

EQUITY RESEARCH

INITIATION OF COVERAGE

Produzione | 29.07.2025, h. 18:30
 Pubblicazione | 30.07.2025, h. 07:00

Energy Time

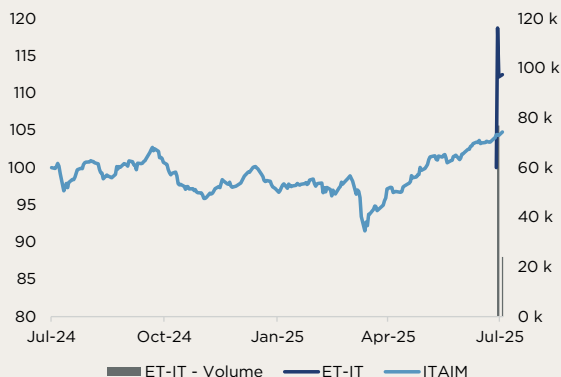
Euronext Growth Milan | Energy & Renewable | Italy

| | |
|--|-----------------------------------|
| Rating  BUY | Target Price € 5,25 |
|--|-----------------------------------|

| Key Multiples | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Sales | 1,7x | 1,1x | 0,6x | 0,4x |
| EV/EBITDA | 7,7x | 5,1x | 3,0x | 2,2x |
| EV/EBIT | 9,0x | 5,4x | 3,2x | 2,3x |
| P/E | 16,6x | 8,5x | 4,8x | 3,5x |
| NFP/EBITDA | 1,4x | n/a | n/a | n/a |

| Key Financials (€/mln) | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Value of Production | 17,84 | 27,60 | 43,80 | 61,45 |
| EBITDA | 3,14 | 4,75 | 8,10 | 11,25 |
| EBIT | 2,71 | 4,49 | 7,69 | 10,79 |
| Net Income | 1,58 | 3,09 | 5,44 | 7,49 |
| Net Financial Position | 4,47 | (1,95) | (4,10) | (6,70) |
| EBITDA Margin | 17,6% | 17,2% | 18,5% | 18,3% |
| EBIT Margin | 15,2% | 16,3% | 17,6% | 17,6% |
| Net Income Margin | 8,9% | 11,2% | 12,4% | 12,2% |

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| Risk | Medium |
| Price | € 3,45 |
| Target price | € 5,25 |
| Upside/(Downside) potential | 52,0% |
| Ticker - Bloomberg Code | ET-IM |
| Market Cap (€/mln) | € 26,25 |
| EV (€/mln) | € 24,30 |
| Free Float (% on ordinary shares) | 21,4% |
| Shares Outstanding | 7.609.000 |
| 52-week high | € 4,80 |
| 52-week low | € 3,20 |
| Average Daily Volumes (3 months) | n/a |

Sommario

| | |
|--|-----------|
| 1. Company Overview | 3 |
| 1.1 L'attività..... | 3 |
| 1.2 Storia Societaria..... | 4 |
| 1.3 Azionariato e Struttura Societaria..... | 6 |
| 1.4 Corporate Governance..... | 7 |
| 1.5 Key People | 9 |
| | |
| 2. Business Overview | 10 |
| 2.1 Industry Business System..... | 10 |
| 2.2 Business Model | 12 |
| 2.3 Track Record..... | 15 |
| 2.4 Backlog | 16 |
| 2.5 Revenue Model | 18 |
| 2.6 Value Chain..... | 19 |
| 2.7 Clienti e Fornitori..... | 20 |
| 2.7.1 Clienti | 20 |
| 2.7.2 Fornitori..... | 21 |
| | |
| 3. Il mercato..... | 24 |
| 3.1 Il mercato europeo delle energie rinnovabili..... | 24 |
| 3.2 Il mercato dell'eolico in Italia..... | 25 |
| 3.3 Il mercato italiano delle energie rinnovabili..... | 27 |
| 3.4 Il mercato italiano del fotovoltaico..... | 29 |
| 3.4.1 Il mercato italiano del fotovoltaico - Utility Scale..... | 32 |
| 3.4.2 Politiche energetiche europee..... | 33 |
| 3.4.3 Driver di mercato in Europa: le politiche energetiche europee..... | 34 |
| 3.4.4 Driver di mercato: le politiche energetiche italiane..... | 35 |

| | |
|---|-----------|
| 4. Posizionamento competitivo..... | 37 |
| 4.1 SWOT Analysis..... | 40 |
| 5. Economics & Financials..... | 41 |
| 5.1 FY24A Results..... | 43 |
| 5.2 FY25E-FY27E Estimates..... | 44 |
| 5.3 Use of Proceeds..... | 48 |
| 6. Valuation..... | 49 |
| 6.1 DCF Method..... | 49 |
| 6.2 Multiples Method..... | 51 |
| 6.2.1 Composizione del panel..... | 51 |
| 6.2.2 Market Multiples Valuation..... | 53 |
| 7. Equity Value..... | 54 |

1. Company Overview

1.1 L'attività

Energy Time SpA (“Energy Time” o “la Società”) nasce nel 2008 a Campobasso (CB) come operatore specializzato nella realizzazione di impianti fotovoltaici, fino ad affermarsi nel tempo come operatore “D-EPC-OM” (Development, Engineering, Procurement, Construction, Operation and Maintenance) nel settore delle energie rinnovabili. La Società, a capo del Gruppo Energy Time, è ad oggi attiva in tutta Italia, con una forte focalizzazione sul fotovoltaico e competenze che spaziano anche nel minieolico e nello sviluppo di tecnologie innovative per l’efficientamento energetico, tra cui sistemi di tracking solare e revamping di turbine eoliche. Completano il Gruppo le controllate ET WIND Srl (attiva nel revamping di turbine mini-eoliche) e ATENA Srl (proprietaria dell’immobile sede legale della capogruppo), oltre che da sette società veicolo – SPV - denominate “Agrisolar”, costituite con lo scopo di sviluppare e ottenere le autorizzazioni necessarie per la realizzazione di impianti fotovoltaici e futura cessione una volta completati e collaudati.

Energy Time opera lungo tutta la catena del valore del mercato fotovoltaico, coprendo le fasi di scouting, permitting, progettazione, costruzione e manutenzione degli impianti. Le attività del Gruppo si articolano in due principali ambiti:

- Le attività core sono svolte in qualità di D-EPC-OM contractor¹ e comprendono tutte le fasi di sviluppo, progettazione, approvvigionamento, costruzione e manutenzione di impianti fotovoltaici di media e grande taglia, sia a terra che su tetto, rivolti principalmente a clienti del segmento IPP, C&I e agrivoltaico;
- Le attività connesse al minieolico e all’innovazione tecnologica sono presidiate tramite la controllata ET WIND, che si occupa del revamping e della gestione di turbine eoliche di piccola taglia, nonché dello sviluppo di inseguitori per pannelli (tracker²) per impianti fotovoltaici, già installati e funzionanti su impianti realizzati dal Gruppo o da terzi.

Nel corso di oltre 17 anni di attività, la Società ha realizzato più di 150 MW di potenza fotovoltaica installata e vanta, al 30/4/2025, un backlog di progetti in fase di realizzazione di 237 MW, per un controvalore complessivo di € 124,00 mln. A questi si aggiungono sei turbine minieoliche di proprietà in Sicilia, ciascuna da 60 kW, beneficiarie di tariffe incentivanti GSE fino al 2037.

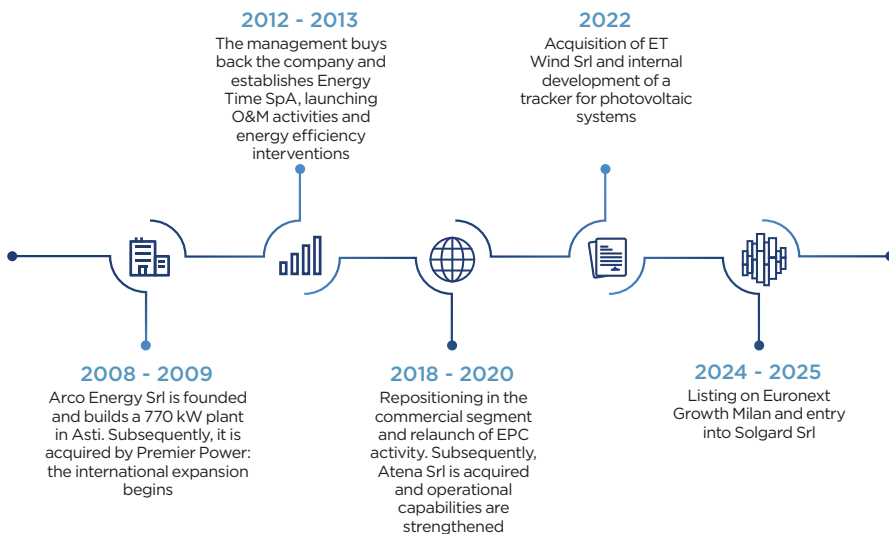
1 Società che si occupa della realizzazione di impianti, occupandosi dell’intero processo, dalla progettazione, alla fornitura dei materiali, alla costruzione (dall’acronimo inglese EPC: Engineering, Procurement, Construction).

2 Dispositivi meccanici che regolano l’orientamento dei pannelli solari per massimizzare la produzione di energia elettrica, contribuendo a ottimizzare la produzione di energia solare durante l’arco della giornata, migliorando l’efficienza complessiva dell’impianto fotovoltaico.

Il fotovoltaico rappresenta il cuore del business di Energy Time, costituendo la componente predominante dell'attività del Gruppo, spinta da una domanda in forte espansione e da una solida pipeline di progetti utility scale e agrivoltaici distribuiti sull'intero territorio nazionale. Tale crescita è stata accompagnata da un progressivo ampliamento della struttura operativa: attualmente, il Gruppo può contare su 58 risorse tra dipendenti e collaboratori, oltre a una rete di subappaltatori fidelizzati per le attività di cantiere con una presenza capillare garantita da sedi operative in Molise, Lombardia e Sicilia, un magazzino centrale a Campobasso e unità locali destinate al supporto diretto dei cantieri attivi.

1.2 Storia Societaria

CHART 1 - COMPANY STORY



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

L'attuale struttura e posizionamento competitivo del Gruppo Energy Time sono il risultato di un percorso di evoluzione strategica e operativa avviato nel 2008 e sviluppato attraverso tappe chiave che hanno consolidato il know-how tecnico, ampliato l'offerta e rafforzato la presenza sul mercato nazionale.

- **2008:** Arco Energy Srl viene costituita da Marco Pulitano a Campobasso, con l'obiettivo di cogliere le opportunità offerte dagli incentivi del Conto Energia. Fin dai primi mesi di attività, la Società si specializza nella progettazione e realizzazione di impianti fotovoltaici su scala industriale, realizzando nel primo anno il più grande impianto del Nord Italia da circa 770 kW in provincia di Asti. Il progetto consentirà di attirare l'interesse di Premier Power Renewable Energy Inc, uno dei principali operatori globali del settore, quotato al Nasdaq;

- **2009:** Arco Energy viene acquisita al 100,0% da “Premier Power”, assumendo la nuova denominazione Premier Power Italy SpA. La partnership con il colosso americano consente alla Società di espandere la propria attività in nuovi mercati esteri, tra cui Spagna, Bulgaria e Repubblica Ceca, oltre a rafforzare la presenza in Italia. Il focus rimane sulla realizzazione di impianti fotovoltaici di medio-grande dimensione, con un track-record sempre più consolidato;
- **2012:** Marco Pulitano, attraverso una società veicolo, procede al riacquisto delle quote societarie detenute da Premier Power, ponendo le basi per la costituzione della nuova realtà industriale che verrà rinominata Energy Time SpA;
- **2013:** Viene avviato un programma strutturato di O&M³, volto alla corretta gestione e manutenzione degli impianti realizzati tra il 2009 e il 2012, mentre si esplorano opportunità nel campo dell’efficientamento energetico degli edifici, in attesa di una ripresa del mercato delle energie rinnovabili e del fotovoltaico in particolare;
- **2018:** La Società avvia un nuovo posizionamento strategico nel segmento commerciale, cogliendo le opportunità offerte dai piani di incentivo nazionali ed europei, e favorendo lo sviluppo dell’attività di EPC per impianti fotovoltaici;
- **2020:** Il Gruppo avvia una nuova fase di rafforzamento patrimoniale e operativo con l’acquisizione di Atena Srl, società immobiliare proprietaria dell’attuale sede operativa principale di Campobasso. Questa operazione consolida la base logistica e infrastrutturale della Società e segna il ritorno progressivo al core business del fotovoltaico su scala industriale;
- **2022:** Energy Time acquisisce il 100,0% di ET Wind Srl, attiva nel settore del minieolico. La società, titolare di 6 turbine da 60 kW ciascuna beneficiaria di tariffa incentivante GSE, consente al Gruppo di diversificare le fonti rinnovabili gestite e, grazie al know-how dei suoi ingegneri, avvia lo sviluppo interno di un innovativo tracker fotovoltaico;
- **2024:** Energy Time acquisisce una partecipazione del 50,0% in Solgard Srl, società veicolo titolare di autorizzazioni per 5 MW RTB⁴;
- **2025:** Energy Time comunica nei primi mesi dell’anno un fatturato 2024 di € 17,68 mln (+95,8% yoy), ed un backlog di progetti da realizzare (entro fine 2027) pari a 237 MW di potenza, per un controvalore di € 124,00 mln. In data 24 luglio 2025, Energy Time ha avviato le negoziazioni su Euronext Growth Milan, a seguito di un collocamento di 1.562.500 azioni ordinarie di cui 1.359.000 di nuova emissione e 203.500 azioni ordinarie che saranno collocate nell’esercizio dell’opzione di over-allotment. Il prezzo di collocamento unitario delle azioni è definito a € 3,20 per un controvalore della raccolta pari a € 5,00 mln.

3 L’insieme delle attività operative e di manutenzione necessarie per il corretto funzionamento e la gestione di un impianto o di un sistema. Queste attività includono la supervisione, la manutenzione preventiva, la risoluzione di guasti, l’ottimizzazione delle prestazioni e la gestione delle risorse.

4 Ready to build, status che autorizza la costruzione dell’opera e nella fattispecie dell’impianto fotovoltaico o eolico.

1.3 Azionariato e Struttura Societaria

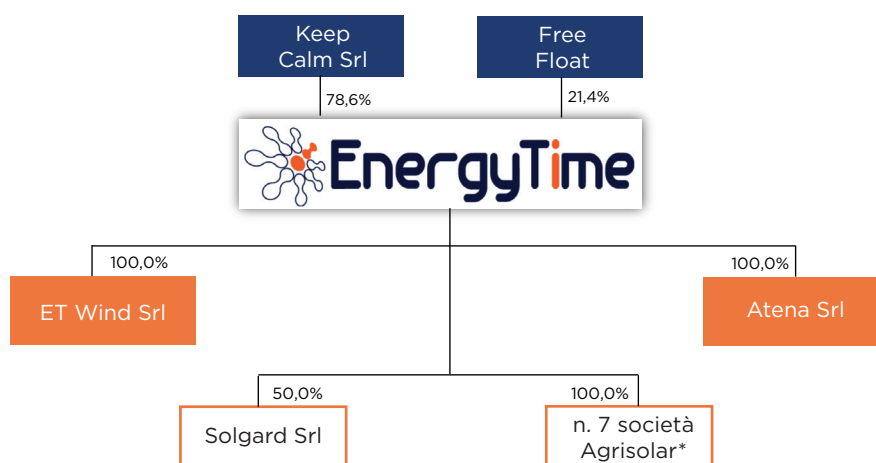
TABLE 1 - SHAREHOLDERS

| Shareholders | # of ordinary shares | # of multiple vote shares | Total # of shares | % of ordinary shares | % on voting shares |
|---------------|----------------------|---------------------------|-------------------|----------------------|--------------------|
| Keep Calm Srl | 5.000.000 | 1.250.000 | 6.250.000 | 78,6% | 89,2% |
| Mercato | 1.359.000 | - | 1.359.000 | 21,4% | 10,8% |
| Total | 6.359.000 | 1.250.000 | 7.609.000 | 100,0% | 100,0% |

Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

In seguito alla quotazione in Borsa, avvenuta tramite il collocamento di 1.562.500 azioni ordinarie, di cui 1.359.000 di nuova emissione e 203.500 oggetto di over-allotment, il capitale sociale di Energy Time SpA è costituito da complessive 7.609.000 azioni, di cui 6.359.000 azioni ordinarie e 1.250.000 azioni a voto plurimo, queste ultime conferenti cinque voti ciascuna in sede assembleare. La holding Keep Calm Srl detiene la maggioranza del capitale sociale, con una quota pari al 78,6% delle azioni ordinarie, che si traduce in una partecipazione pari all'82,1% del capitale complessivo e all'89,2% del capitale sociale votante, grazie al possesso esclusivo delle azioni a voto plurimo. La quota restante è rappresentata dal flottante sul mercato, costituito da 1.359.000 azioni ordinarie senza voto plurimo, corrispondente al 10,8% del capitale votante.

