Milan, 09 June 2025

Italian Equity Research – New Coverage

ECOSUNTEK

BUY

Sector: Utilities

Price: Eu17.60 - **Target: Eu47.50**

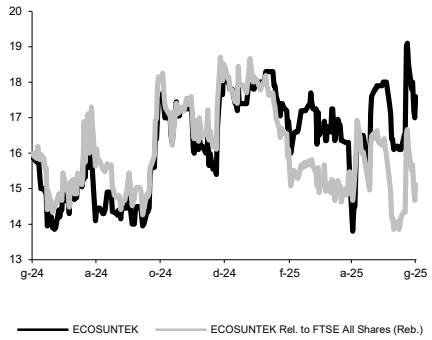
L'Energia del Futuro tra Innovazione e Sostenibilità

Websim Research Dpt: **+39-02-76418200**
research@websim.it

Stock Rating	
Rating:	BUY (New Coverage)
Target Price (Eu):	47.50 (New Coverage)

Next Event 1H25 Results
Results Out 30 September 2025

ECOSUNTEK - 12M Performance



Stock Data	
Reuters code:	ECKS.MI
Bloomberg code:	ECK IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	-2.2%	6.7%	10.0%
Relative	-7.5%	1.6%	-6.3%
12M (H/L)			19.10/13.80
3M Average Volume (th):			0.68

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	2
Total no. of shares (mn):	2
Mkt Cap Ord (Eu mn):	30
Total Mkt Cap (Eu mn):	30
Mkt Float - Ord (Eu mn):	5
Mkt Float (in %):	18.1%
Main Shareholder:	
Mineco S.r.l.	24.1%

Balance Sheet Data	
Book Value (Eu mn):	28
BVPS (Eu):	9.80
P/BV:	1.8
Net Financial Position (Eu mn):	-16
Enterprise Value (Eu mn):	105

- **Eco-Sun-Tek, primario *player* del settore energetico dall'animo *green*.** Fondata nel 2008 e quotata all'EGM dal 2014, Ecosuntek si è affermato negli anni come **primario *player* integrato verticalmente nel settore delle energie rinnovabili**. Con un valore della produzione FY24 prossimo a €750 milioni, la Società, particolarmente sensibile al tema della **sostenibilità** presidia oggi l'intera catena del valore della filiera energetica, dalla generazione alla distribuzione, sia all'ingrosso che al dettaglio, a clientela domestica e non.
- **Crescita, Generazione di Cassa e Integrazione Verticale attori protagonisti del recente passato.** Con un *CAGR* 2020-24 del VdP prossimo al 70%, Ecosuntek è senza ombra di dubbio una delle società più performanti del comparto energetico. Nel medesimo arco temporale, l'*EBITDA adjusted* è sestuplicato (> €18 milioni), così come l'utile consolidato, cresciuto da €0.8 milioni a €6.1 milioni, tradottisi nella capacità di generare flussi di cassa operativi consolidati pari a €50 milioni nell'ultimo quinquennio.
- **Obiettivi ambiziosi per lo sviluppo del prossimo triennio: *focus* sulla generazione, da fonti rinnovabili e a tariffe incentivanti**. 100 MWp di nuova generazione proprietaria, questo è l'ambizioso obiettivo che il *management* ha posto per lo sviluppo di nuova capacità di generazione proprietaria da fonti rinnovabili. Di questi, ≈45 MWp sono già oggi attualità, grazie (i) ai progetti che Enrit svilupperà sul versante agri-voltaico, (ii) alle iniziative finalizzate a *revamping* e *repowering* di 5 impianti fotovoltaici proprietari e (iii) alla *JV* costituita con Deaway ed un *partner* industriale per la realizzazione di progetti *ready-to-build* in Calabria. Altre iniziative sono allo studio, grazie alle collaborazioni intessute con Deaway ed ECK Impact, con particolare attenzione alle opportunità di *business* delineate dal decreto FER-X.
- **Un percorso di crescita lungi dall'essere giunto a conclusione.** Con un CAGR 2024-27 del VdP prossimo al 7% ed una crescita dell'EBITDA più che proporzionale (+19.0%), riteniamo che lo sviluppo della Società abbia un significativo potenziale ancora inespresso. Per quanto la crescita necessiti di importanti investimenti, stimiamo che i robusti cashflow operativi di Ecosuntek consentiranno la preservazione di *leverage ratios* particolarmente contenuti (mai superiori a 1.1x l'EBITDA consolidato), tali da non precludere ulteriori opportunità che il management volesse cogliere.
- **Iniziamo la copertura del titolo Ecosuntek con raccomandazione *BUY* e *target price* di €47.50 per azione.** La nostra visione positiva sul titolo poggia su molteplici aspetti. Tra questi: (i) una forte vocazione alla crescita, possibile grazie al reinvestimento dei solidi *cashflow* generati (ii) un piano di sviluppo particolarmente ambizioso e solo in quota parte riflesso nelle nostre stime, (iii) una bilanciata integrazione verticale, (iv) una contenuta esposizione debitoria, che denota margine per ulteriori iniziative e (v) valutazioni a significativo sconto rispetto ad un ampio campione di società comparabili (vi) una consistente e sostenibile generazione di cassa, ben superiore al 20% dell'attuale capitalizzazione di mercato, nonché (vii) una spiccata sensibilità a sostenibilità e rispetto del territorio.

