use of asset owned by others	0,31	0,48	0,60	0,65	0,75
Employees	2,72	3,78	4,50	5,10	5,85
Other operating expenses	0,18	0,51	0,30	0,30	0,30
<b>EBITDA</b>	<b>1,18</b>	<b>4,16</b>	<b>7,00</b>	<b>10,55</b>	<b>13,95</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>2,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,5%</i>
D&A	0,68	1,31	2,00	2,20	2,40
<b>EBIT</b>	<b>0,50</b>	<b>2,85</b>	<b>5,00</b>	<b>8,35</b>	<b>11,55</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>1,1%</i>	<i>4,8%</i>	<i>7,1%</i>	<i>8,9%</i>	<i>10,4%</i>
Financial management	(0,13)	(0,32)	(0,40)	(0,40)	(0,40)
<b>EBT</b>	<b>0,37</b>	<b>2,53</b>	<b>4,60</b>	<b>7,95</b>	<b>11,15</b>
Taxes	0,14	0,90	1,35	2,40	3,40
<b>Net Income</b>	<b>0,22</b>	<b>1,63</b>	<b>3,25</b>	<b>5,55</b>	<b>7,75</b>

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Fixed Assets</b>	<b>2,63</b>	<b>3,98</b>	<b>5,65</b>	<b>5,80</b>	<b>5,90</b>
Account receivable	13,18	6,96	25,60	32,00	38,00
Work in progress	20,07	41,17	40,00	42,00	46,00
Account payable	12,28	14,86	22,00	25,80	31,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>20,97</b>	<b>33,26</b>	<b>43,60</b>	<b>48,20</b>	<b>53,00</b>
Other receivable	4,11	4,35	3,75	3,40	2,85
Other payable	16,69	30,53	31,00	32,50	34,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>8,40</b>	<b>7,09</b>	<b>16,35</b>	<b>19,10</b>	<b>21,85</b>
Serverance & other provisions	0,82	0,80	1,35	1,45	1,55
<b>Net Invested Capital</b>	<b>10,21</b>	<b>10,27</b>	<b>20,65</b>	<b>23,45</b>	<b>26,20</b>
Share Capital	0,50	2,00	2,37	2,37	2,37
Reserves	4,66	4,88	7,98	11,23	16,78
Net Income	0,22	1,63	3,25	5,55	7,75
<b>Equity</b>	<b>5,38</b>	<b>8,50</b>	<b>13,60</b>	<b>19,15</b>	<b>26,90</b>
Cash & cash equivalents	1,60	3,20	4,95	7,20	11,40
Short term financial debt	5,36	3,28	6,50	6,50	6,20
M/L term financial debt	1,07	1,69	5,50	5,00	4,50
<b>Net Financial Position</b>	<b>4,83</b>	<b>1,77</b>	<b>7,05</b>	<b>4,30</b>	<b>(0,70)</b>
<b>Sources</b>	<b>10,21</b>	<b>10,27</b>	<b>20,65</b>	<b>23,45</b>	<b>26,20</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	2,85	5,00	8,35	11,55
Taxes	0,90	1,35	2,40	3,40
<b>NOPAT</b>	<b>1,95</b>	<b>3,65</b>	<b>5,95</b>	<b>8,15</b>
D&A	1,31	2,00	2,20	2,40
Change in NWC	1,31	(9,26)	(2,75)	(2,75)
Change in receivable	6,23	(18,64)	(6,40)	(6,00)
Change in work in progress	(21,10)	1,17	(2,00)	(4,00)
Change in payable	2,59	7,14	3,80	5,20
Change in others	13,60	1,07	1,85	2,05
Change in provisions	(0,02)	0,55	0,10	0,10
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>4,55</b>	<b>(3,06)</b>	<b>5,50</b>	<b>7,90</b>
Capex	(2,7)	(3,7)	(2,4)	(2,5)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1,89</b>	<b>(6,73)</b>	<b>3,15</b>	<b>5,40</b>
Financial Management	(0,32)	(0,40)	(0,40)	(0,40)
Change in financial debt	(1,46)	7,03	(0,50)	(0,80)
Change in equity	1,50	1,85	(0,00)	(0,00)
<b>Free Cash Flow to Equity</b>	<b>1,61</b>	<b>1,75</b>	<b>2,25</b>	<b>4,20</b>