CHART 2 - GROUP STRUCTURE



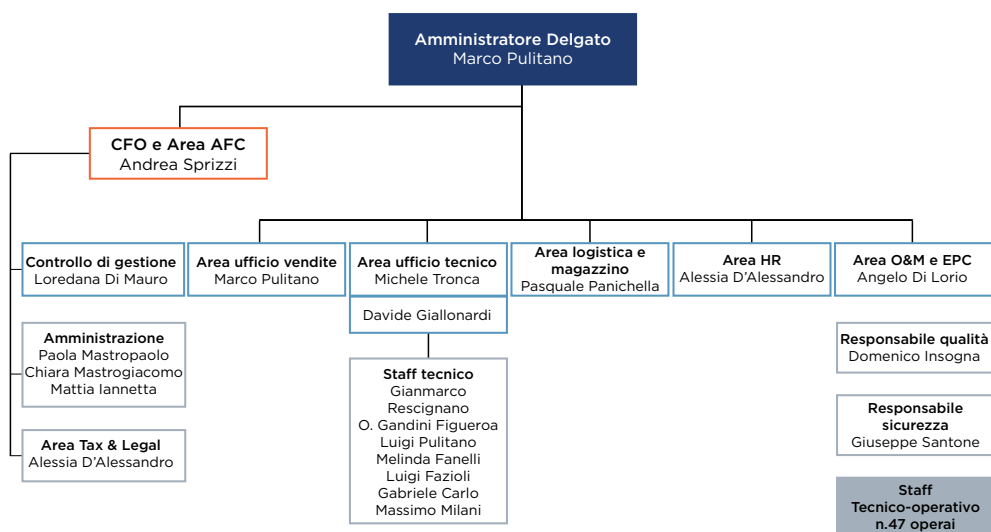
Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

**n. 7 società Agrisolar, costituite nella forma di srl, sono veicoli costituiti con la finalità di realizzare impianti fotovoltaici e di procedere alla vendita di questi a seguito del loro completamento. Attualmente, la società Agrisolar 1 Srl dispone di 7 autorizzazioni alla concessione in Sicilia per un totale di 9,75 MW.*

Il Gruppo Energy Time è composto (oltre alla capogruppo) da due società interamente partecipate: ET Wind Srl, attiva nel minieolico e nello sviluppo tecnologico, e Atena Srl, società immobiliare proprietaria della sede operativa. Inoltre, il Gruppo detiene partecipazioni strategiche in Solgard Srl (50,0%) e 7 SPV Agrisolar, titolari di terreni autorizzati in Sicilia per totali 9,75 MW (100,0%). Nel complesso, considerando anche le SPV costituite e successivamente cedute dopo la realizzazione degli impianti, la potenza sviluppata da Energy Time nel suo insieme ammonta a circa 70 MW.

1.4 Corporate Governance

CHART 3 - CORPORATE GOVERNANCE



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration


La struttura organizzativa di Energy Time è di tipo funzionale e fa capo direttamente all'Amministratore Delegato Marco Pulitano. Il Gruppo si articola in diverse aree operative principali: Area AFC, Controllo di gestione, Area ufficio vendite, Area ufficio tecnico, Area ufficio acquisti, Area logistica e magazzino, Area HR e Area O&M/EPC. Quest'ultima è ovviamente la più rilevante in termini di risorse gestite, in quanto comprende il personale tecnico-operativo dedicato ai cantieri e i responsabili di qualità e sicurezza: visto il forte aumento dei progetti gestiti nell'ultimo anno, la Società sta investendo in risorse umane per garantire il corretto svolgimento di tutti i lavori in corso, rispettando le varie tempistiche contrattualizzate. In alcuni casi, vista la stagionalità di alcuni progetti, il Gruppo si dota di personale a tempo determinato (sei mesi - un anno), in modo tale da ultimare i progetti con successo senza appesantire troppo la struttura dei costi fissi o retrocedere marginalità ricorrendo ai subappaltatori.

A giugno 2025, il Gruppo conta un totale di 58 risorse riflettendo un'organizzazione snella ma fortemente orientata alla gestione integrata dei progetti e alla

verticalizzazione delle competenze tecniche.

Nel corso degli anni, il Gruppo Energy Time ha implementato un sistema di gestione conforme ai più alti standard internazionali in materia di qualità, ambiente, sicurezza e performance energetica. Le certificazioni ottenute testimoniano l'impegno costante della Società nel garantire l'affidabilità dei processi, il rispetto delle normative e la sostenibilità delle attività, anche in funzione della partecipazione a gare pubbliche e della valorizzazione del proprio ruolo nel settore energetico.

TABLE 2 - CERTIFICATIONS IN USE

| Certification | | Description |
|---|---------------------------------|--|
|  | ISO 9001:2015 | Quality management system certification |
|  | ISO 14001:2015 | Environmental management system certification |
|  | ISO 45001:2018 | Occupational health and safety certification |
|  | Attestazione SOA | Qualification for public procurement contracts |
|  | UNI CEI 11352/2014 - 48/16/ESCO | Certified ESCO for energy efficiency services |

Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Il Consiglio di amministrazione della Società è composto da 3 membri e rimarrà in carica fino all'approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2027. In particolare:

- **Marco Pulitano** ricopre il ruolo di Presidente del Consiglio di amministrazione e Amministratore Delegato;
- **Andrea Sprizzi** ricopre il ruolo di Amministratore con deleghe;
- **Enrico Duranti** ricopre il ruolo di Amministratore.

Il Collegio Sindacale è composto da un Presidente, due Sindaci effettivi e due Sindaci supplenti, ed è anch'esso in carica fino all'approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2027:

- **Vittorio Del Cioppo** è il Presidente del Collegio Sindacale;
- **Francesco Palange** e **Giuseppe Favuzza** ricoprono il ruolo di Sindaci Effettivi;
- **Lorenzo Cerio** ricopre la carica di Sindaco Supplente.

1.5 Key People

Marco Pulitano - Presidente e Amministratore Delegato

Fondatore di Energy Time SpA, vanta oltre vent'anni di esperienza nel settore delle energie rinnovabili. In precedenza, ha ricoperto il ruolo di CEO di Premier Power Italy SpA, filiale del gruppo americano quotato al Nasdaq, guidando l'espansione internazionale della Società. È stato tra i protagonisti del primo ciclo di incentivi del "Conto Energia", contribuendo anche alla redazione di normative di settore. Economista di formazione, con studi in Economia Aziendale e Mediazione Linguistica, ha consolidato la sua reputazione come figura di riferimento nel fotovoltaico italiano, promuovendo un modello operativo integrato lungo tutta la filiera.

Andrea Sprizzi- CFO

Manager con solida esperienza internazionale, Andrea Sprizzi ha ricoperto il ruolo di CEO di una holding finanziaria inglese quotata a Parigi. È stato Group CFO di un importante gruppo internazionale e Presidente del CdA di società soggette a vigilanza ex art. 115 TULPS. Laureato con un MBA, è attualmente CFO di Energy Time, dove sovrintende alle attività amministrative, finanziarie e di controllo.

Davide Giallonardi - Responsabile Ufficio Tecnico

Laureato in Ingegneria Industriale con indirizzo Energetico Nucleare presso l'Università degli Studi Guglielmo Marconi, ha completato un Executive Master in Project Management presso la Rome Business School. In passato ha ricoperto il ruolo di PMO presso New Energy Gas e Luce SpA. È certificato Energy Manager (Xpert Ege UNI 11339) e ha maturato un forte background tecnico nella gestione di impianti complessi.

Michele Tronca - Responsabile Tecnico

Laureato magistrale in Ingegneria delle Costruzioni presso l'Università degli Studi "G. D'Annunzio" di Chieti-Pescara, è abilitato all'esercizio della professione di ingegnere e specializzato nei settori civile, ambientale e edilizio. In possesso di attestato come Energy Manager, all'interno del Gruppo ricopre il ruolo di Responsabile Tecnico.

2. Business Overview

2.1 Industry Business System

CHART 4 - INDUSTRY BUSINESS SYSTEM



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Energy Time SpA si colloca al centro di un ecosistema industriale strutturato, in cui gestisce in modo integrato le relazioni con i fornitori e la propria clientela. I fornitori di riferimento del mercato fotovoltaico sono i produttori dei principali componenti degli impianti: moduli fotovoltaici, inverter, cabine elettriche, quadri elettrici, cavi solari, strutture in acciaio. Questi operatori, tendenzialmente grandi multinazionali internazionali (Cina e USA) sono presenti sui mercati europei tramite distributori che intermediano la vendita. Nel caso di Energy Time, vista l'esperienza del management e la presenza nel settore da poco meno di 20 anni, i rapporti consolidati con queste imprese leader consentono di disintermediare la fornitura, ottenendo condizioni economiche vantaggiose, massima flessibilità logistica e dilazioni di pagamento personalizzate, generando un importante vantaggio competitivo in termini di costi e marginalità di progetto soprattutto nella realizzazione di impianti utility-scale per conto di clienti IPP⁵.

Dal lato operativo, Energy Time adotta un modello D-EPC-OM che le consente di gestire internamente l'intero processo, dalla fase di sviluppo e permitting, all'ingegnerizzazione, fino alla costruzione e messa in esercizio dell'impianto. Il team della Società si occupa direttamente delle attività preliminari di individuazione dei siti, verifica tecnica, autorizzativa e progettuale, nonché della contrattazione con enti locali e fornitori. In aggiunta, il Gruppo si fa carico della predisposizione documentale necessaria all'ottenimento delle autorizzazioni, interfacciandosi con le autorità competenti. Una volta realizzato l'impianto, Energy Time cura anche le fasi di collaudo e certificazione della piena regolarità tecnica e amministrativa.

La clientela può essere molto diversificata, anche se si tratta prevalentemente di contratti B2B per conto o di aziende industriali energivore interessate all'autosufficienza energetica, o di operatori IPP e fondi di investimento che integrano il fotovoltaico nel proprio portafoglio di produzione. Accanto a questa tipologia, è presente anche una componente di clientela B2C, composta da soggetti retail interessati all'indipendenza energetica e alla transizione green, a partire da impianti con potenza minima pari a 500 kW.

5 IPP, acronimo di "Independent Power Producer". Si tratta di una società di investimento specializzata nella produzione di energia, mediante impianti di medie e grandi dimensioni.

CHART 5 - INDUSTRY BUSINESS SYSTEM

| R&D | Components | Assembly | Logistics | Marketing | Tools |
|---|---|---|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Component manufacturers engaged in product innovation and performance improvement • Engineering firms involved in site selection and permitting process for PV plant development | <ul style="list-style-type: none"> • Suppliers of key PV system parts: panels, inverters, cables, transformers, and switches • Security systems providers exploring new, cost-effective markets | <ul style="list-style-type: none"> • IPPs with internal project management teams able to manage full assembly processes • EPC contractors assembling and delivering full PV systems independently or via partners | <ul style="list-style-type: none"> • Logistic providers specialized in electrical materials for the solar industry • Port-based storage and logistics operators directly linked to component manufacturers | <ul style="list-style-type: none"> • Organizers of industry-specific trade fairs and conferences • Media and associations promoting PV technologies and lobbying on sector policies | <ul style="list-style-type: none"> • Producers of monitoring, control, and measurement tools (e.g., sensors, software) • Providers of specialized digital platforms and environmental analysis instruments |

Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

La filiera è complessa e strutturata, composta da attori specializzati che intervengono in ogni fase del processo produttivo e gestionale degli impianti fotovoltaici.

- **R&D** - i produttori di componenti investono continuamente in attività di ricerca per aumentare efficienza e qualità dei prodotti, mentre gli studi di ingegneria giocano un ruolo chiave nell'individuazione dei siti più adatti alla realizzazione degli impianti fotovoltaici e nella gestione dell'iter autorizzativo;
- **Componenti** - comprende appunto i produttori di moduli, inverter, strutture di fissaggio (sia fisse che con sistemi ad inseguimento) e componenti elettrici (cavi, trasformatori, interruttori). A questi si aggiungono i fornitori di sistemi di sicurezza per la protezione degli impianti, con un'attenzione crescente verso mercati emergenti che risultano attrattivi per convenienza e potenziale di sviluppo;
- **Assemblaggio** - il processo di assemblaggio coinvolge principalmente gli IPP dotati di strutture interne di Project Management, capaci di acquistare e integrare le componenti necessarie. Sono inoltre presenti operatori specializzati che svolgono l'attività di EPC contractor, gestendo in prima persona tutte le fasi del processo costruttivo;
- **Logistica** - è affidata a operatori e grossisti del settore elettrico, spesso in sinergia con distributori specializzati nel fotovoltaico. Alcuni operatori logistici sono direttamente collegati ai produttori di componenti e agiscono in aree portuali per ottimizzare i flussi di approvvigionamento e garantire una catena di fornitura efficiente;
- **Marketing** - include gli organizzatori di fiere ed eventi settoriali e gli editori di riviste specializzate, che beneficiano delle attività promozionali dei produttori. Le associazioni di categoria completano il quadro, svolgendo un'intensa attività di lobbying e dialogo con istituzioni e decisori legislativi per promuovere politiche favorevoli alla crescita del settore;
- **Strumenti** - produttori di dispositivi accessori fondamentali per il controllo e l'efficienza degli impianti, quali portali specialistici, strumenti di misura, software di gestione e sensori ambientali. Questi strumenti sono essenziali per monitorare le performance e ottimizzare il rendimento degli impianti installati.

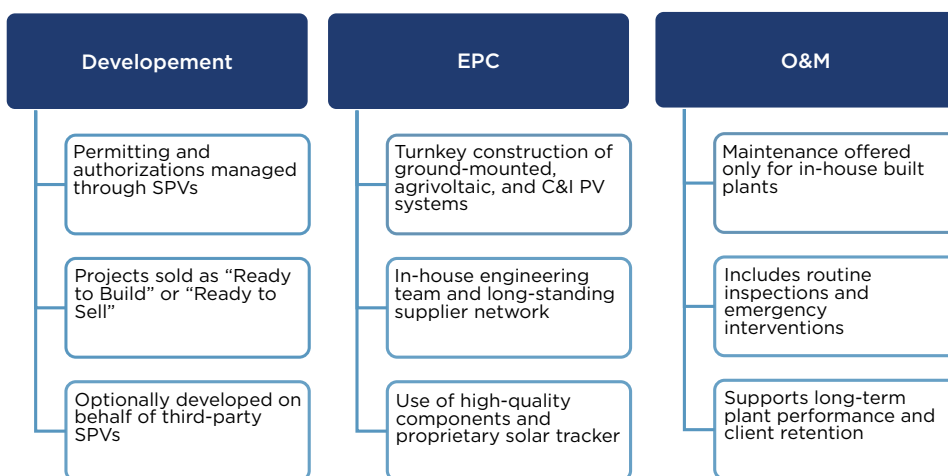
2.2 Business Model

Il Gruppo opera come contractor per la realizzazione di impianti chiavi in mano destinati a terzi, e in alcuni casi anche come sviluppatore di progetti in conto proprio per futura realizzazione e cessione a fondi, investitori professionali e IPP italiani ed internazionali.

Il core business di Energy Time è dunque rappresentato dall'ingegnerizzazione, approvvigionamento e costruzione di impianti fotovoltaici (EPC), alla quale si affianca l'attività di manutenzione ordinaria e straordinaria (O&M), rivolte esclusivamente a impianti realizzati dalla Società stessa. Il modello garantisce elevati standard di efficienza e qualità, minimizzando i tempi di realizzazione grazie al presidio diretto dei processi e alla capacità di selezionare in modo accurato i partner industriali.

Parallelamente, Energy Time ha investito (seppur marginalmente rispetto all'attività core) attraverso la controllata ET WIND nello sviluppo di un proprio inseguitore solare (tracker) per impianti FTV, già installato su diversi impianti, ed è attivo nel revamping di turbine mini-eoliche.

CHART 6 - ENERGY TIME BUSINESS MODEL



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Questa triplicità operativa, articolata nelle attività di Development, EPC e O&M, pur essendo fortemente integrata, presenta caratteristiche distintive in ciascuna fase del modello di business. Le differenze riguardano principalmente la natura dei soggetti coinvolti, le modalità di esecuzione e i modelli di relazione con la clientela, che variano in funzione delle specifiche esigenze progettuali, tecniche e gestionali.

- **Development** - Pur non qualificandosi come uno sviluppatore puro (non vende progetti autorizzati e non svolge attività di Co-Sviluppo), la Società vanta un track record di circa 70 MW di autorizzazioni per la costruzione di impianti fotovoltaici portate a compimento. L'intero iter autorizzativo viene gestito internamente e le

autorizzazioni ottenute sono intestate a società veicolo (SPV), costituite ad hoc. La prassi consolidata prevede che, una volta ottenute le autorizzazioni per conto proprio, queste vengano proposte al mercato, con successiva sottoscrizione di un accordo di realizzazione dell'impianto e vendita al soggetto precedentemente individuato. In alcuni casi, gli impianti rimangono temporaneamente di proprietà della Società, per poi essere alienati. Inoltre, su richiesta del cliente, la fase di permitting può essere svolta direttamente a beneficio di SPV riconducibili al cliente stesso;

- **EPC** - Questo tipo di contratto è una formula “chiavi in mano” attraverso cui un appaltatore realizza un'opera completa, assumendosi la piena responsabilità di progettazione, approvvigionamento e costruzione. Il committente riceve una struttura collaudata e pronta all'uso, con garanzie su tempi, costi e performance. Il Gruppo collabora strettamente con i propri principali fornitori nello sviluppo di soluzioni tecnologiche innovative per strutture, componentistica elettrica, software di controllo e sistemi avanzati di gestione. Queste collaborazioni sono rese possibili da un team interno altamente qualificato, composto da ingegneri, tecnici della sicurezza e della qualità, e supportato da infrastrutture tecnologiche avanzate;
- **O&M** - questa sezione è riservata agli impianti realizzati direttamente dalla Società o appartenenti a clienti già acquisiti, e viene eseguita sia con risorse interne sia tramite subappaltatori selezionati, con cui esistono rapporti consolidati. I materiali utilizzati per le attività manutentive sono gli stessi impiegati nell'ambito dell'EPC, a garanzia della coerenza tecnica. L'O&M rappresenta una linea di business a carattere continuativo, che può evolversi nel tempo in operazioni di revamping o sostituzione integrale degli impianti al termine del loro ciclo di vita.