Key Figures & Ratios	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	490	738	834	889	906
EBITDA Adj (Eu mn)	13	18	21	28	29
Net Profit Adj (Eu mn)	2	2	2	4	5
EPS New Adj (Eu)	1.145	1.087	1.232	2.254	2.945
EPS Old Adj (Eu)					
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	8.6	5.5	5.0	4.3	3.7
EV/EBIT Adj	9.7	6.8	6.1	5.4	4.6
P/E Adj	15.4	16.2	14.3	7.8	6.0
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	1.3	0.6	0.7	1.1	0.6

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein, and any of its parts, is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without Company authorization. ***Please see important disclaimer on the last page of this report***

ECOSUNTEK – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
Sales	896	490	738	834	889	906
EBITDA	17	13	17	21	28	29
EBIT	14	11	14	17	22	24
Financial Income (charges)	-1	-4	-4	-6	-6	-5
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	13	7	10	12	16	18
Taxes	-4	-3	-4	-4	-6	-7
Tax rate	33.9%	44.7%	40.9%	37.5%	37.5%	36.5%
Minorities & Discontinued Operations	3	2	5	5	6	7
Net Profit	5	2	2	2	4	5
EBITDA Adj	17	13	18	21	28	29
EBIT Adj	14	11	15	17	22	24
Net Profit Adj	5	2	2	2	4	5
Per Share Data (Eu)	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
Total Shares Outstanding (mn) - Average	2	2	2	2	2	2
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	2	2	2	2	2	2
EPS f.d	2.991	1.145	0.916	1.232	2.254	2.945
EPS Adj f.d	2.991	1.145	1.087	1.232	2.254	2.945
BVPS f.d	6.606	8.133	8.572	9.804	20.829	23.774
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
Gross Cash Flow	13	6	9	10	15	17
Change in NWC	18	5	-10	1	1	0
Capital Expenditure	-13	-31	-10	-12	-40	-2
Other Cash Items	0	0	14	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	31	11	-1	11	16	17
Acquisitions, Divestments & Other Items	0	0	4	0	0	0
Dividends	-0	-0	-2	-4	-5	-5
Equity Financing/Buy-back	0	0	0	0	15	0
Change in Net Financial Position	18	-20	5	-5	-14	10
Balance Sheet (Eu mn)	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
Total Fixed Assets	43	72	67	76	112	108
Net Working Capital	-28	-29	-27	-28	-29	-29
Long term Liabilities	-2	-4	-4	-4	-5	-5
Net Capital Employed	13	40	35	44	78	74
Net Cash (Debt)	4	-16	-11	-16	-29	-19
Group Equity	11	14	15	17	36	41
Minorities	6	10	10	11	13	14
Net Equity	17	24	25	28	49	55
Enterprise Value (Eu mn)	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
Average Mkt Cap	18	33	30	30	30	30
Adjustments (Associate & Minorities)	-16	-59	-59	-59	-59	-59
Net Cash (Debt)	4	-16	-11	-16	-29	-19
Enterprise Value	29	108	100	105	118	108
Ratios (%)	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
EBITDA Adj Margin	1.9%	2.6%	2.5%	2.5%	3.1%	3.2%
EBIT Adj Margin	1.6%	2.3%	2.0%	2.0%	2.5%	2.6%
Gearing - Debt/Equity	-38.2%	112.9%	71.6%	92.6%	82.2%	46.8%
Interest Cover on EBIT	10.7	2.7	3.7	3.1	3.7	4.6
Net Debt/EBITDA Adj	-0.2	1.3	0.6	0.7	1.1	0.6
ROACE*	80.9%	42.4%	37.5%	43.1%	36.1%	31.1%
ROE*	40.0%	9.5%	7.6%	8.0%	10.1%	9.7%
EV/CE	1.7	4.1	2.7	2.6	1.9	1.4
EV/Sales	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA Adj	1.7	8.6	5.5	5.0	4.3	3.7
EV/EBIT Adj	2.1	9.7	6.8	6.1	5.4	4.6
Free Cash Flow Yield	68.1%	12.3%	-0.6%	12.7%	18.0%	19.3%
Growth Rates (%)	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
Sales	374.4%	-45.4%	50.6%	13.0%	6.7%	1.9%
EBITDA Adj	228.4%	-27.6%	44.0%	15.1%	32.9%	6.2%
EBIT Adj	528.3%	-21.4%	32.9%	15.5%	28.5%	7.8%
Net Profit Adj	268.1%	-61.7%	-5.1%	13.4%	82.9%	30.7%
EPS Adj	268.1%	-61.7%	-5.1%	13.4%	82.9%	30.7%
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Websim Corporate estimates