Source: ESPE and Integrae SIM estimates

## Company Overview

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

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

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

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

## 1H24A Results

TABLE 2 – 1H24A VS 1H23A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H24A	29,85	3,28	12,3%	2,25	1,30	10,24
1H23A	29,24	1,38	5,1%	0,59	0,43	1,77*
Change	2,1%	137,9%	7,1%	283,6%	200,1%	n/a

Source: Integrae SIM

\*NFP as of 31/12/2023

Tramite comunicato stampa, Enrico Meneghetti, Presidente e Amministratore delegato di ESPE, ha dichiarato: *“Siamo soddisfatti dei risultati ottenuti nel primo semestre del 2024, che evidenziano la capacità della Società di mantenere una solida posizione di mercato, come dimostra la crescita del portafoglio ordini, alla data odierna pari a oltre 95 milioni di euro. La nostra strategia di diversificazione, soprattutto nel comparto fotovoltaico con un focus su impianti a terra e a tetto, ci consente di potenziare ulteriormente la nostra offerta e migliorare la redditività. Guardiamo con fiducia alla seconda metà dell’anno, con l’obiettivo di proseguire il percorso di crescita e raggiungere gli obiettivi prefissati anche attraverso crescita per linee esterne ed espansione in nuovi mercati.”*

Nella relazione sulla gestione del bilancio intermedio del 2024, ESPE ha comunicato di aver generato ricavi pari a € 29,85 mln, segnando un lieve incremento rispetto al dato del 1H23A, pari a € 29,24 mln. Considerando una diminuzione delle variazioni nelle rimanenze di prodotti finiti e semilavorati, che ammontano a € 0,45 mln, una riduzione dei lavori in corso su ordinazione pari a € 3,79 mln e altri ricavi per 0,22 mln, il valore della produzione ammonta a € 26,73 mln, segnando un sostanziale equilibrio rispetto al dato 1H23A di € 26,83 mln. A crescere in modo rilevante è, invece, il portafoglio ordini, il quale ha mostrato un significativo incremento, favorito dalla strategia commerciale della Società volta all’aggiudicazione di contratti di maggiori dimensioni nel campo del fotovoltaico. Al 30 giugno 2024, il portafoglio ordini raggiunge quota €95,60 milioni, segnando un netto aumento rispetto a € 49,70 milioni registrati a fine 2023 e ai € 53,60 milioni al 30 giugno 2023.

Il volume d’affari registrato nel semestre del 2024 è principalmente attribuibile alla divisione impiantistica con riferimento allo sviluppo dell’attività di realizzazione di impianti fotovoltaici. Il business fotovoltaico di ESPE continua, infatti, a seguire un trend positivo, sostenuto non dalle agevolazioni fiscali (ex. Superbonus 110%), bensì da una strategia commerciale promossa dal management da diversi anni e focalizzata sulla realizzazione di impianti fotovoltaici a tetto per grandi gruppi industriali e sulla costruzione di impianti a terra per produttori indipendenti.

Il business del fotovoltaico, con gli oltre 195 impianti a terra e più di 580 impianti a tetto realizzati nei suoi oltre 20 anni di attività (corrispondenti a complessivi 650 MWp installati), ha generato ricavi per € 28,80 mln (96,5% dei ricavi complessivi del semestre), mostrando un incremento del 2,8% rispetto a € 28,01 mln registrati nell’1H23A.

L'approccio della Società nel settore fotovoltaico si concentra sull'acquisizione e lo sviluppo di commesse sempre più complesse, privilegiando impianti di media e grande dimensione. La specializzazione in progetti di grande portata influisce anche sul tempo medio di realizzazione, che spesso supera i dodici mesi. Per offrire una rappresentazione più accurata delle performance, le commesse del 2024 sono state valutate secondo il criterio della percentuale di completamento. Questa strategia ha portato a un'ottimizzazione dei costi e a un miglioramento della struttura operativa.

Tra le commesse significative, si segnala l'accordo del 12 marzo 2024 per la realizzazione di impianti fotovoltaici a terra in Italia con tre importanti produttori indipendenti, per una potenza complessiva di 59 MWp e un valore di circa € 31,00 mln. Questo include cinque impianti nel Nord Italia (36 MWp, € 17,80 mln), due impianti in provincia di Macerata (11 MWp, € 7,20 mln) e un impianto in provincia di Bari (12 MWp, € 6,10 mln). Inoltre, è stato concluso un accordo il 5 aprile 2024 con un cliente italiano per un impianto fotovoltaico a terra in provincia di Roma da 20,6 MWp, del valore di circa € 11,30 mln, previsto per il completamento entro il primo semestre del 2025.