CHART 7 - BUSINESS SUPPORT ACTIVITIES



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

A completamento delle attività core riconducibili al modello D-EPC-OM, il Gruppo sviluppa una serie di attività a supporto del business che rafforzano la propria value chain, in termini sia di innovazione tecnologica sia di controllo diretto delle risorse operative. Tra queste, un ruolo strategico è svolto dalla produzione del già menzionato tracker, sviluppato internamente dal team di ingegneri della controllata ET WIND. Forte di oltre 30 anni di esperienza nel settore, il team ha ideato un inseguitore solare per impianti fotovoltaici che ha superato le fasi di prototipazione e sperimentazione, risultando già installato su diversi impianti.

CHART 8 - TRACKER



Source: Energy Time

Il tracker fotovoltaico è una soluzione proprietaria ad alto potenziale, già disponibile per tutti i clienti del Gruppo che realizzano impianti a terra. Oltre a migliorare le performance degli impianti, il tracker garantisce una maggiore efficienza del processo, pur in un contesto di costi complessivi influenzati dalla qualità dei materiali e dalla filiera produttiva. Attualmente in fase di applicazione su alcuni progetti del Gruppo, il sistema punta a raggiungere nel breve-medio termine una potenza installata sufficiente a garantirne la bancabilità e aprire così a un utilizzo su scala più ampia, sia interna che commerciale.

Parallelamente, il Gruppo presidia la componente immobiliare attraverso una divisione Properties, dedicata alle attività di scouting per l'individuazione di terreni idonei alla realizzazione di impianti fotovoltaici con una potenza tipica compresa tra 1 e 5 MW circa. Tale attività si completa con la sottoscrizione di accordi con i proprietari dei terreni, spesso in forma di opzioni, locazioni o diritti di superficie, al fine di garantire la bancabilità e la disponibilità delle aree. La divisione cura inoltre la progettazione e costruzione degli impianti, oltre alla conduzione e manutenzione degli stessi e alla gestione della vendita di energia.

Queste attività contribuiscono solo marginalmente al fatturato del Gruppo, rappresentato quasi al 100,0% dalla realizzazione di impianti con formula EPC + uno/due anni di O&M. L'analisi del backlog al 30 aprile 2025 conferma questa focalizzazione, con un portafoglio ordini di € 124,00 mln, interamente riconducibile al fotovoltaico, e una potenza complessiva da installare di 237 MW, di cui circa l'82,0% già oggetto di accordi vincolanti. La totalità dei progetti è localizzata in Italia e sarà realizzata entro la prima metà del 2027.

La pipeline commerciale è alimentata da una strategia di posizionamento che vede il coinvolgimento diretto con investitori istituzionali e IPP, oltre che con C&I⁶ e del comparto agricolo. Il Gruppo privilegia rapporti duraturi con clienti in grado di

6 Commercial e Industrial: settore di riferimento per impianti fotovoltaici su tetti di medie dimensioni per autoconsumo

garantire pipeline pluriennali, ottimizzando così l'impiego delle risorse e la continuità produttiva. L'approccio alla commessa è strutturato in fasi ben definite, con milestone contrattuali che prevedono acconti anticipati alla firma e al progresso dei lavori, consentendo alla Società di operare con flussi di cassa positivi e minimizzare l'esposizione finanziaria. La marginalità è tutelata anche attraverso l'attenta ingegnerizzazione in-house delle soluzioni progettuali e un network consolidato di fornitori, selezionati per solidità e performance tecniche. Particolarmente rilevante è la progettazione esecutiva svolta internamente dal team tecnico di Energy Time, in grado di personalizzare ogni impianto in base alle esigenze del cliente, massimizzandone l'efficienza. Questo è un vantaggio competitivo distintivo rispetto a molti operatori che tendono a esternalizzare tali attività.

2.3 Track Record

Nel corso dei suoi oltre 17 anni di attività, Energy Time ha partecipato a numerosi progetti di elevato standing. Di seguito riportiamo alcuni tra i più significativi, realizzati in diverse regioni italiane, a testimonianza della solidità tecnica e della versatilità operativa del Gruppo:

- **Impianto FTV 33,4 MW, Menfi, Agrigento (2024-2025)** - Impianto a terra di grande taglia realizzato per X-Elio Italia 3 Srl, SPV del gruppo spagnolo X-ELIO;
- **Impianto FTV 1 MW, Bojano, Campobasso (2023)** - Impianto a terra realizzato per un investitore;
- **Impianti FTV 400/850 kW, Molise (2023)** - Serie di impianti fotovoltaici installati su coperture industriali di diverse aziende dislocate sul territorio molisano. Le aziende committenti operano in settori eterogenei, quali la grafica e stampa, l'industria casearia e quella alimentare;
- **Impianto FTV 605 kW, Brindisi (2023)** - Impianto realizzato su terreni adiacenti al capannone industriale di una società attiva nella movimentazione, lavorazione e commercializzazione del GPL;
- **Impianto FTV 500 kW, Pignataro Maggiore, Caserta (2023)** - Impianto fotovoltaico installato sulla copertura di un capannone industriale appartenente a un'azienda operante nel settore caseario;
- **Impianto FTV 9 MW, Piana degli Albanesi, Palermo (2014)** - Impianto a terra, commissionato anch'esso da CIC Sicilia Energy Srl, che rappresenta uno dei primi interventi di larga scala completati dal Gruppo, con una potenza installata pari a 9 MW;
- **Impianto FTV 1 MW, Laterza, Taranto (2011)** - Impianto a terra realizzato per finalità di investimento. L'intervento si è concluso con la cessione dell'impianto a soggetti terzi.

CHART 9 - PHOTOVOLTAIC SYSTEM AT MENFI, 33,5 MW



Source: Energy Time

2.4 Backlog

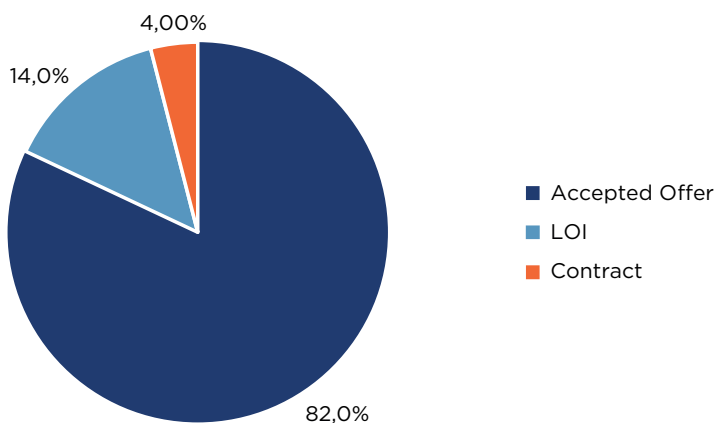
TABLE 3 - UPDATE BACKLOG

| Type o Agreement | Value | Power |
|-------------------------------------|---------------------|-----------------|
| Framework agreement /Accepted Offer | € 101,38 mln | 196,2 MW |
| LOI (Letter of Intent) | € 17,60 mln | 33,8 MW |
| Contract | € 4,92 mln | 7,0 MW |
| Total | € 123,90 mln | 237,0 MW |

Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Al 30 aprile 2025, il backlog contrattualizzato di Energy Time ammonta a una potenza complessiva da installare pari a 237,0 MW, per un controvalore stimato di € 123,90 mln. Tale portafoglio lavori riflette una strategia industriale mirata a privilegiare relazioni consolidate con un numero selezionato di clienti, in particolare grandi IPP, così da garantire continuità operativa, stabilità nella pianificazione delle commesse e una ridotta esposizione al rischio legato a singoli progetti. All'interno di questo backlog, è presente una componente di hard backlog pari a 203,5 MW, per un valore complessivo di circa € 106,00 mln, costituito da impianti contrattualizzati o regolati da accordi vincolanti già sottoscritti. A questi si aggiungono altre attività e servizi accessori, che, pur essendo parte del portafoglio ordini del Gruppo non vengono incluse nel calcolo del backlog industriale, e che valgono complessivamente circa € 2,00 mln.

CHART 10 - BACKLOG BY TYPE OF AGREEMENT



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Il backlog si articola in quattro progetti principali:

- Il **Progetto 1** prevede la realizzazione di 17 impianti agrivoltaici localizzati nel sud Italia, per un unico IPP, con una potenza complessiva pari a **29,7 MWp**. Gli impianti, con taglie comprese tra 1 MWp e 5 MWp, saranno realizzati tra il Q2 2025 e il Q2 2026;
- Il **Progetto 2** include 9 impianti ground-mounted con inseguitore solare (tracker), anch'essi situati nel sud Italia e destinati a un unico IPP. La potenza complessiva da installare è pari a **14,6 MWp**, con taglie tra 1 MWp e 3,6 MWp, e una finestra di realizzazione compresa tra il Q3 2025 e il Q2 2026;
- Il **Progetto 3** rappresenta la componente più rilevante del backlog in termini di potenza, con 10 impianti ground-mounted con tracker distribuiti su tutto il territorio nazionale, per un unico IPP. La potenza complessiva è pari a **152,8 MWp**, con impianti di taglia compresa tra 1 MWp e 56 MWp, e tempi di esecuzione previsti tra il Q2 2025 e il Q2 2027;
- Il **Progetto 4** riguarda 4 impianti a terra, ciascuno da circa 1 MWp, commissionati da clienti distinti situati nel centro e sud Italia. La realizzazione è programmata entro il Q3 2025.

La composizione del backlog al 30 aprile 2025 evidenzia una chiara concentrazione delle attività di Energy Time sulla tecnologia Ground+Tracker, che rappresenta la componente prevalente sia in termini di potenza installata sia di valore economico. Su un totale di 237,0 MW di potenza, ben 165,0 MW — pari a circa il 69,6% del totale del backlog — sono riferiti a impianti Ground+Tracker, per un controvalore economico pari a € 92,01 mln. Segue la categoria Agrivoltaico/Agrisolare, con 30,0 MW e un controvalore di € 8,41 mln, riflettendo la crescente attenzione alla sinergia tra produzione agricola ed energia rinnovabile, sostenuta anche da recenti incentivi nazionali. Infine, gli impianti Ground rappresentano una quota minore ma comunque rilevante, con 42,0 MW di potenza e un valore economico di circa € 23,12 mln.

TABLE 4 - BACKLOG COMPOSITION BY PROJECT TYPE

| Project Category | Value | Power |
|------------------------|---------------------|-----------------|
| Ground + Tracker | € 92,01 mln | 165,0 MW |
| Ground | € 23,12 mln | 42,0 MW |
| Agrivoltaics/Agrisolar | € 8,41 mln | 30,0 MW |
| Total | € 123,54 mln | 237,0 MW |

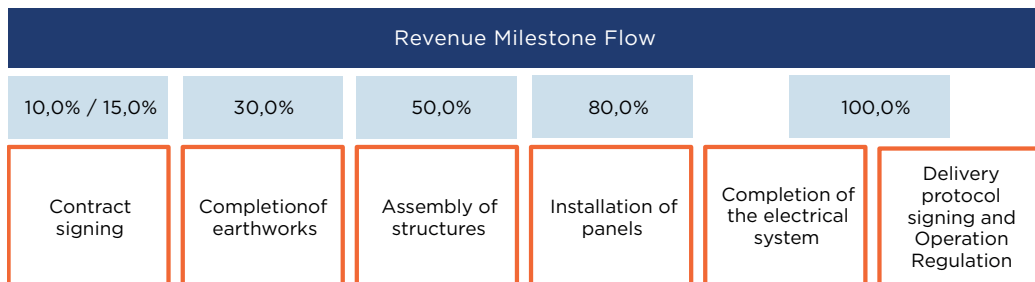
Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Nel quadro dell'attuale portafoglio ordini, la distribuzione temporale del backlog contrattualizzato evidenzia una pianificazione industriale solida e graduale, con una pipeline che garantisce continuità operativa fino al 2027. Il Gruppo prevede il completamento di numerosi progetti, con una netta prevalenza di impianti Ground+Tracker, che costituiscono il cuore dell'offerta in termini economici. Parallelamente, una parte rilevante della pipeline riguarda impianti agrivoltaici, coerentemente con il quadro normativo incentivante e con il ruolo crescente del settore agricolo nella transizione energetica.

2.5 Revenue Model

Tutti i contratti con i clienti, per i progetti utility scale, sono strutturati per garantire l'auto finanziabilità dei progetti, evitando impegni finanziari e anticipi di cassa. A partire dalla data di inizio lavori, viene assicurata una regolare ricezione di acconti (subordinate al raggiungimento di determinate milestones) e una dilazione dei pagamenti verso i fornitori, con cui Energy Time vanta rapporti privilegiati. Per tutti gli impianti >2-3 MW, sono individuate 5 fasi operative a cui corrispondono specifiche milestones di incasso: un acconto del 10-15,0% ad inizio lavori/sottoscrizione del contratto, seguito da ulteriori incassi legati allo stato avanzamento lavori (montaggio strutture, installazione pannelli, collaudo e consegna ecc.).

CHART 11 - REVENUE MODEL, UTILITY SCALE



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Gli impianti di potenza superiore a **2,0 MW** hanno una durata complessiva di realizzazione compresa tra 3 e 12 mesi, con un numero variabile di SAL (stato avanzamento lavori) che può oscillare tra 4 e oltre 10, in base alla complessità del progetto. Una parte dell'acconto iniziale può essere utilizzata per anticipare i costi di fornitura, specialmente nel caso di fornitori non ancora consolidati, mentre la parte restante viene impiegata per sostenere i costi operativi successivi. I tempi di pagamento, una volta raggiunta la milestone di riferimento, prevedono massimo 10 giorni lavorativi per la fatturazione e 20 per il pagamento.

Per gli impianti di potenza fino a **1,5/2,0 MW**, il Gruppo adotta un modello di generazione dei ricavi semplificato pur mantenendo come obiettivo prioritario la costante auto-finanziabilità della commessa. In questo caso, la realizzazione degli impianti avviene in un tempo più ridotto, generalmente tra 20 e 30 giorni lavorativi, grazie a una pianificazione annuale che prevede l'approvvigionamento anticipato di componenti e materiali, consentendo di ridurre sensibilmente il numero di SAL.

CHART 12 - REVENUE MODEL, PHOTOVOLTAIC PLANTS WITH CAPACITY UP TO 1.5/2 MW

| Revenue Milestone Flow | | |
|------------------------|---------------------|--|
| 10,0% / 20,0% | 90,0% | 100,0% |
| Contract signing | End of construction | Delivery protocol signing and Operation Regulation or System testing |

Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

2.6 Value Chain

CHART 13 - VALUE CHAIN



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Ogni fase è progettata per massimizzare efficienza, qualità e valore aggiunto, attraverso l'intervento coordinato di team specializzati e strumenti digitali avanzati. L'intero ciclo si sviluppa attraverso sette fasi operative, che si sovrappongono parzialmente per ottimizzare tempi e risorse.

- **Consulenza al cliente (1/2 mesi)** - Energy Time assiste il cliente nella selezione del

sistema più adatto alle sue esigenze, offrendo un servizio di consulenza tecnica per analizzare vantaggi e svantaggi delle diverse soluzioni, anche relativamente al finanziamento della costruzione. Quest'attività è svolta da un team interno, composto da dipendenti con esperienza internazionale, che sviluppa un progetto fattibile basandosi su competenze consolidate e sul know-how accumulato nel tempo;

- **Forecasting accurato dell'impianto (2/4 mesi, parzialmente sovrapponibili alla precedente)** - Il team tecnico collabora con il cliente per valutare la fattibilità del progetto attraverso un'analisi ingegneristica del sito, identificando eventuali criticità tecniche o ambientali che potrebbero influenzare le performance dell'impianto;
- **Soluzioni finanziarie personalizzate (2/4 mesi, parzialmente sovrapponibili alla precedente)** - Il CFO e l'ufficio amministrativo analizzano il profilo economico e finanziario del cliente, suggerendo le migliori soluzioni tramite metriche come TIR, Pay Back Time e modelli di finanziamento flessibili, incluso il noleggio operativo o il pay per use;
- **Progettazione (3/12 mesi)** - Energy Time cura la progettazione esecutiva dell'impianto, definendo dettagli tecnici come il tipo di cablaggio, le strutture di montaggio e gli elementi di connessione alla rete. L'obiettivo è garantire il massimo rendimento e l'ottimale trasmissione dell'energia;
- **Approvvigionamento (3/12 mesi)** - I materiali e i componenti vengono selezionati in base alle specificità tecniche del progetto e alle priorità del cliente;
- **Costruzioni ad alta performance (3/12 mesi)** - L'installazione viene eseguita attraverso tecniche innovative, con l'obiettivo di massimizzare la performance dell'impianto in tempi rapidi e con procedure ottimizzate. Il commissioning team effettua verifiche con termocamere e certificazioni settimanali;
- **Operation & Maintenance (2/+ anni)** - L'assistenza post-vendita comprende il monitoraggio continuo dell'impianto, l'ottimizzazione delle performance e la gestione tempestiva di eventuali anomalie tramite un sistema di allarme automatizzato.

2.7 Clienti e Fornitori

2.7.1 Clienti

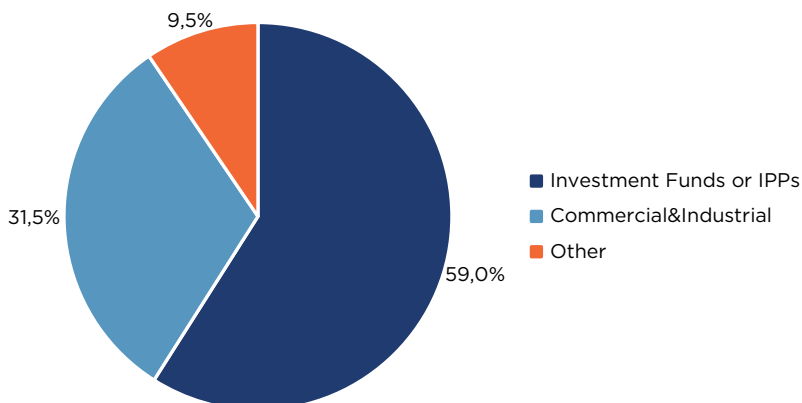
Il Gruppo si rivolge prevalentemente a una clientela B2B, composta da IPP, fondi di investimento, società industriali e utilities, con una quota residuale dedicata alla clientela B2C. Il modello operativo del Gruppo si basa principalmente su commesse definite, che si concludono generalmente nell'arco di 12 mesi, con rapporti continuativi con clienti principali, ad eccezione di eventuali estensioni legate all'attività di O&M. I clienti sono suddivisi in tre categorie:

- Fondi di investimento o IPP (59,0% del fatturato FY24A) - includono soggetti che commissionano prevalentemente impianti utility scale, sia a terra (ground-mounted) che dotati di sistemi a inseguimento (tracker), comprendendo anche

iniziative agrivoltaiche;

- Commercial & Industrial (31,5% del fatturato FY24A) - comprendono imprese ad alto consumo energetico attive nei settori industriali e dei servizi (ad esempio, strutture ricettive), oltre ad aziende agricole che richiedono impianti su coperture o soluzioni miste tetto/terreno;
- Other (9,5% del fatturato FY24A) - categoria residuale che comprende investitori privati non professionali e clientela retail.

CHART 14 - REVENUE BREAKDOWN BY CLIENT TYPE - FY24A



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

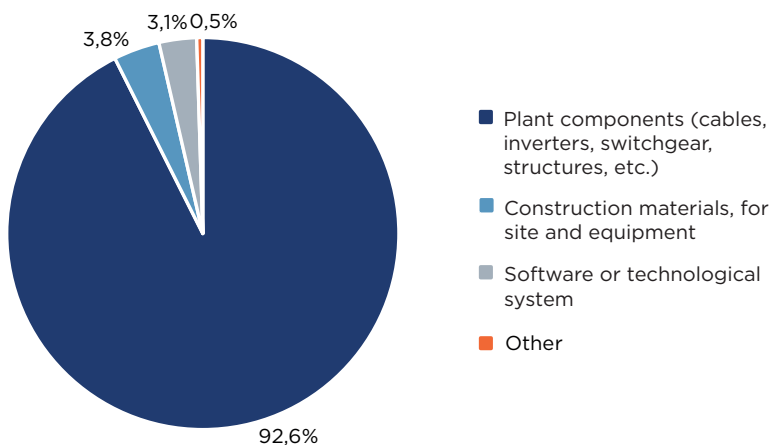
Il posizionamento competitivo di Energy Time si basa su una strategia orientata alla costruzione di rapporti duraturi con un numero selezionato di clienti strategici, principalmente IPP e fondi, dotati di pipeline progettuali ampie e articolate. Questo approccio consente alla Società di mantenere un'elevata saturazione della capacità produttiva, riducendo al minimo la dipendenza da singoli clienti o da un numero limitato di commesse, e mitigando così i rischi legati a eventuali interruzioni operative. Sebbene i grandi investitori istituzionali detengano spesso un potere contrattuale rilevante, Energy Time mantiene un ruolo centrale grazie a un'offerta integrata e flessibile. La Società supporta i propri clienti con soluzioni tecniche e finanziarie personalizzabili, in grado di adattarsi alle specifiche esigenze di ogni progetto.

2.7.2 Fornitori

Energy Time si avvale di una rete consolidata di fornitori storici, con cui intrattiene rapporti continuativi da anni. La lunga esperienza maturata nel settore fotovoltaico ha consentito alla Società di instaurare relazioni dirette con imprese leader nella produzione di componenti, evitando l'intermediazione di distributori. Questo approccio garantisce maggiore efficienza, tracciabilità e qualità nella supply chain, elemento fondamentale per il presidio tecnico e operativo del business. La rete fornitori è suddivisa in due principali categorie: fornitori di merci e fornitori di servizi.

La fornitura di beni materiali necessari alla costruzione degli impianti fotovoltaici risulta frammentata tra molteplici soggetti altamente specializzati, in grado di coprire l'intera gamma di componenti tecnici richiesti. La categoria predominante, che incide per il 92,6% sul totale dei costi di approvvigionamento di materie prime nel 2024, è rappresentata dalla componentistica per impianti (pannelli, inverter, cavi, strutture, cabine, ecc.). Seguono, con impatti marginali, i materiali per edilizia da cantiere e attrezzature (3,8%), le soluzioni software e impianti tecnologici (3,1%) e altre componenti residuali (0,5%). Questa struttura frammentata ma selezionata consente ad Energy Time di garantire qualità tecnica e affidabilità nell'intera fase esecutiva.

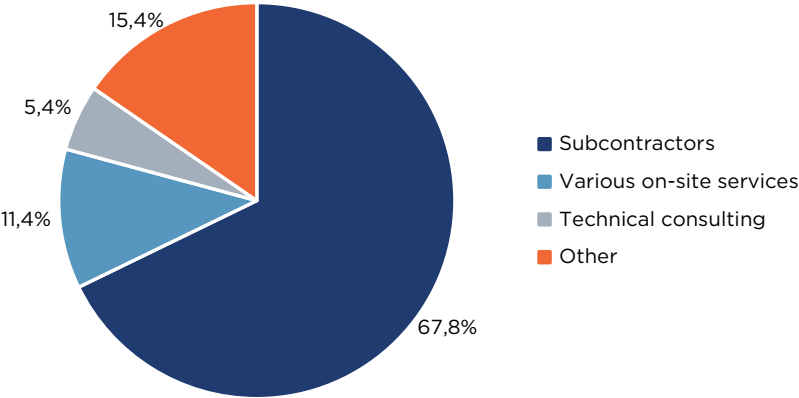
CHART 15 - BREAKDOWN OF MATERIAL SUPPLIERS - FY24A



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Anche la fornitura di servizi risulta altamente frammentata, coinvolgendo diversi operatori specializzati nei servizi di supporto alla realizzazione degli impianti fotovoltaici. La voce principale riguarda i subappaltatori, che rappresentano il 67,8% dei costi di servizi sostenuti nel 2024, evidenziando il ricorso strategico a partner esecutivi consolidati. A seguire, si evidenziano i servizi specifici per cantiere, che incidono per l'11,4%, e le consulenze tecniche, pari al 5,4%, fondamentali per le attività di verifica, validazione e supporto progettuale. Il restante 15,4% è attribuibile a servizi residuali classificati come "Other". Questa struttura permette a Energy Time di mantenere flessibilità operativa e di adattarsi alle specifiche esigenze di progetto su tutto il territorio nazionale.

CHART 16 - BREAKDOWN OF SERVICE PROVIDERS - FY24A



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

3. Il mercato

3.1 Il mercato europeo delle energie rinnovabili

Il mercato europeo delle energie rinnovabili ha ormai da anni assunto un ruolo centrale nello scenario energetico e industriale del continente. Dal 2019 in avanti, la transizione energetica è passata da priorità politica a traiettoria concreta di investimento, supportata da obiettivi comunitari sempre più ambiziosi e target chiari di decarbonizzazione. Germania, Italia e Spagna guidano questa accelerazione, con una crescita della capacità fotovoltaica installata che raggiunge livelli record (+102,7% Berlino, +108,0% Italia), segnando una svolta anche per i player già quotati più esposti al fotovoltaico che restituiscono performance sui mercati decisamente positive.

Il Piano RePowerEU – varato nel 2022 nell'ambito del Green Deal europeo – supporta questa tendenza prevedendo una quota vincolante di rinnovabili al 42,5% entro il 2030 (ambizione a 45,0%) ed investimenti per circa € 210,00 mld, con un target fotovoltaico europeo fissato a 750 GW installati entro il 2030, rispetto ai circa 263 GW attuali.

CHART 17 – PHOTOVOLTAIC GROWTH TARGET AND REQUIRED INVESTMENTS BY 2030

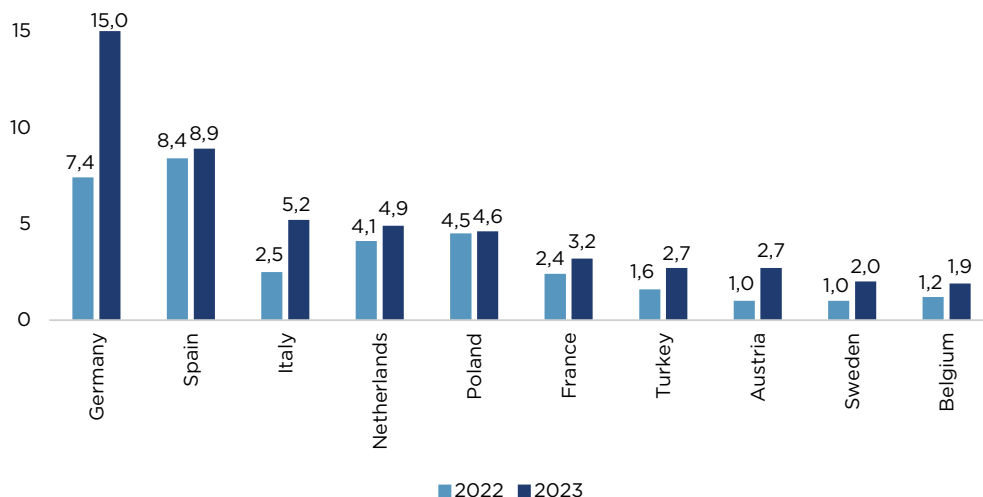


Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Il grafico illustra la variazione della capacità installata (in GW) nei dieci principali mercati europei tra il 2022 e il 2023. Complessivamente, i primi dieci Paesi hanno portato la produzione da fonti rinnovabili da 34,1 GW nel 2022 a 51,1 GW nel 2023, segnando un incremento complessivo del +49,9%.

- La Germania passa da 7,4 GW a 15 GW (+102,7%), confermandosi leader assoluto;
- L'Italia registra un aumento da 2,5 GW a 5,2 GW, con il tasso di crescita più alto tra i top 3 (+108,0%);
- L'Austria evidenzia la performance più sorprendente, crescendo del +170,0% (da 1 a 2,7 GW);
- Anche la Svezia raddoppia la propria capacità, da 1 a 2 GW (+100,0%);
- In crescita anche Turchia (+68,8%), Belgio (+58,3%), Francia (+33,3%) e Paesi Bassi (+19,5%);
- Al contrario, la Spagna e la Polonia evidenziano crescite più contenute, rispettivamente +6,0% e +2,2%.

CHART 18 - TOP 10 EUROPEAN COUNTRIES BY RENEWABLE ENERGY PRODUCTION GROWTH



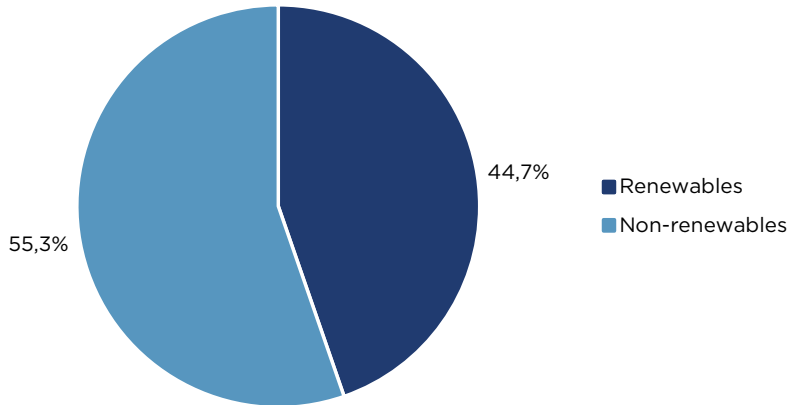
Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration dati SOLAR POWER EUROPE, Note tematiche sull'Unione Europea, EU Market Outlook for Solar Power, Wind Europe

3.2 Il mercato dell'eolico in Italia

Nel 2023, secondo dati Eurostat, le energie rinnovabili hanno rappresentato una componente sempre più centrale nel mix energetico europeo, contribuendo alla generazione di 1.214 TWh, pari al 44,7% del totale (+12,0% rispetto al 2022). Parallelamente, la produzione da fonti fossili non rinnovabili è scesa a 882 TWh (32,5% del totale), registrando un calo del -19,7% rispetto all'anno precedente: si tratta del livello più basso dal 1990. Il restante 22,8% del fabbisogno, pari a 619 TWh, è stato soddisfatto dagli impianti nucleari. Il trend conferma un progressivo spostamento verso fonti energetiche più sostenibili e meno dipendenti da materie prime importate, in linea con gli obiettivi del Green Deal e del Piano RePowerEU.

La suddivisione della produzione energetica complessiva nell'UE nel 2023 tra fonti rinnovabili e non rinnovabili. Le fonti rinnovabili coprono il 44,7% del mix, evidenziando una progressiva inversione di tendenza rispetto al passato, quando le fonti fossili erano predominanti. Le fonti non rinnovabili (55,3%), che includono sia fossili che nucleare, sono in calo, anche grazie al contesto normativo favorevole alla decarbonizzazione.

CHART 19 - BREAKDOWN OF SERVICE PROVIDERS - FY24A



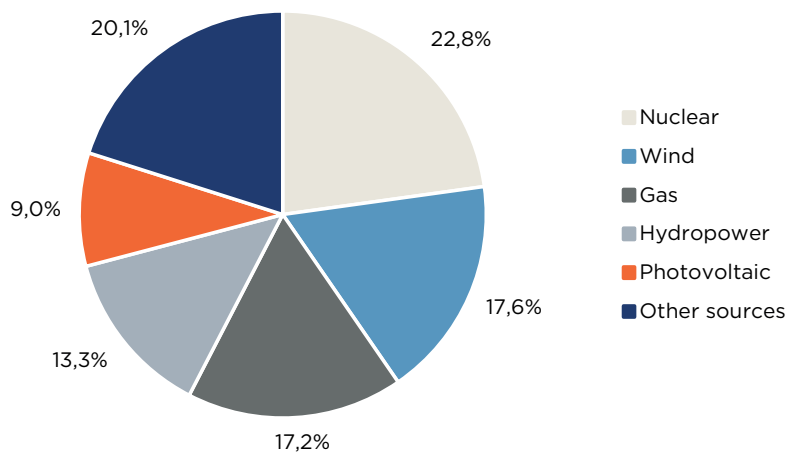
Source: Eurostat, QualEnergia, EU Market Outlook (SolarPowerEurope), Integrae SIM elaboration

Per quanto riguarda la ripartizione percentuale tra le singole fonti di energia nel mix europeo del 2023:

- Le rinnovabili (idroelettrico 13,3%, eolico 17,6%, fotovoltaico 9,0%) rappresentano complessivamente quasi la metà del mix;
- Le fonti fossili (gas 17,2%, altre fonti 20,1%) e il nucleare (22,8%) costituiscono la parte restante.

Il fotovoltaico, con il 9,0%, conferma la sua crescente rilevanza nel panorama energetico europeo, risultando la tecnologia con il più elevato tasso di crescita.

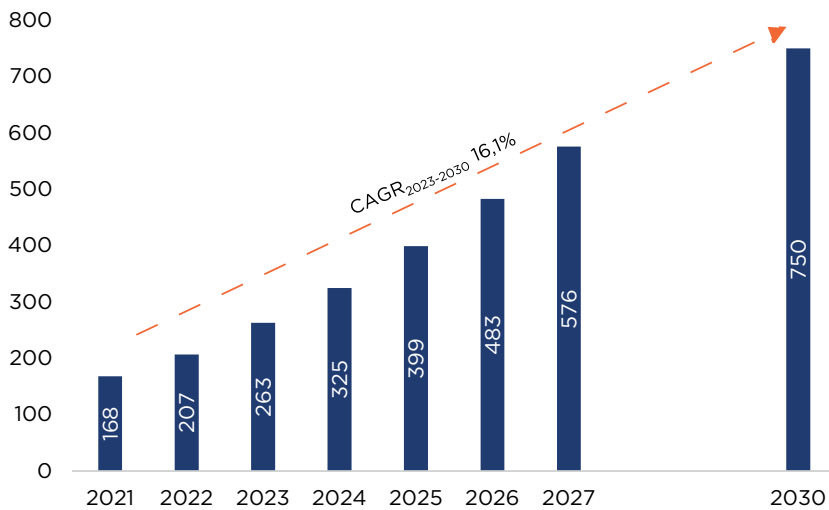
CHART 20 - ENERGY SOURCES BREAKDOWN, 2023 (BY GENERATION TYPE)



Source: Eurostat, QualEnergia, EU Market Outlook (SolarPowerEurope), Integrae SIM elaboration

L'International Energy Agency (IEA) individua nel fotovoltaico la fonte rinnovabile con il tasso di crescita più marcato a livello europeo. Nel solo 2023, infatti, sono stati installati 56 GW di nuova capacità solare, contro i 39 GW del 2022 e i 22 GW del 2021, portando la potenza fotovoltaica totale installata nell'Unione a 263 GW al 31 dicembre 2023. Il percorso di crescita risulta coerente con l'obiettivo fissato al 2030 dal Piano RePowerEU, che prevede di raggiungere 750 GW di capacità solare installata, con un CAGR 2023-2030 del 16,1%. Il grafico in basso mostra la traiettoria di crescita della capacità solare installata in Europa, passata da 168 GW nel 2021 a 263 GW nel 2023, con proiezioni che raggiungono 750 GW nel 2030. Il ritmo di crescita, espresso con un CAGR del 16,1%, appare coerente con gli obiettivi del Piano RePowerEU.