Positiva anche la performance della linea di business System Integrator, che, con 1500 impianti elettrici industriali realizzati al 30 giugno 2024, ha prodotto ricavi pari a € 0,54 mln (2,0% circa del fatturato del primo semestre del 2024), in crescita dell'8,2% rispetto a € 0,50 mln dell'1H23A.

La divisione produzione ha registrato una lieve diminuzione dei ricavi, passando da € 0,26 mln nell'1H23A a € 0,19 mln al 30 giugno 2024. Questo decremento è principalmente attribuibile a una congiuntura di mercato sfavorevole, dovuta alla conclusione delle tariffe incentivanti relative al mini-eolico. Tuttavia, viste le potenzialità ancora aperte nel mercato del mini-eolico e della cogenerazione a biomasse, ESPE considera strategica questa divisione. A sostegno di questa visione, la Società ha intrapreso collaborazioni con le Università di Padova, Trento, Napoli e il Politecnico di Milano, sviluppando nel contempo una tecnologia proprietaria per le turbine destinate al mini-eolico, caratterizzata da elevata efficienza e resistenza alle condizioni meteorologiche avverse. Al 30 giugno 2024 la divisione vanta di aver prodotto e installato oltre 200 aerogeneratori (13 MW di potenza installata) e circa 60 cogeneratori a biomasse (3 MW di potenza installata).

L'EBITDA si attesta a € 3,28 mln, in netto aumento (+137,9%) rispetto al 1H23A il cui valore era pari a € 1,38 mln, risultando in un EBITDA *Margin* pari al 12,3% contro il 5,1% della prima parte dello scorso anno. Tale incremento è attribuibile sia all'iscrizione a stato di avanzamento di alcune commesse pluriennali, sia all'ottimizzazione nella gestione interna delle commesse, accompagnata dall'acquisizione di progetti di maggiori dimensioni e di durata pluriennale. L'EBIT, calcolato al netto di ammortamenti e svalutazioni per € 1,04 mln, è anch'esso in miglioramento rispetto valore dell'1H23A (€ 0,59 mln), attestandosi, nel primo semestre 2024 pari a € 2,25. Il Net Income è pari a € 1,30 mln, segnando un netto incremento rispetto a € 0,43 mln registrati nell'1H23A.

A livello patrimoniale, si nota una variazione della NFP che passa dai € 1,77 mln registrati alla chiusura del precedente esercizio ai € 10,24 mln del 1H24A, principalmente ascrivibile ad un flessione peggiorativa nella dinamica del circolante.

In conclusione, il semestre si conferma positivo per ESPE, che, oltre a presentare un backlog di ordini consistente, previsto in realizzazione entro i primi nove mesi del 2025, prosegue nel suo percorso di sviluppo attraverso alcune iniziative strategiche che si sono concretizzate negli ultimi mesi.

A fine giugno, infatti, ESPE ha firmato una lettera di intenti per l'acquisizione di Permotech Srl, una società specializzata nell'ottenimento di autorizzazioni per impianti fotovoltaici di grandi dimensioni, con *closing* previsto entro ottobre 2024. Questa acquisizione consentirà a ESPE di ottimizzare i tempi di sviluppo dei progetti e migliorare l'efficienza operativa, oltre ad ampliare competenze all'interno della Società, integrando fin dall'inizio l'intero iter burocratico e autorizzativo necessario per la realizzazione di impianti fotovoltaici di grandi dimensioni.

In luglio, la Società ha concluso nuovi contratti significativi per la realizzazione di impianti fotovoltaici a terra in diverse località. Tra questi, si annoverano un impianto da 7,1 MWp in provincia di Pavia, del valore di circa € 4,20 mln, e due impianti a Rovigo, per un totale di 6,1 MWp e un valore complessivo di circa € 4,30 mln. Queste commesse non solo rafforzano il portafoglio di ESPE, ma evidenziano anche il trend di crescita della domanda nel mercato fotovoltaico. Nel corso dello stesso mese, la Società ha finalizzato il trasferimento del ramo d'azienda dedicato all'Operation & Maintenance a Reflow Srl, società operante nel settore dell'O&M, soprattutto per impianti eolici, con sede a Carmignano di Brenta (PD). Questa operazione mira a migliorare i servizi O&M offerti ai clienti di ESPE, aumentando i livelli di qualità e massimizzando l'efficienza della struttura organizzativa.