CHART 21 - ENERGY SOURCES BREAKDOWN, 2023 (BY GENERATION TYPE)

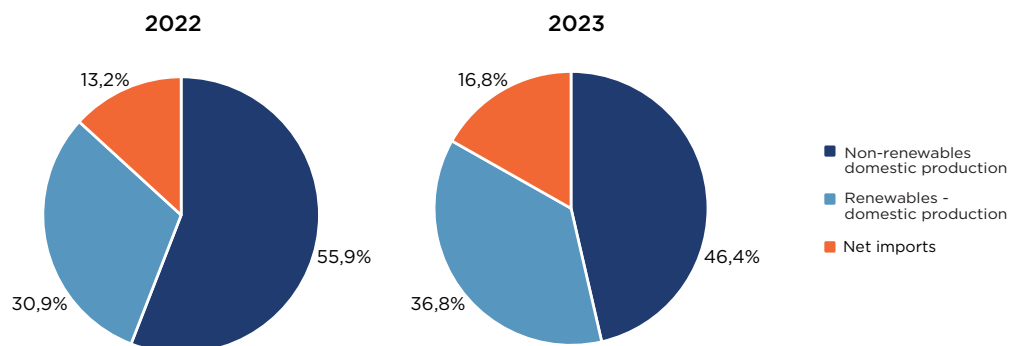


Source: Eurostat, QualEnergia, EU Market Outlook (SolarPowerEurope), Intergae SIM elaboration

3.3 Il mercato italiano delle energie rinnovabili

Secondo dati Terna, nel 2023 il fabbisogno di energia elettrica in Italia si è attestato a 305.600 GWh, segnando una contrazione del -6,2% rispetto al 2022 (325.046 GWh). L'analisi della composizione evidenzia che il 46,4% della domanda è stato coperto da fonti non rinnovabili, mentre le fonti rinnovabili hanno soddisfatto il 36,8% del fabbisogno, in miglioramento rispetto al 30,9% dell'anno precedente. La quota restante, pari al 16,8%, è stata garantita dalle importazioni nette di energia dall'estero.

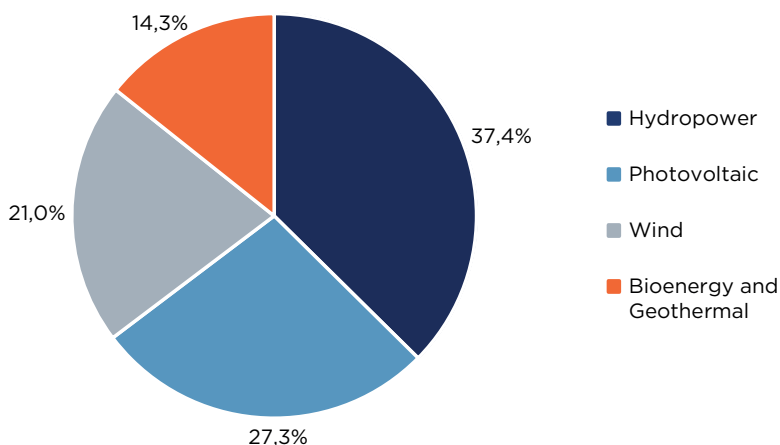
CHART 22 - GROSS DOMESTIC ENERGY CONSUMPTION BY SOURCE, 2022 VS 2023



Source: Terna, Integrae SIM elaboration

L'idroelettrico si conferma la risorsa rinnovabile dominante, rappresentando il 37,4% dell'energia rinnovabile consumata in Italia nel 2023, seguito dal fotovoltaico (27,3%) e dall'eolico (21,0%). La restante quota è rappresentata da bioenergie e geotermia.

CHART 23 - BREAKDOWN OF GROSS ELECTRICITY CONSUMPTION BY RENEWABLESOURCE



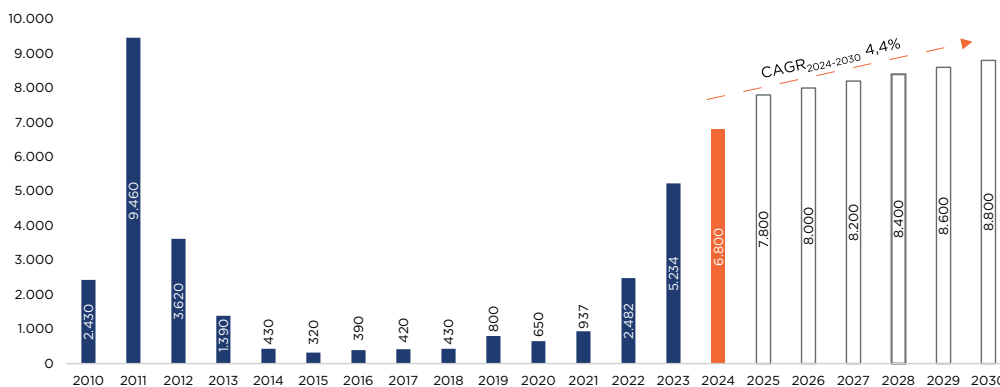
Source: Terna, Integrae SIM elaboration

I primi sei mesi del 2024 mostrano un ulteriore miglioramento nella penetrazione delle rinnovabili, con una copertura del 43,8% del fabbisogno energetico nazionale, contro il 34,9% registrato nello stesso periodo dell'anno precedente, segnale evidente di una transizione energetica in atto, sostenuta dalle politiche europee e dagli investimenti nel settore.

3.4 Il mercato italiano del fotovoltaico

Dopo la fase di consolidamento seguita al boom incentivato degli anni 2010, il fotovoltaico in Italia è tornato a crescere in modo strutturale a partire dal 2021, spinto da un quadro regolatorio più maturo, dall'innovazione dei prodotti e dagli obiettivi ambiziosi fissati dal nuovo PNIEC⁷. Nel 2024, la nuova potenza installata ha raggiunto i 6.800 MW, segnando un incremento del +29,9% rispetto al 2023 (5.234 MW). Il numero totale di impianti realizzati durante l'anno si attesta intorno alle 284.000 unità, con una forte prevalenza di installazioni di media e grande taglia. Secondo le proiezioni PNIEC, il mercato continuerà a crescere a un ritmo sostenuto fino al 2030, con un CAGR annuo stimato al 4,4% per le nuove installazioni.

CHART 24 - ANNUAL INSTALLED PHOTOVOLTAIC CAPACITY IN ITALY (MW)

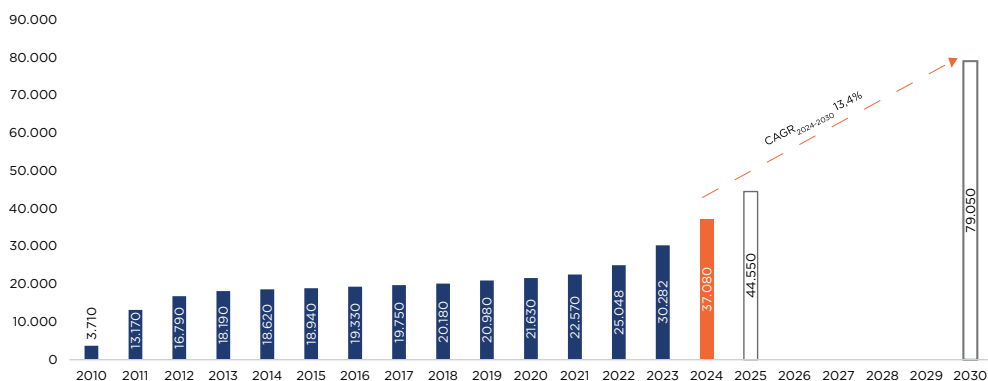


Source: www.qualenergia.it, Integrae SIM elaboration

Complessivamente, si prevede che la capacità fotovoltaica cumulativa in Italia raggiungerà i 79.050 MW entro il 2030, partendo dai 37.080 MW attesi a fine 2024, corrispondenti a circa 1.879.000 impianti totali. Questo implica un CAGR cumulativo pari al 13,4% tra il 2024 e il 2030.

7 Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima

CHART 25 - CUMULATIVE INSTALLED PHOTOVOLTAIC CAPACITY IN ITALY (MW)



Source: www.qualenergia.it, Integrae SIM elaboration

Nel 2024, il fotovoltaico ha soddisfatto circa il 10,0% del fabbisogno energetico nazionale. Nel 2030, con una produzione stimata in 99 TWh, sarà in grado di coprire circa il 28,0% della domanda elettrica prevista, pari a 350 TWh.

Nel primo semestre del 2024, il mercato fotovoltaico italiano ha confermato una dinamica di crescita in termini di potenza installata, nonostante una flessione nel numero complessivo di impianti. Rispetto allo stesso periodo del 2023, infatti, il numero di nuovi impianti connessi alla rete è diminuito del -16,7% (da 202.941 a 169.003 unità), mentre la potenza complessiva installata è cresciuta del +43,9%, passando da 2.322 MW a 3.341 MW. Questo scostamento evidenzia una chiara tendenza del mercato a orientarsi verso impianti di dimensioni maggiori, abbandonando progressivamente il segmento di piccola taglia.

TABLE 5 - CUMULATIVE INSTALLED PHOTOVOLTAIC CAPACITY IN ITALY (MW)

| | 1H2023 | 1H2024 | Change |
|-------------------------|---------|---------|--------|
| Number of Installations | 202.941 | 169.003 | -16,7% |
| Capacity (MW) | 2.322 | 3.341 | +43,9% |

Source: www.qualenergia.it, Integrae SIM elaboration

Il calo ha infatti riguardato principalmente gli impianti di taglia inferiore a 12 kW, tipicamente residenziali, che hanno subito una riduzione del -19,2% in termini di numero e del -23,4% in potenza. Il venir meno degli incentivi del Superbonus ha fortemente penalizzato questa fascia. Di contro, si è assistito a un marcato incremento delle installazioni tra 200 kW e 1 MW, segmento tipico delle imprese, che ha registrato una crescita dell'+80,9% in potenza e una variazione positiva anche nei volumi (+70,7%). Particolarmente rilevante anche il balzo del segmento oltre 1 MW, con 1.201 MW installati nei primi sei mesi dell'anno, in crescita del +239,3% rispetto allo stesso periodo del 2023.

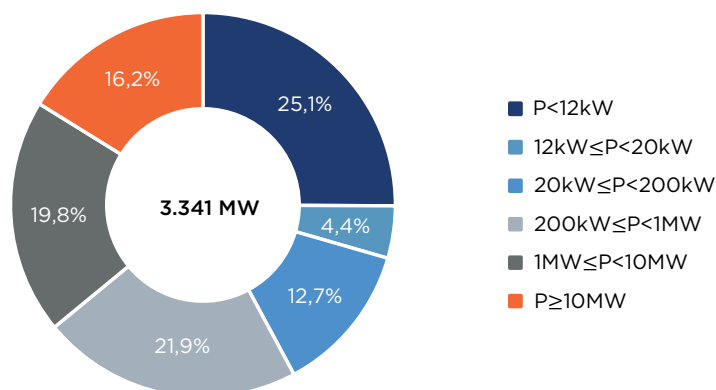
TABLE 6 - PHOTOVOLTAIC INSTALLATIONS BY SIZE YEAR (1H23 - 1H24)

| 1H2023 | P<12kW | 12kW≤P<20kW | 20kW≤P<200kW | 200kW≤P<1MW | 1MW≤P<10MW | P≥10MW |
|---------------|---------|-------------|--------------|-------------|------------|--------|
| Number | 188.017 | 9.215 | 4.731 | 870 | 105 | 3 |
| Power | 1.096 | 152 | 316 | 404 | 298 | 56 |
| 1H2024 | P<12kW | 12kW≤P<20kW | 20kW≤P<200kW | 200kW≤P<1MW | 1MW≤P<10MW | P≥10MW |
| Number | 151.857 | 8.796 | 6.592 | 1.484 | 257 | 17 |
| Power | 839 | 146 | 424 | 731 | 661 | 540 |

Source: www.qualenergia.it, Integrae SIM elaboration

Nel primo semestre del 2024, la distribuzione della potenza installata in Italia conferma il progressivo spostamento del mercato verso impianti di maggiore dimensione. La fascia fino a 12 kW, pur rimanendo la più diffusa, ha rappresentato solo il 25,1% della potenza installata, in forte calo rispetto al passato a causa della cessazione degli incentivi del Superbonus. Al contrario, i segmenti C&I (20 kW < P < 1 MW) e utility-scale (>1 MW) hanno mostrato una dinamica espansiva: i primi raggiungono complessivamente oltre il 34,6% del totale, mentre gli impianti sopra i 10 MW costituiscono già il 16,2% dell'energia solare installata nel periodo.

CHART 26 - BREAKDOWN OF INSTALLED PHOTOVOLTAIC CAPACITY BY SIZE, 1H2024



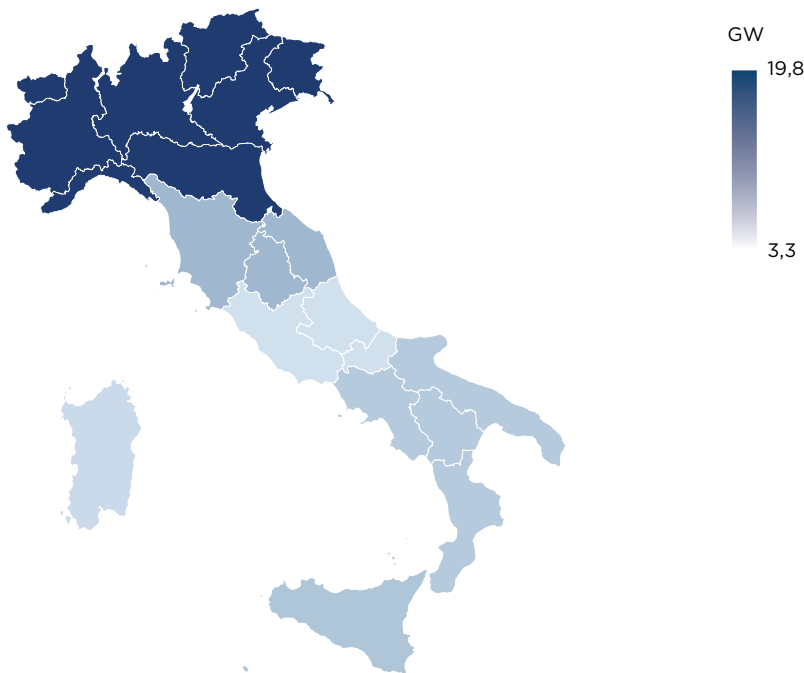
Source: www.qualenergia.it, Integrae SIM elaboration

L'analisi comparativa tra gli scenari 2022 e 2024 relativi allo sviluppo del fotovoltaico in Italia evidenzia una visione focalizzata sul segmento utility scale (impianti >200 kW), rispetto al fotovoltaico distribuito. Il nuovo scenario definito nel 2024, allineato con gli obiettivi del PNIEC e coerente con il framework del Fit for 55, prevede una potenza da installare tra il 2024 e il 2030 pari a 49 GW, ovvero +4,8 GW rispetto allo scenario 2022 (44,2 GW). Questo incremento si concentra interamente nel segmento distribuito (+11,5 GW), mentre il segmento utility mostra una riduzione di 6,8 GW.

Dal punto di vista territoriale, la crescita attesa risulta fortemente polarizzata. Le

regioni del Nord e del Centro-Nord vedono un netto aumento del potenziale installato, rispettivamente +168,0% e +171,0% rispetto alle previsioni precedenti, a conferma del crescente interesse per queste aree meno saturate e con iter autorizzativi più efficienti. Al contrario, il Sud e il Centro-Sud, storicamente protagonisti del fotovoltaico nazionale, evidenziano un deciso ridimensionamento delle aspettative: rispettivamente -73,0% e -20,0% rispetto allo scenario S-2022. Anche Sicilia (-7,0%) e Sardegna (-19,0%) mostrano un calo, mentre Calabria si distingue per un miglioramento del +89,0%.

CHART 27 – REGIONAL DISTRIBUTION OF PLANNED PV CAPACITY IN ITALY (2024-2030)

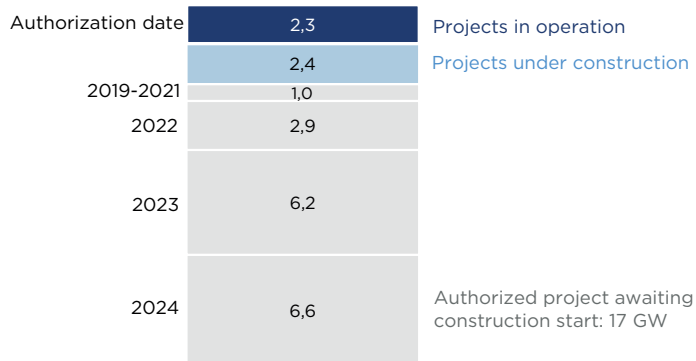


Source: www.qualenergia.it, Integrae SIM elaboration

3.4.1 Il mercato italiano del fotovoltaico – Utility Scale

Il mercato italiano del fotovoltaico utility-scale mostra una dinamica di forte crescita, con un volume complessivo di 21,4 GW di progetti autorizzati a partire dal 2019. Tuttavia, la maggior parte di questi impianti, circa 17 GW, risulta ancora in attesa di avvio lavori, evidenziando una significativa inattività autorizzativa. Il gap tra autorizzazioni e cantierizzazioni è attribuibile a una carenza strutturale di EPC: si stima infatti che nel 2025 l'industria italiana riuscirà a costruire solo 3 GW a fronte di una domanda di circa 10 GW, confermando l'insufficienza della capacità realizzativa rispetto agli obiettivi definiti dai piani europei di sviluppo delle FER.

CHART 28 - UTILITY-SCALE PROJECTS AUTHORIZED SINCE 2019 (GW)



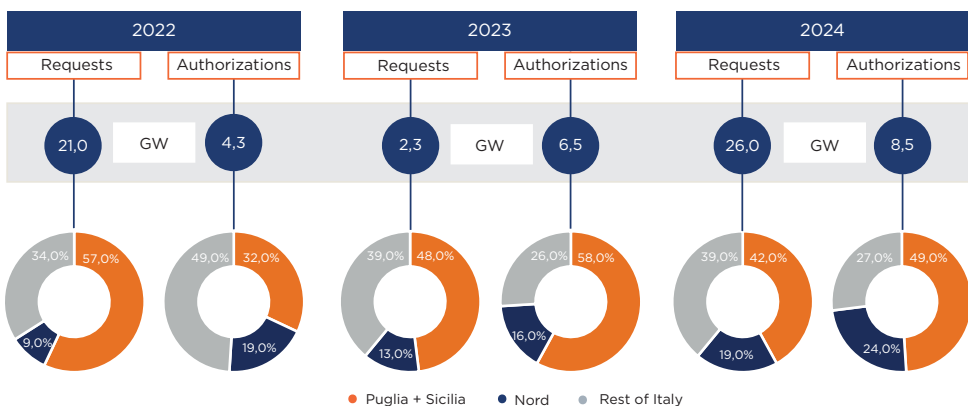
Source: Italia Solare, Integrae SIM elaboration

Il nuovo scenario delineato da Terna nel 2024, aggiornato in coerenza con il PNIEC, prevede un obiettivo di 29,5 GW da impianti utility scale da mettere in esercizio entro il 2030, rispetto ai 36 GW indicati nello scenario del 2022.

3.4.2 Politiche energetiche europee

Il percorso di crescita del mercato fotovoltaico italiano ha mostrato una crescita costante e progressiva nel triennio 2022-2024, sia in termini di volumi di richieste che di progetti effettivamente autorizzati. Questo trend è accompagnato da un cambiamento significativo nella distribuzione geografica delle iniziative, con una progressiva espansione del Nord Italia e del resto del Paese, che bilancia il predominio storico di Puglia e Sicilia nel settore fotovoltaico.

CHART 29 - PV PROJECT REQUESTS AND AUTHORIZATIONS BY VOLUME AND REGION (2022-2024)



Source: Italia Solare, Integrae SIM elaboration

Analizzando per anno:

2022

- **Richieste:** 21 GW di nuova potenza, con una forte concentrazione nel Sud (Puglia e Sicilia, 57,0%);
- **Autorizzazioni:** solo 4,3 GW autorizzati, pari a circa il 20,0% delle richieste; quota PAS⁸ molto limitata (10,0%);

2023

- **Richieste:** 23 GW, in crescita rispetto all'anno precedente, con una maggiore diversificazione geografica;
- **Autorizzazioni:** 6,5 GW (+2,2 GW vs 2022), con un raddoppio della quota autorizzata con procedura PAS (20,0%);
- **Zonazione:** il Nord sale al 13% delle richieste, mentre Puglia e Sicilia scendono al 48,0%. Le autorizzazioni vedono Puglia+Sicilia al 58,0%, Nord al 16,0%.

2024 (stime)

- **Richieste:** ulteriore crescita a 26 GW;
- **Autorizzazioni:** 8,5 GW attesi, con una quota PAS in forte crescita al 45,0%, segnale di semplificazione normativa;
- **Zonazione:** Nord in forte recupero con il 24,0% delle autorizzazioni, mentre Puglia e Sicilia continuano a pesare per il 49,0%.

3.4.3 Driver di mercato in Europa: le politiche energetiche europee

Negli ultimi anni, l'Unione Europea ha costruito un quadro normativo progressivamente più ambizioso in materia di transizione energetica, fissando obiettivi sfidanti per la riduzione delle emissioni, l'efficienza energetica e la diffusione delle fonti rinnovabili. Il percorso è iniziato con la Direttiva 2012/27/UE, che imponeva agli Stati membri target nazionali indicativi di efficienza, ed è stato rafforzato dal Regolamento (UE) 2018/1999, che ha fissato un obiettivo di riduzione del consumo energetico del 32,5% entro il 2030. Nel 2021 il pacchetto "Pronti per il 55" ha rilanciato le ambizioni dell'Unione, prevedendo una riduzione del consumo di energia primaria e finale rispettivamente del 39,0% e del 36,0%, e una quota di energie rinnovabili pari al 39,0% del totale.

8 PAS è l'acronimo di "Procedura Autorizzativa Semplificata". Iter amministrativo per l'installazione di impianti di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili. La PAS richiede meno passaggi rispetto alla procedura ordinaria e favorisce lo sviluppo delle fonti rinnovabili

TABLE 7 – 2030 CLIMATE AND ENERGY TARGETS

| 2030 TARGET | | |
|------------------------------|--|--------------------------|
| % Reduction in GHG Emissions | % Renewables in Final Energy Consumption | % Efficiency Improvement |
| - 55,0% | > 40,0% | + 39,0% |
| - 55,0% | > 45,0% | + 41,5% - 45,5% |

Source: Note tematiche sull'Unione europea - Efficienza energetica, Integrae SIM elaboration

Con il Piano REPowerEU del 2022, le ambizioni sono state ulteriormente potenziate, fissando come obiettivi una riduzione dei consumi del 41,0% e 39,0%, e una penetrazione delle rinnovabili al 42,5% entro il 2030. Il più recente aggiornamento normativo è rappresentato dal PNIEC 2024, pubblicato a giugno, che mira a raggiungere la neutralità climatica entro il 2050, con obiettivi concreti: riduzione delle emissioni del 55,0%, incremento della produzione da rinnovabili fino al 70,0% dell'elettricità totale e miglioramento dell'efficienza energetica attraverso innovazione e digitalizzazione. Nel complesso, i target europei al 2030 prevedono:

- una riduzione delle emissioni di gas serra del 55,0% rispetto ai livelli del 1990;
- una quota di rinnovabili superiore al 45,0% sul consumo finale;
- un miglioramento dell'efficienza energetica tra il 41,5% e il 45,5%.

Il PNIEC 2024 rappresenta dunque uno strumento centrale per allineare l'Italia agli obiettivi climatici europei, rafforzando al tempo stesso la competitività del Paese in un contesto energetico globale orientato alla sostenibilità.

3.4.4 Driver di mercato: le politiche energetiche italiane

Le politiche energetiche italiane si articolano su due principali riferimenti normativi: il PNIEC 2023 e la Strategia Nazionale di Lungo Termine (NLTS⁹) pubblicata nel 2021. Tali strumenti definiscono i target da raggiungere in materia di rinnovabili, efficienza energetica e decarbonizzazione. Alla situazione attuale (AS-IS 2023), l'Italia registra una quota del 37,0% di fonti rinnovabili sul consumo interno lordo di energia elettrica, con una capacità installata da FER pari a 69 GW. Gli obiettivi fissati per il 2030 dal PNIEC prevedono un aumento della quota rinnovabile al 65,0%, con una capacità installata di 131 GW, mentre per il 2050, la Long Term Strategy mira a una quota compresa tra l'80,0% e il 90,0%, con una potenza installata compresa tra 240 e 350 GW.

9 NLTS è l'acronimo per "National Long-term Strategy"

TABLE 8 - NATIONAL ENERGY AND CLIMATE TARGETS - CURRENT STATUS AND PROJECTIONS TO 2030 AND 2050

| | Current Situation AS-IS 2023 | 2030 Targets - PNIEC 2023 | 2050 Targets - Long Term Strategy |
|--|---------------------------------|------------------------------|--------------------------------------|
| % Renewables in Gross Domestic Electricity Consumption | 37,0% | 65,0% | 80,0% / 90,0% |
| Res Generation Capacity | 69 GW | 131 GW | 240 GW / 350 GW |

Source: Renewable Energy Report 2023 e 2024, Politecnico di Milano, Integrae SIM elaboration

Per raggiungere questi traguardi in linea con il pacchetto europeo Fit for 55, è fondamentale promuovere l'installazione di impianti fotovoltaici di media e grande taglia (oltre 1 MW), attraverso meccanismi di sostegno come i Contract for Difference (CfD) e i Power Purchase Agreements (PPA). In tale ottica, sono in fase di recepimento o già approvati diversi provvedimenti regolatori. Il DM Aree Idonee, pubblicato a luglio 2024, definisce la ripartizione tra Regioni e Province autonome dell'obiettivo nazionale di 80 GW aggiuntivi da fonti rinnovabili, specificando i criteri per l'individuazione delle superfici idonee. Il DM FER X, già approvato dalla Commissione Europea, include 17,5 GW di potenza incentivabile, con aste e accesso diretto, distinguendo tra impianti sopra e sotto 1 MW. Infine, il DM FER 2, la cui approvazione è avvenuta da parte del MASE con Decreto Direttoriale del 10 dicembre 2024, stabilisce le modalità di accesso agli incentivi per impianti innovativi, a condizione che rispettino criteri stringenti in termini di tecnologia e dimensionamento. Questi strumenti rappresentano leve fondamentali per accelerare la transizione energetica nazionale.

4. Posizionamento competitivo

TABLE 9 – MAIN COMPETITORS (2023 DATA)

| €/mln | VoP 2023 | Ebitda 2023 | Ebitda % 2023 | Net Income 2023 | Net Income % 2023 | NFP 2023 |
|-------------------------------|--------------|----------------|------------------|--------------------|----------------------|-------------|
| Company | | | | | | |
| ESPE Spa | 59,38 | 4,16 | 7,0% | 1,63 | 2,7% | 1,77 |
| Comal Group | 136,19 | 10,03 | 7,4% | 4,13 | 3,0% | 30,24 |
| Energqos Energy Solutions Srl | 56,38 | 5,00 | 8,9% | 1,82 | 3,2% | 16,93 |
| TEA TEK Spa | 78,94 | 5,19 | 6,6% | 4,58 | 5,8% | 9,64 |
| Sunnerg Group Srl | 46,57 | 4,82 | 10,3% | 6,44 | 13,8% | 0,46 |
| Sky-NRG Srl | 59,38 | 15,97 | 26,9% | 12,36 | 20,8% | 15,42 |
| ESI Spa | 17,01 | (1,59) | -9,3% | (1,73) | -10,2% | 0,81 |
| Median | 59,38 | 5,00 | 8,4% | 4,13 | 7,0% | 9,64 |
| Energy Time FY23 | 9,03 | 1,24 | 13,7% | 0,52 | 5,8% | 3,38 |
| Energy Time FY24 | 17,68 | 3,12 | 17,7% | 1,60 | 9,0% | 4,35 |

Source: Orbis, Integree Sim Elaboration

I principali competitor della Società nel settore del fotovoltaico sono rappresentati da operatori attivi sul mercato nazionale, con un'offerta di servizi integrati lungo la catena del valore, simile a quella proposta dal Gruppo.

- **ESPE SpA** - società attiva nel settore energetico rinnovabile mediante la progettazione e realizzazione di sistemi per il mini-eolico, cogeneratori a biomassa e impianti fotovoltaici a terra e a tetto. La Società svolge la propria attività attraverso la divisione impiantistica, affermandosi come EPC contractor e System Integrator¹⁰, a cui si affianca la divisione produzione di turbine minieoliche e cogeneratori a biomassa. Il portafoglio clienti della Società è rappresentato da gruppi industriali, piccole e medie imprese e investitori italiani e internazionali. ESPE SpA è quotata da febbraio 2024 sul mercato Euronext Growth Milan;
- **Comal SpA** - a capo dell'omonimo Gruppo, che include anche la controllata consolidata Tirreno Impianti Srl della quale detiene l'intero capitale sociale, è una società attiva nella realizzazione, fornitura e manutenzione di grandi impianti fotovoltaici, nonché, in via residuale, nel settore impiantistico convenzionale per il quale svolge attività meccanico-manutentive. Dal 2016 Comal opera con la formula contrattuale EPC-Management, e O&M e dal 2018 anche con formula Supply, fornendo un servizio completo al potenziale cliente. Comal SpA, in precedenza quotata sul mercato Euronext Growth Milan, ha completato il delisting nel mese di gennaio 2025;
- **Energqos Energy Solutions Srl** - società attiva nella fornitura di impianti fotovoltaici in copertura e a terra, soluzioni di efficienza energetica a primarie realtà industriali

¹⁰ Società che si occupa della costruzione di sistemi tecnologici, mediante l'installazione di componenti reperibili sul mercato, assemblati in modo da formare un impianto integrato.

operanti in diversi settori, nonché soluzioni di riqualificazione energetica degli edifici per clienti residenziali, anche mediante gli strumenti Superbonus, Ecobonus e cessione del credito resi disponibili dalla normativa nazionale. La Società è anche attiva nella gestione dei titoli di efficienza energetica e altri strumenti di incentivazione nel campo delle tecnologie di efficienza energetica;

- **T.E.A. TEK SpA** - società attiva nei settori delle acque, delle energie rinnovabili, della progettazione ed installazione meccanica ed elettrica di impianti di generazione di energie alternative e, in particolare, degli impianti fotovoltaici. La Società, anche attraverso altre società partecipate, vanta la sua operatività nel settore delle energie rinnovabili in Medio Oriente, Europa, Egitto ed in Latino America, avendo costruito, al 31 dicembre 2023, oltre 4 GW di impianti fotovoltaici ed è un punto di riferimento per clienti e competitors;
- **ESI SpA** - parte del Gruppo Innovatec, è una società attiva nel settore delle energie rinnovabili che opera come EPC e System Integrator, in grado di presidiare tutta la catena del valore e sviluppare soluzioni chiavi in mano di progetti energetici di grandi e piccole dimensioni: dallo studio del progetto, all'attuazione esecutiva dell'impianto. ESI è attiva, come EPC, nei segmenti del fotovoltaico, eolico, off-grid, mini-grid, e hybrid per la costruzione di impianti fotovoltaici e di centrali elettriche. ESI è anche specializzata nel "revamping" di impianti fotovoltaici tradizionali di grandi dimensioni. ESI SpA è quotata da ottobre 2020 sul mercato Euronext Growth Milan.
- **Sunnerg Group** - Il gruppo Sunnerg offre servizi che coprono l'intera catena del valore delle energie rinnovabili, che includono: selezione del sito, progettazione, finanziamento, gestione della parte burocratica, sviluppo, fornitura, costruzione, installazione, monitoraggio, operation and maintenance. Sunnerg valorizza ogni progetto studiando la soluzione più efficiente ed efficace per ogni cliente; si occupa dello studio di soluzioni specifiche per ogni necessità del cliente e offre servizi di O&M.
- **Sky-NRG Srl** - La società è un solar expert in sistemi fotovoltaici industriali, commerciali e agricoli. Da oltre 17 anni si impegna a costruire un futuro più sostenibile offrendo soluzioni energetiche innovative mirate all'indipendenza energetica aziendale. SKY-NRG svolge l'intero processo di realizzazione di un impianto fotovoltaico, partendo dall'analisi tecnica ed economica dei progetti, passando per la valutazione di fattibilità, fino alla realizzazione e all'assistenza post-vendita. Per ottenere marginalità analoghe a quelle di SKY-NRG, Energy Time si è posizionata sul mercato delle FER come Full EPC per grandi clienti. Ciò comporta la necessità di essere altamente capitalizzati per far fronte alle richieste di garanzia da parte della committenza.

Energy Time si posiziona come un operatore altamente specializzato e capace di presidiare tutte le fasi della catena del valore in qualità di D-EPC-OM. I principali competitor della Società sono operatori attivi nella realizzazione di impianti utility-scale, spesso caratterizzati da dimensioni industriali più rilevanti ma con modelli operativi meno integrati. Tali player tendono a concentrarsi su volumi più elevati, talvolta sacrificando marginalità e controllo delle fasi critiche del progetto. In questo scenario, la caratteristica distintiva dei competitor è generalmente riconducibile a un approccio maggiormente frammentato, con affidamento a terze parti per lo sviluppo, la progettazione o la manutenzione degli impianti, e con una minore capacità di customizzazione della proposta tecnica. Energy Time vanta invece un

modello operativo verticalmente integrato che consente di ottimizzare tempi, costi e performance degli impianti, mantenendo il presidio tecnico e gestionale su ogni fase della commessa. Questo approccio garantisce una maggiore efficienza operativa, tempi di realizzazione ridotti e un'elevata capacità di adattamento alle esigenze del cliente. Tale posizionamento consente alla Società di distinguersi per qualità del servizio, rapidità di esecuzione e livello di soddisfazione della clientela, e consente per questo una marginalità più elevata.