In aggiunta, ad Agosto ESPE ha acquisito una quota del 40,0% di Rigoni Lab Srl, realtà con sede a Padova specializzata nella progettazione di impianti elettrici e nella produzione di energia da fonti rinnovabili. Questa partecipazione consentirà a ESPE di rafforzare le proprie capacità ingegneristiche e migliorare il posizionamento strategico, accelerando le attività di progettazione e *project management*. Sempre nel mese di Agosto ESPE ha creato Gemini Solar Srl, nuova realtà societaria dedicata alla progettazione e realizzazione di impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili, ampliando ulteriormente il proprio impegno verso la sostenibilità.

La Società prosegue, pertanto, con una strategia di crescita che combina il consolidamento e lo sviluppo del *core business* con l'espansione in nuovi mercati. Tra gli obiettivi principali figura l'ingresso nel mercato minieolico statunitense e il rafforzamento nel settore della cogenerazione a biomassa, in particolare attraverso la partecipazione nella società greca Bio-based Energy Technologies P.C., per lo sviluppo di un cogeneratore alimentato da biomassa di scarsa qualità. Queste iniziative consolidano la posizione di ESPE nel mercato e supportano il suo obiettivo di crescita sostenibile.

## FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Value of production</b>			
New	70,0	93,5	111,5
Old	80,0	106,8	124,6
Change	-12,5%	-12,4%	-10,5%
<b>EBITDA</b>			
New	7,0	10,6	14,0
Old	5,0	8,3	11,8
Change	40,0%	27,9%	18,7%
<b>EBITDA %</b>			
New	10,0%	11,3%	12,5%
Old	6,3%	7,7%	9,4%
Change	3,8%	3,6%	3,1%
<b>EBIT</b>			
New	5,0	8,4	11,6
Old	4,2	7,4	10,9
Change	19,0%	12,8%	6,5%
<b>Net Income</b>			
New	3,3	5,6	7,8
Old	2,9	5,2	7,6
Change	12,1%	7,8%	2,6%
<b>NFP</b>			
New	7,0	4,3	(0,7)
Old	3,0	1,7	(3,0)
Change	n/a	n/a	n/a

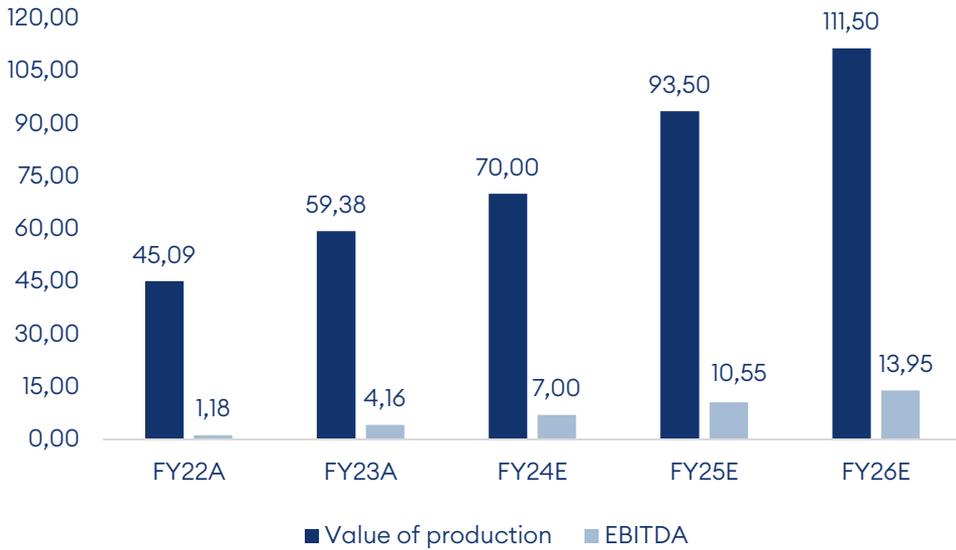
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale aggiustiamo prudenzialmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un valore della produzione FY24E pari a € 70,00 mln ed un EBITDA pari a € 7,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 10,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 111,50 mln nel FY26E, con un EBITDA pari a € 13,95 mln (corrispondente ad una marginalità del 12,5%), in crescita rispetto a € 4,16 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA Margin del 7,0%).