TABLE 10 – COMPETITORS ANALYSIS

| Company | Year of incorporation | Registered Office | Development | Engineering | Construction | O&M | Financial Solutions |
|--|-----------------------|---------------------------------|-------------|-------------|--------------|-----|---------------------|
|  EnergyTime | 2008 | Campobasso (CB) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
|  ESPE Energy Expertise | 1974 | Grantorto (PD) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
|  COMAL | 2001 | Viterbo (VT) | | ✓ | ✓ | ✓ | |
|  ENERQOS An AMERESCO company | 2015 | Milano (MI) | | | ✓ | | |
|  tea tek | 2009 | Napoli (NA) | | ✓ | ✓ | ✓ | |
|  ESI | 2018 | Roma (RM) | | | ✓ | ✓ | |
|  SUNNERG GROUP | 2018 | Chatillon (AO) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
|  SKY-NRG SOLAR EXPERT | 2007 | Castiglione delle Stiviere (MN) | | | ✓ | ✓ | |

Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

4.1 SWOT Analysis

STRENGTHS:

- L'internalizzazione delle attività di ingegneria degli impianti consente una marginalità maggiore rispetto alla media di settore;
- Track record storico e di successo, che posiziona Energy Time come punto di riferimento nel mercato italiano;
- Flessibilità organizzativa e capacità di fornire risposte rapide al mercato grazie all'esperienza consolidata e al know-how tecnico;
- Presidio delle principali fasi della catena del valore, con una gestione integrata dei processi;
- Sinergie operative tra diverse attività aziendali, utili alla massimizzazione delle economie di scala.

WEAKNESSES:

- Dimensioni ancora contenute del Gruppo rispetto ai principali competitor e agli obiettivi di crescita;
- Stagionalità dell'attività di installazione, che può influire sull'uniformità dei ricavi;
- Elevata specializzazione nel settore fotovoltaico e in nicchie come il mini-eolico, con poca diversificazione nell'ambito delle rinnovabili.

OPPORTUNITIES:

- Valorizzazione normativa, con l'introduzione di sussidi e semplificazioni autorizzative nel settore fotovoltaico ed eolico;
- Crescita attesa del mercato delle energie rinnovabili, da capitalizzare in modo strategico;
- Sviluppo di relazioni commerciali con fondi specializzati, ampliando la base clienti di riferimento;
- Avvio di partnership con key vendor di settore, per rafforzare la filiera di approvvigionamento e accrescere la competitività;
- Implementazione efficace del processo di riorganizzazione aziendale, già avviato in chiave utility-scale.

THREATS:

- Cambiamenti normativi che potrebbero introdurre ostacoli burocratici e rallentare i processi autorizzativi;
- Instabilità del contesto macroeconomico globale, legata a fattori geopolitici, inflazione e tassi di interesse;
- Elevata competitività del settore, con la presenza di player strutturati anche di medie dimensioni.

5. Economics & Financials

TABLE 11 – ECONOMICS & FINANCIALS

| CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln) | FY23A* | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|---|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Revenues | 8,60 | 14,46 | 22,25 | 37,50 | 55,00 |
| Work In Progress | 0,03 | 2,99 | 5,00 | 5,50 | 6,00 |
| Other revenues | 0,40 | 0,39 | 0,35 | 0,80 | 0,45 |
| Value of production | 9,03 | 17,84 | 27,60 | 43,80 | 61,45 |
| COGS | 3,58 | 7,24 | 11,20 | 18,75 | 26,85 |
| Services | 3,43 | 5,15 | 8,45 | 12,60 | 17,90 |
| Use of asset owned by others | 0,05 | 0,31 | 0,40 | 0,45 | 0,50 |
| Employees | 0,50 | 1,67 | 2,45 | 3,50 | 4,50 |
| Other operating costs | 0,23 | 0,33 | 0,35 | 0,40 | 0,45 |
| EBITDA | 1,24 | 3,14 | 4,75 | 8,10 | 11,25 |
| <i>EBITDA Margin</i> | <i>13,7%</i> | <i>17,6%</i> | <i>17,2%</i> | <i>18,5%</i> | <i>18,3%</i> |
| Extraordinary Items | (0,01) | (0,14) | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EBITDA Adjusted | 1,23 | 3,28 | 4,75 | 8,10 | 11,25 |
| <i>EBITDA Adj. Margin</i> | <i>13,6%</i> | <i>18,4%</i> | <i>17,2%</i> | <i>18,5%</i> | <i>18,3%</i> |
| D&A | 0,09 | 0,43 | 0,27 | 0,41 | 0,46 |
| EBIT | 1,15 | 2,71 | 4,49 | 7,69 | 10,79 |
| EBIT Margin | 12,7% | 15,2% | 16,3% | 17,6% | 17,6% |
| Financial management | (0,33) | (0,08) | (0,05) | (0,05) | (0,05) |
| EBT | 0,82 | 2,63 | 4,44 | 7,64 | 10,74 |
| Taxes | 0,30 | 1,05 | 1,35 | 2,20 | 3,25 |
| Net Income | 0,52 | 1,58 | 3,09 | 5,44 | 7,49 |
| CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln) | FY23A* | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
| Fixed Assets | 1,77 | 3,48 | 5,04 | 5,38 | 5,72 |
| Account receivable | 3,85 | 4,58 | 8,70 | 12,00 | 17,00 |
| Work in progress | 1,79 | 5,49 | 9,96 | 15,46 | 21,46 |
| Account payable | 3,31 | 4,22 | 7,00 | 11,00 | 15,50 |
| Operating Working Capital | 2,33 | 5,85 | 11,66 | 16,46 | 22,96 |
| Other receivable | 6,59 | 2,90 | 1,50 | 1,80 | 2,10 |
| Other payable | 2,07 | 0,86 | 5,00 | 7,00 | 9,00 |
| Net Working Capital | 6,85 | 7,89 | 8,16 | 11,26 | 16,06 |
| Severance & other provisions | 0,13 | 0,22 | 0,35 | 0,50 | 0,75 |
| NET INVESTED CAPITAL | 8,49 | 11,16 | 12,84 | 16,13 | 21,02 |
| Share capital | 1,25 | 1,25 | 1,52 | 1,52 | 1,52 |
| Reserves | 3,34 | 3,85 | 10,19 | 13,27 | 18,71 |
| Net Income | 0,52 | 1,58 | 3,09 | 5,44 | 7,49 |
| Equity | 5,11 | 6,68 | 14,79 | 20,23 | 27,72 |
| Cash & cash equivalents | 0,15 | 0,48 | 5,45 | 7,10 | 9,20 |
| Short term financial debt | 2,65 | 3,67 | 2,50 | 2,00 | 1,50 |
| M/L term financial debt | 0,88 | 1,29 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Net Financial Position | 3,38 | 4,47 | (1,95) | (4,10) | (6,70) |
| SOURCES | 8,49 | 11,16 | 12,84 | 16,13 | 21,02 |

| CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln) | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|-----------------------------------|-------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | | 4,49 | 7,69 | 10,79 |
| Taxes | | 1,35 | 2,20 | 3,25 |
| NOPAT | | 3,14 | 5,49 | 7,54 |
| D&A | | 0,27 | 0,41 | 0,46 |
| Change in NWC | | (0,27) | (3,10) | (4,80) |
| <i>Change in receivable</i> | | <i>(4,12)</i> | <i>(3,30)</i> | <i>(5,00)</i> |
| <i>Change in work in progress</i> | | <i>(4,47)</i> | <i>(5,50)</i> | <i>(6,00)</i> |
| <i>Change in payable</i> | | <i>2,78</i> | <i>4,00</i> | <i>4,50</i> |
| <i>Change in others</i> | | <i>5,54</i> | <i>1,70</i> | <i>1,70</i> |
| Change in provisions | | 0,13 | 0,15 | 0,25 |
| OPERATING CASH FLOW | | 3,26 | 2,95 | 3,45 |
| Capex | | (1,8) | (0,8) | (0,8) |
| FREE CASH FLOW | | 1,45 | 2,20 | 2,65 |
| Financial Management | | (0,05) | (0,05) | (0,05) |
| Change in Financial debt | | (1,46) | (0,50) | (0,50) |
| Change in equity | | 5,03 | 0,00 | 0,00 |
| FREE CASH FLOW TO EQUITY | | 4,97 | 1,65 | 2,10 |

Source: Energy Time Historical Data and Integrae SIM estimates

*Il bilancio 2023 è redatto secondo il principio stand-alone, mentre a partire dal 2024 i dati economico-finanziari sono presentati su base consolidata

5.1 FY24A Results

L'esercizio 2024 rappresenta per il Gruppo Energy Time un punto di svolta nel percorso di sviluppo, reso possibile dal rafforzamento del proprio posizionamento industriale attraverso un incremento significativo del valore della produzione, un miglioramento della marginalità operativa, il consolidamento di una pipeline proiettata su impianti di taglia medio-grande e il consolidamento delle due controllate (Atena ed ET Wind).

TABLE 12 – ENERGY TIME STAND-ALONE FINANCIAL DATA 2022-2024

| Key Financials (€/mln) | FY22A | FY23A | FY24A |
|------------------------|-------|-------|-------|
| Revenues | 5,93 | 8,60 | 14,43 |
| Value of production | 8,72 | 9,03 | 17,68 |
| EBITDA | 1,74 | 1,24 | 3,12 |
| EBIT | 1,64 | 1,15 | 2,72 |
| Net Income | 1,10 | 0,52 | 1,60 |
| Net Financial Position | 2,00 | 3,38 | 4,35 |
| Equity | 4,81 | 5,11 | 6,71 |

Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

Il primo bilancio consolidato ha visto il valore della produzione crescere fino a € 17,68 mln (€ 9,03 mln il dato stand-alone della capogruppo Energy Time nel 2023), trainato dalla scelta di orientare l'operatività verso la realizzazione di commesse di maggiore dimensione (utility-scale). La Società, nel corso del 2024, ha ultimato la realizzazione di 17 impianti fotovoltaici per complessivi 38 MW, con un ricavo medio per MW installato pari a circa € 0,67 mln, superiore rispetto ai livelli standard di settore anche grazie alla sottoscrizione di contratti quadro e Termsheet vincolanti con pochi clienti selezionati (IPP e fondi).

L'EBITDA di periodo ha raggiunto € 3,14 mln, con un margine operativo del 17,6% sul valore della produzione. Alla base di questo miglioramento c'è la crescente integrazione verticale del modello D-EPC-OM, in cui progettazione, installazione e O&M sono gestiti internamente riducendo il ricorso a subappalti e ottimizzando la gestione della supply chain. Internalizzando il ciclo operativo, Energy Time riesce a:

- Eliminare i costi di intermediazione e di consulenza esterna, grazie alla struttura e le competenze interne;
- Garantire tempistiche di realizzazione rapide, evitando slittamenti delle tempistiche e il pagamento di penali;
- Migliorare la gestione della supply chain, anche grazie a contatti diretti con i fornitori di componentistica come moduli, inverter, strutture, cavi.

Considerando anche proventi straordinari, l'EBITDA adjusted ammonta a € 3,28 mln, con una marginalità del 18,5%.

L'EBIT è invece pari a € 2,71 mln, e sconta l'effetto di un accantonamento da svalutazione di un credito nei confronti di clienti per € 0,29 mln, mentre è relativamente basso l'impatto degli ammortamenti, non avendo la società un attivo fisso rilevante. L'EBIT margin è quindi pari al 15,2%. Il Net Income, in assenza di un elevato impatto della gestione finanziaria (inferiore a € 0,10 mln), al netto delle imposte è pari a € 1,58 mln.

Lo stato patrimoniale consolidato conferma una struttura equilibrata e coerente con

un modello scalabile, caratterizzato da una leva finanziaria molto contenuta e un buon livello di patrimonializzazione. Il patrimonio netto consolidato ammonta a € 6,68 mln, circa il 40,0% del totale attivo, mentre la NFP si attesta a € 4,47 mln, di cui circa € 0,48 mln in disponibilità liquide e circa € 5,00 mln distribuiti tra linee a breve (per esigenze di circolante operativo) e linee a medio termine per effetto della rateizzazione dei debiti tributari.

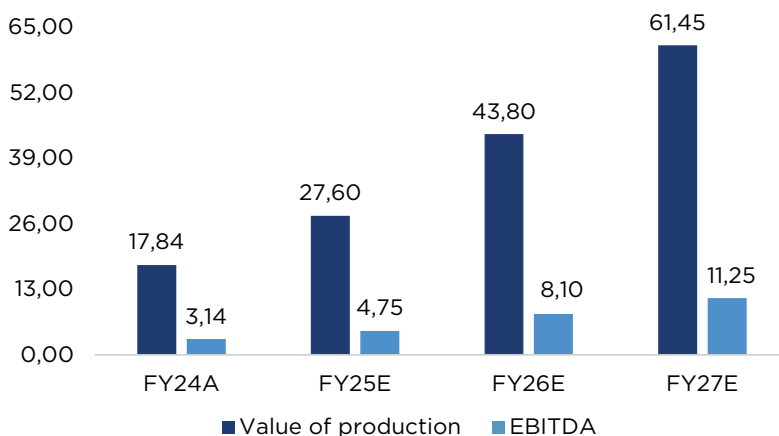
La NFP evidenzia un rapporto NFP/Equity di circa 0,67x, segno di una leva prudente e sostenibile soprattutto considerando la natura ciclica del settore EPC che può richiedere un importante impiego di capitale circolante e quindi rendere necessario un elevato ammontare di linee di credito, soprattutto a breve termine. Il circolante operativo rappresenta l'elemento più dinamico dello stato patrimoniale riflettendo la natura "a SAL" (**Stato di Avanzamento Lavori**) del modello EPC: man mano che aumenta il numero di commesse lavorate dal Gruppo aumenta anche l'esposizione lato debiti verso fornitori (che comprendono gli acconti ricevuti dai clienti, o milestones di pagamento) e soprattutto i lavori in corso su ordinazione o **work in progress**, relativi a commesse ancora in fase di completamento o impianti in attesa di collaudo.

Come anticipato infine, l'attivo fisso è principalmente riferibile a macchinari e attrezzature finalizzate ad attività di cantiere, ma soprattutto agli investimenti effettuati nelle SPV dedicate allo sviluppo di nuovi progetti fotovoltaici, con l'obiettivo di autorizzare progetti fino allo stato di "Ready to Build" e realizzarli per conto di investitori terzi.

5.2 FY25E-FY27E Estimates

Abbiamo redatto le previsioni del triennio 2025-2027 sulla base di un approccio prudenziale, fondato unicamente sull'attività della capogruppo Energy Time considerata in modalità stand-alone, assumendo un contributo nullo da parte delle società controllate per ancorare il piano industriale e la valutazione a grandezze già oggi prevedibili e direttamente riconducibili all'attività storica del core business EPC del Gruppo.

CHART 30 - VOP AND EBITDA FY24A-FY27E



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

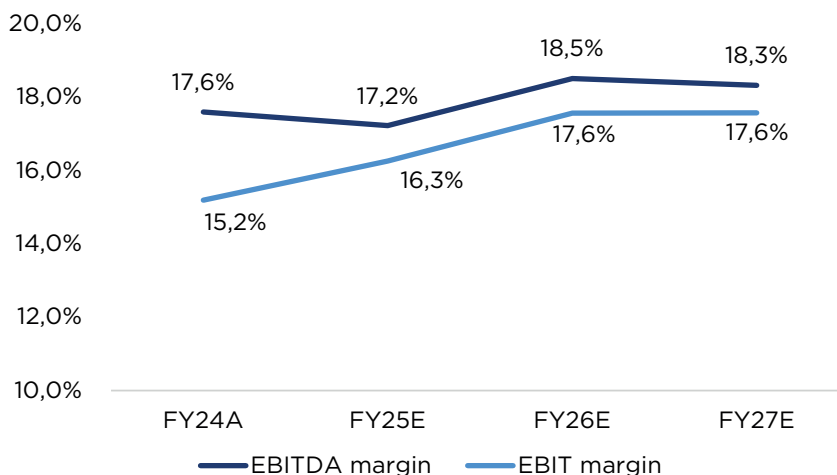
In particolare, stimiamo valore della produzione in crescita da € 17,84 mln del FY24A a € 61,45 mln del FY27E (CAGR: 51,5%). Le proiezioni del valore della produzione per gli esercizi 2025-2027 sono state costruite distribuendo nel tempo, in maniera progressiva e coerente con le tempistiche contrattualizzate, il backlog attualmente sottoscritto dalla Società al 30 aprile 2025. Come anticipato nei paragrafi precedenti, a tale data Energy Time vanta un portafoglio ordini complessivo di circa € 124,00 mln per un totale di 237,0 MW da installare, riferiti principalmente a quattro progetti/ accordi quadro:

- Il primo progetto fa riferimento ad un accordo quadro con un unico cliente IPP per la realizzazione di 17 impianti agrivoltaici nel Sud Italia, con potenza da installare di circa 29,7 MWp;
- Il secondo progetto fa riferimento all'installazione di 8 impianti nel Sud Italia, con potenza compresa tra 1,0 e 3,6 MWp (14,6 MWp complessivi);
- Il terzo progetto, che rappresenta la componente più rilevante del backlog in termini di potenza, prevede la realizzazione di 10 impianti con potenza complessiva di 152,8 MWp, per conto di un unico IPP;
- L'ultimo progetto fa riferimento ad una LOI sottoscritta per la realizzazione di 18 impianti a terra in Sicilia, con potenza complessiva di 33,8 MWp.