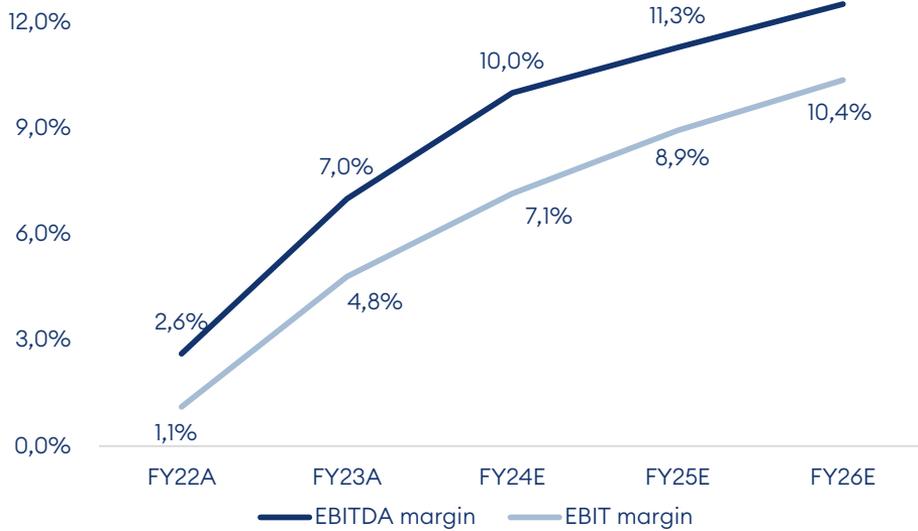
Infine, dal punto di vista patrimoniale, stimiamo un valore della NFP di € 0,70 mln *cash positive* per il FY26E, in costante miglioramento grazie alla capacità della Società di generare cassa.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-26E



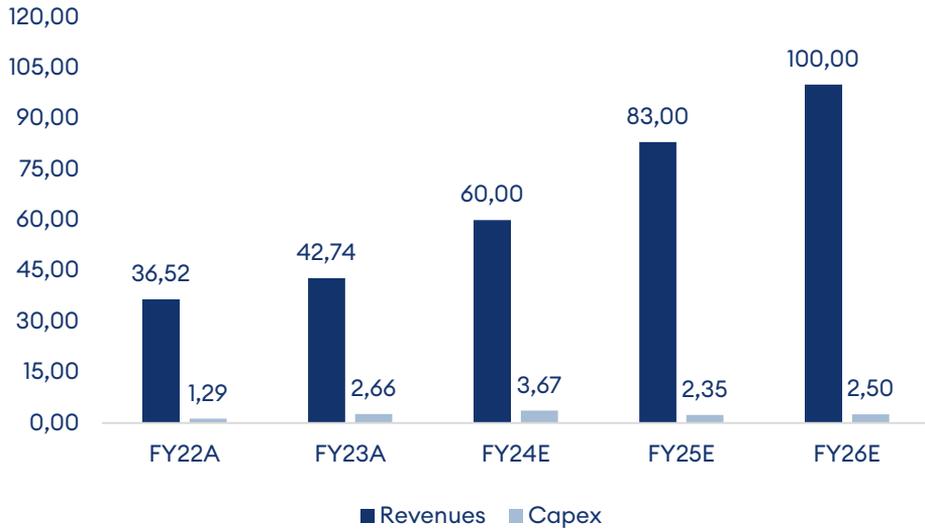
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-26E



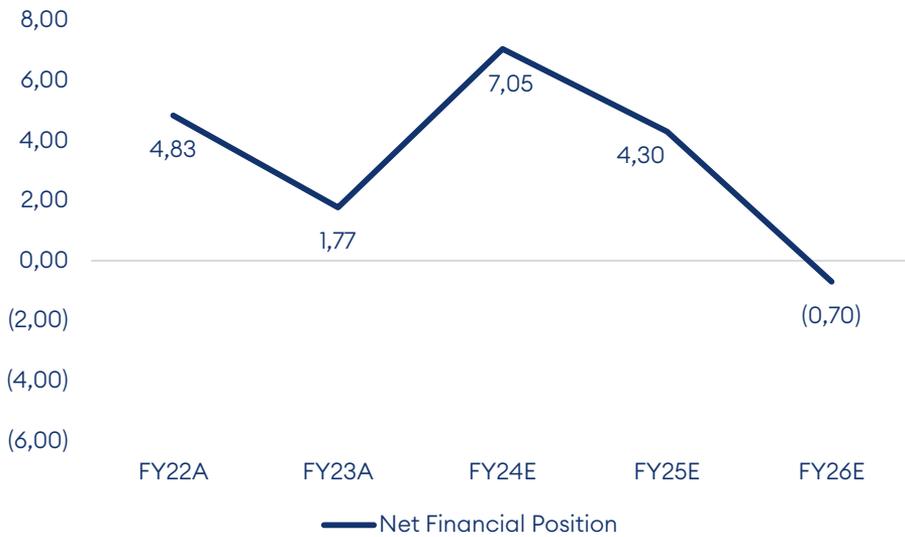
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A-26E



Source: Integrae SIM

# Valuation

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

## DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				8,7%
D/E 17,6%	Risk Free Rate 2,7%	$\beta$ Adjusted 0,6	$\alpha$ (specific risk) 2,5%	
$K_d$ 5,5%	Market Premium 6,8%	$\beta$ Relevered 0,4	$K_e$ 9,5%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,7%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO Actualized	5,9	8,3%
TV Actualized DCF	64,4	91,7%
<b>Enterprise Value</b>	<b>70,3</b>	<b>100,0%</b>
NFP (FY23A)	1,8	
<b>Equity Value</b>	<b>68,5</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 68,5 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
	3,0%	119,7	105,9	94,7	85,5	77,9	71,4	65,8
	2,5%	107,4	96,1	86,7	79,0	72,4	66,7	61,8
	2,0%	97,4	88,0	80,1	73,4	67,6	62,6	58,3
	1,5%	89,2	81,2	74,4	68,5	63,5	59,0	55,1
	1,0%	82,3	75,4	69,5	64,3	59,8	55,9	52,4
	0,5%	76,5	70,5	65,2	60,7	56,6	53,1	49,9
	0,0%	71,4	66,1	61,5	57,4	53,8	50,5	47,6

Source: Integrae SIM

## Market multiples

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

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Comal SpA	7,0x	5,7x	n/a	8,1x	6,4x	n/a	n/a	n/a	n/a
ESI SpA	5,2x	3,4x	2,3x	6,8x	4,2x	2,7x	8,6x	5,1x	3,5x
Innovatec SpA	4,0x	3,1x	2,6x	7,3x	4,9x	3,7x	9,3x	5,5x	3,7x
Iniziative Bresciane SpA	8,6x	8,1x	8,0x	17,5x	16,2x	16,3x	15,6x	13,1x	11,9x
<b>Peer median</b>	<b>6,1x</b>	<b>4,5x</b>	<b>2,6x</b>	<b>7,7x</b>	<b>5,7x</b>	<b>3,7x</b>	<b>9,3x</b>	<b>5,5x</b>	<b>3,7x</b>

Source: Infincials

TABLE 9 – MARKET MULTIPLES VALUATION

	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	42,5	47,6	35,9
EV/EBIT	38,5	47,3	42,7
P/E	30,1	30,2	28,7
<b>Enterprise Value (EV) Post 25,0% Discount</b>			
EV/EBITDA	42,5	47,6	35,9
EV/EBIT	38,5	47,3	42,7
P/E	30,1	30,2	28,7
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	35,4	43,3	36,6
EV/EBIT	31,5	43,0	43,4
P/E	30,1	30,2	28,7
<b>Average</b>	<b>32,3</b>	<b>38,8</b>	<b>36,2</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di ESPE è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 35,8 mln.**

# Equity Value

TABLE 10 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	52,2
Equity Value DCF (€/mln)	68,5
Equity Value multiples (€/mln)	35,8
<b>Target Price (€)</b>	<b>4,40</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 52,2 mln. **Il target price è quindi di € 4,40 (prev. € 4,15). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 11 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,7x	5,2x	3,4x	2,6x
EV/EBIT	12,7x	7,2x	4,3x	3,1x
P/E	21,1x	10,6x	6,2x	4,4x

Source: Integrae SIM

TABLE 12 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	13,0x	7,7x	5,1x	3,9x
EV/EBIT	18,9x	10,8x	6,5x	4,7x
P/E	32,1x	16,1x	9,4x	6,7x

Source: Integrae SIM

# Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

## Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessandro Elia Stringa and Alessia Di Florio are the current financial analysts.

## Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.) or useful to its role of specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
22/04/2024	4,15	Buy	3,11	Medium	Initiation of Coverage
03/06/2024	4,15	Buy	3,00	Medium	Breaking News
08/07/2024	4,15	Buy	3,44	Medium	Breaking News
06/08/2024	4,15	Buy	2,98	Medium	Breaking News

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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, Integræ 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, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

### Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10.0%	Upside $\geq$ 15.0%
HOLD	-5.0% < Upside < 7.5%	-5.0% < Upside < 10%	0% < Upside < 15.0%
SELL	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	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, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) 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.

### 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.