Ai progetti citati, si aggiungono ulteriori 4 MW in fase avanzata di realizzazione, oltre alla commessa per il cliente X-Elio (33,5 MW realizzati a Menfi) che si concluderà nel 2025 (i cui lavori sono stati conclusi nel primo semestre). Non sono stati inclusi invece nel piano progetti in fase di negoziazione preliminare o pipeline in corso di scouting, mentre è stata invece prevista anche la cessione dei progetti "Agrisolar" sviluppati internamente, per un ammontare di circa € 1,00 mln al MW che tiene conto anche del prezzo riconosciuto per l'autorizzazione ottenuta. La stima del valore della produzione degli impianti così dettagliati è stata calcolata per singolo impianto secondo una logica di avanzamento lavori, coerente con le milestone tecniche e contrattuali previste negli accordi sottoscritti, in modo da riflettere l'effettivo stato di esecuzione di ciascun progetto.

La distribuzione dei progetti è quindi stata effettuata considerando il grado di maturazione tecnica e contrattuale di ciascuno, e tenendo conto della capacità operativa del Gruppo che si andrà espandendo per aumentare il numero e la dimensione degli impianti contemporaneamente in fase di realizzazione: in previsione della realizzazione simultanea di più impianti in parallelo, la Società ha avviato un percorso di rafforzamento organizzativo e logistico, con l'obiettivo di sostenere una capacità di esecuzione sempre maggiore senza sacrificare marginalità ricorrendo ad appaltatori esterni.

CHART 31 - EBITDA AND EBIT MARGIN FY24A-FY27E



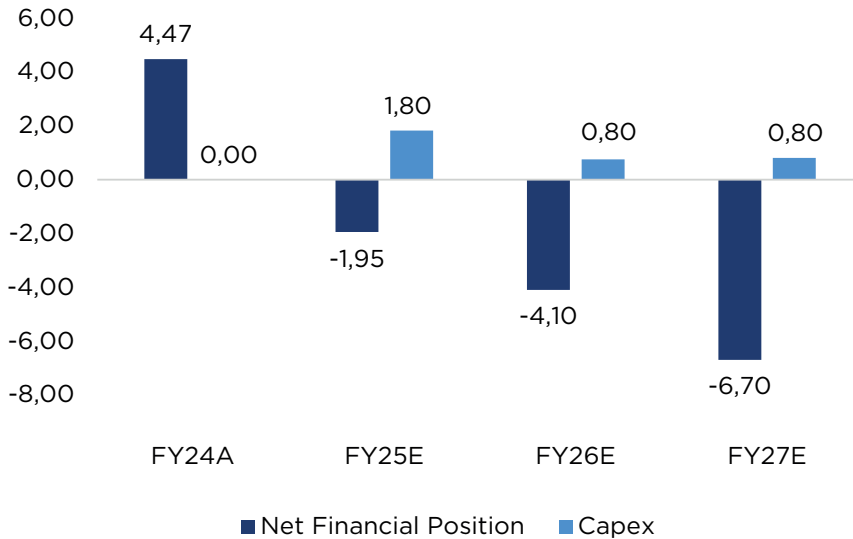
Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

La composizione contrattuale dettagliata del backlog consente di stimare i margini attesi per ciascuna commessa, grazie alla chiara definizione dei corrispettivi pattuiti e alla ripetitività delle soluzioni impiantistiche adottate. La capacità di Energy Time di realizzare internamente la progettazione, la gestione degli approvvigionamenti e l'esecuzione in cantiere, unita ad un controllo di gestione estremamente dettagliato e al rapporto diretto con i fornitori, consente di costruire una struttura di costo efficiente per ciascun progetto. Questo approccio consente di ottenere un margine operativo lordo di commessa (pre costi fissi) spesso anche superiore al 30,0%, non essendo vincolato dall'alta incidenza della subfornitura di consulenze e manodopera.

Nel triennio, ci aspettiamo un trend di crescita dell'EBITDA coerente con quello del valore della produzione, con un CAGR FY24A-FY27E del 53,3%. Il dato passa dai € 3,14 mln nel 2024 a € 11,25 mln nel 2027, con un margine sul valore della produzione in crescita dal 17,6% al 18,3%, che riflette la tenuta dei margini nonostante la necessità (mostrata dall'evoluzione del costo del personale) di espandere notevolmente le proprie attività per gestire commesse sempre più grandi in contemporanea sull'intero territorio italiano.

La sostenibilità della marginalità rappresenta ad oggi un vantaggio concreto per la Società, ma il passaggio da operatore locale a EPC semi industrializzato implica sfide organizzative e operative che potrebbero compromettere i livelli di redditività raggiunti. La tenuta dei margini nel piano 2025-2027 sarà il principale indicatore della riuscita della crescita dimensionale.

CHART 32 - NFP AND CAPEX FY24A-FY27E



Source: Energy Time, Integrae SIM elaboration

La dinamica della NFP riflette una crescita progressivamente autofinanziata, in cui l'espansione operativa è sostenuta dalla generazione di cassa derivante dal margine industriale, senza ricorrere alla leva: ogni progetto EPC è autonomo e a sé stante, in quanto i vari pagamenti periodici consentono di finanziare i costi delle forniture e della manodopera, e solo in alcuni casi si è ricorso al factoring o a linee di credito a breve termine destinati a chiusura alla fine della commessa. Al 31 dicembre 2024, la NFP si attesta appunto a € 4,47 mln (1,4x EBITDA). Si prevede che entro il 2025 la NFP diventi cash positive, grazie ai proventi derivanti dall'aumento di capitale collegato all'operazione di IPO, che consentiranno alla Società di azzerare l'indebitamento netto e disporre di risorse liquide per sostenere il piano di crescita. Infine, ci aspettiamo investimenti in immobilizzazioni materiali (macchinari, attrezzature) per poco meno di € 3,00 mln nel corso del triennio.

5.3 Use of Proceeds

Il Gruppo ha completato con successo la propria quotazione sul mercato Euronext Growth Milan (EGM), con l'obiettivo di raccogliere le risorse finanziarie necessarie a supportare il percorso di crescita e il consolidamento industriale. Ci aspettiamo che il 60,0% dei proventi sarà destinato al rafforzamento della capacità operativa del Gruppo, attraverso:

- l'ampliamento dell'organico con personale tecnico e ingegneristico altamente specializzato;
- l'incremento del parco attrezzature di cantiere per supportare la crescente pipeline di commesse;
- la creazione di un polo integrato progettuale, amministrativo e logistico del Gruppo e apertura di nuove basi logistiche;
- il supporto alla crescita del valore della produzione.

Il restante 40,0% sarà impiegato per operazioni di crescita esterna, con l'obiettivo di rafforzare il posizionamento competitivo del Gruppo lungo l'intera filiera. In particolare, Energy Time intende:

- favorire l'integrazione a monte, sia nell'area produttiva sia nei servizi;
- internalizzare attività ad oggi affidate ad appaltatori esterni;
- acquisire nuove autorizzazioni e/o partner industriali per lavorazioni ad alto contenuto specialistico.

6. Valuation

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

6.1 DCF Method

TABLE 13 – WACC

| | | | |
|---------------------|-------------------------------|---------------------------------|---|
| WACC | | | 9,7% |
| D/E 33,3% | Risk Free Rate 2,4% | β Adjusted 0,9 | α (specific risk) 2,5% |
| Kd 6,0% | Market Premium 7,3% | β Relevered 0,8 | Ke 11,4% |

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di Giugno 2025 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;
- Ke 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 14 - DCF VALUATION

| DCF | | % of EV |
|-------------------------|-------------|---------------|
| FCFO actualized | 12,9 | 32,7% |
| TV actualized DCF | 26,6 | 67,3% |
| Enterprise Value | 39,6 | 100,0% |
| NFP (FY25E) | (2,0) | |
| Equity Value | 41,5 | |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 41,5 mln.**

TABLE 15 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

| €/mln | WACC | | | | | | | |
|-----------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|
| | 8,2% | 8,7% | 9,2% | 9,7% | 10,2% | 10,7% | 11,2% | |
| Growth Rate (g) | 3,0% | 60,3 | 55,2 | 51,1 | 47,5 | 44,5 | 41,9 | 39,7 |
| | 2,5% | 56,2 | 52,0 | 48,3 | 45,3 | 42,6 | 40,3 | 38,2 |
| | 2,0% | 52,9 | 49,2 | 46,0 | 43,3 | 40,9 | 38,8 | 37,0 |
| | 1,5% | 50,0 | 46,8 | 44,0 | 41,5 | 39,4 | 37,5 | 35,8 |
| | 1,0% | 47,6 | 44,7 | 42,2 | 40,0 | 38,1 | 36,3 | 34,8 |
| | 0,5% | 45,4 | 42,9 | 40,6 | 38,6 | 36,9 | 35,3 | 33,9 |
| | 0,0% | 43,6 | 41,2 | 39,2 | 37,4 | 35,8 | 34,3 | 33,0 |

Source: Integrae SIM

6.2 Multiples Method

6.2.1 Composizione del panel

- **ESPE SpA**

ESPE SpA, fondata nel 1974 e con sede a Grantorto (PD), è una società italiana attiva nel settore delle energie rinnovabili con un'offerta integrata che comprende progettazione, ingegneria, costruzione e manutenzione di impianti green. La società opera principalmente come EPC contractor e Energy System Integrator nel comparto fotovoltaico, minieolico e cogenerazione a biomassa. La sua struttura si articola in due divisioni operative: la prima dedicata all'impiantistica industriale e all'automazione, la seconda focalizzata sulla produzione interna di turbine minieoliche e cogeneratori. Nel fotovoltaico, ESPE si distingue per la capacità di offrire soluzioni personalizzate, rivolgendosi a una clientela eterogenea che include gruppi industriali, PMI e investitori, sia italiani sia internazionali.

- **ESI SpA**

ESI SpA, con sede a Roma e fondata nel 2018, è attiva come EPC Contractor e System Integrator nel settore delle energie rinnovabili. Opera principalmente nel fotovoltaico con soluzioni chiavi in mano, integrando anche attività di revamping, produzione di cabinati elettrici e sistemi di illuminazione. È inoltre attiva in impianti mini-/off-grid, storage e infrastrutture per eolico e sottostazioni. Gestisce internamente tutte le fasi dei progetti, offrendo soluzioni su misura ed efficienti.

- **Iniziative bresciane SpA**

Iniziative Bresciane è un produttore indipendente di energia da fonti rinnovabili, specializzato nell'idroelettrico di piccola e media taglia. Fondata nel 1988, opera principalmente nel Nord Italia, con 47 impianti in esercizio e un modello integrato che copre l'intera filiera: dalla selezione dei siti, alla progettazione, costruzione e gestione degli impianti. La società si distingue per un approccio attento alla sostenibilità ambientale e all'efficienza operativa, valorizzando le risorse idriche locali. Negli ultimi anni ha ampliato la propria presenza territoriale e diversificato l'attività nel fotovoltaico.

- **Lemon Sistemi SpA**

Lemon Sistemi SpA è attiva nel settore delle energie rinnovabili con un focus sui sistemi termici e solari. La società si occupa della progettazione, costruzione, sviluppo, gestione, vendita, noleggio e manutenzione di impianti per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, in particolare solare. La sua offerta comprende impianti fotovoltaici, solare termico, soluzioni di riscaldamento rinnovabile, sistemi di accumulo energetico e colonnine per la ricarica di veicoli elettrici. L'approccio integrato e tecnologicamente avanzato di Lemon Sistemi consente di soddisfare sia esigenze domestiche che industriali, promuovendo una transizione energetica sostenibile e innovativa.

TABLE 16 - COMPARABLES MARKET DATA FY24A (€/MLN)

| Company Name | Country | Market Cap | EV | NFP | EV/ EBITDA | P/E | NFP/ EBITDA |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| ESPE SpA | Italy | 38,12 | 53,41 | 15,29 | 6,2x | 11,1x | 1,8x |
| ESI SpA | Italy | 10,76 | 10,60 | (0,17) | 3,5x | 9,2x | n/a |
| Iniziativa Bresciane SpA | Italy | 65,57 | 165,74 | 100,17 | 8,4x | 13,1x | 5,1x |
| Lemon Sistemi SpA | Italy | 15,51 | 19,83 | 4,32 | n/a | n/a | n/a |
| Peer Median | | 26,82 | 36,62 | 9,80 | 6,2x | 11,1x | 3,4x |
| Energy Time | Italy | 27,39 | 25,44 | 4,47 | 8,1x | 17,3x | n/a |

Source: Facset, Integrae SIM elaboration

TABLE 17 - COMPARABLES FINANCIAL HIGHLIGHTS FY24A (€/MLN)

| Company Name | VoP | EBITDA | EBIT | Net Income | EBITDA Margin | EBIT Margin | Net Profit Margin |
|--------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|---------------|--------------|-------------------|
| ESPE SpA | 66,02 | 8,64 | 5,89 | 3,45 | 13,1% | 8,9% | 5,2% |
| ESI SpA | 25,13 | 3,03 | 2,08 | 1,17 | 12,0% | 8,3% | 4,7% |
| Iniziativa Bresciane SpA | 29,02 | 19,77 | 10,00 | 5,01 | 68,1% | 34,5% | 17,3% |
| Lemon Sistemi SpA | 9,09 | (0,02) | (0,34) | (1,22) | -0,2% | -3,7% | -13,4% |
| Peer Median | 27,08 | 5,83 | 3,99 | 2,31 | 12,6% | 8,6% | 4,9% |
| Energy Time | 17,84 | 3,14 | 2,71 | 1,58 | 17,6% | 15,2% | 8,9% |

Source: Integrae SIM

6.2.2 Market Multiples Valuation

TABLE 18 - MARKET MULTIPLES

| Company Name | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | | P/E | | |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 |
| ESPE SpA | 5,8x | 4,3x | 4,0x | 8,6x | 5,0x | 4,6x | 10,4x | 5,7x | 5,3x |
| ESI SpA | 4,1x | 3,1x | 2,3x | 5,9x | 4,7x | 3,3x | n/a | n/a | n/a |
| Lemon Sistemi SpA | 5,0x | 2,3x | 1,5x | 6,0x | 2,4x | 1,5x | 10,2x | 3,7x | 2,3x |
| Iniziativa Bresciane | 8,2x | 7,8x | 7,1x | 15,5x | 14,2x | 12,3x | 14,3x | 12,3x | 10,3x |
| Peer Median | 5,4x | 3,7x | 3,2x | 7,3x | 4,8x | 3,9x | 10,4x | 5,7x | 5,3x |

Source: Integrae SIM

TABLE 19 - MARKET MULTIPLES VALUATION

| €/mln | FY25E | FY26E | FY27E |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Enterprise Value (EV) | | | |
| EV/EBITDA | 25,60 | 29,98 | 35,59 |
| EV/EBIT | 32,72 | 37,12 | 42,54 |
| P/E | 32,08 | 31,01 | 39,70 |
| Equity Value | | | |
| EV/EBITDA | 27,55 | 34,08 | 42,29 |
| EV/EBIT | 34,67 | 41,22 | 49,24 |
| P/E | 34,04 | 35,11 | 46,40 |
| Average | 32,09 | 36,80 | 45,98 |

Source: Integrae SIM

L'equity value di Energy Time, utilizzando la media tra i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere **pari a circa € 38,3 mln.**

7. Equity Value

TABLE 20 - EQUITY VALUE

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Average Equity Value (€/mln) | 39,9 |
| Equity Value DCF (€/mln) | 41,53 |
| Equity Value Multiples (€/mln) | 38,29 |
| Target Price | 5,25 |

Source: Integrae SIM

Di conseguenza, osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dei multipli, si perviene ad un **equity value di € 39,9 mln. Il target price è pari a € 5,25. rating BUY e risk MEDIUM.**

TABLE 21 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Multiples | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 12,1x | 8,0x | 4,7x | 3,4x |
| EV/EBIT | 14,0x | 8,5x | 4,9x | 3,5x |
| P/E | 25,2x | 12,9x | 7,3x | 5,3x |

Source: Integrae SIM

TABLE 22 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Main Ratios | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 8,1x | 5,4x | 3,1x | 2,3x |
| EV/EBIT | 9,4x | 5,7x | 3,3x | 2,4x |
| P/E | 17,3x | 8,9x | 5,0x | 3,7x |

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 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, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

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

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

| Date | Price | Recommendation | Target Price | Risk | Comment |
|------|-------|----------------|--------------|------|---------|
|------|-------|----------------|--------------|------|---------|

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as

regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Upside Potential (for different risk categories)

| Rating | Low Risk | Medium Risk | High Risk |
|--------|---------------------|--------------------|-------------------|
| BUY | Upside >= 7.5% | Upside >= 10% | Upside >= 15% |
| HOLD | -5% < Upside < 7.5% | -5% < Upside < 10% | 0% < Upside < 15% |
| SELL | Upside <= -5% | Upside <= -5% | Upside <= 0% |
| U.R. | Under Review | | |
| N.R. | Not Rated | | |

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Energy Time SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Energy Time SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.