Company in Brief

Business Description

Fondata nel 2008 da Matteo Minelli, **Ecosuntek è un primario operatore italiano verticalmente integrato** del settore energetico, attivo nella **generazione da fonti rinnovabili**, **nella distribuzione di energia elettrica e gas naturale**, all'ingrosso e al dettaglio. Dal suo esordio in Euronext Growth Milan datato 2014, la Società ha registrato una sostanziale crescita di ricavi ed EBITDA, chiudendo il 2024 con un giro d'affari superiore a €750 milioni, una redditività operativa lorda superiore a €18 milioni, ed una **capacità installata** superiore a **17 MWp** e ulteriori **23 MWp di progetti agrivoltaici** previsti entro il 2026.

Management

Chairman: Vittorio Rondelli
CEO: Matteo Minelli
COO: Diego Pascolini

Shareholders

Mineco S.r.l.	24.1%
Fin. Doc. S.r.l.	22.6%
UMA S.r.l.	12.9%
Matteo Minelli	12.4%
Tsp Engineering S.r.l.	10.0%
Market float	18.1%

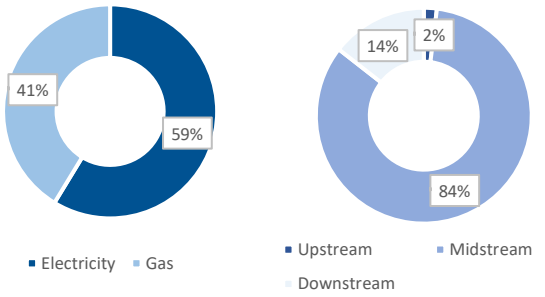
Strength/Opportunities

- **Integrazione verticale** lungo l'intera filiera energetica
- **Potenziale di sviluppo della distribuzione al dettaglio,** favorita dall'integrazione verticale del gruppo e dalle disponibilità finanziarie di +Energia
- Significativa **capacità di crescita** nella produzione fotovoltaica, con nuovi investimenti supportati da **incentivi governativi (PNRR)**
- **Algoritmi proprietari** avanzati a supporto delle attività di ottimizzazione, bilanciamento e valorizzazione del portafoglio commerciale gestito

Risks/Weaknesses

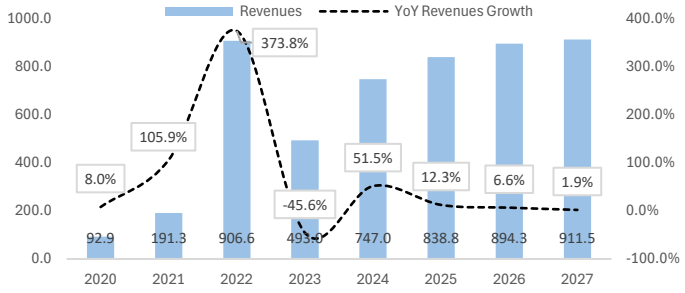
- **Rischi regolamentari** legati a possibili modifiche negli incentivi governativi e alle normative ambientali
- Necessità di **significativi investimenti di capitale** per finanziare lo sviluppo e il *revamping* e *repowering* degli impianti fotovoltaici esistenti
- Esposizione alla **volatilità dei prezzi dell'energia e del gas**, che può impattare negativamente sui margini operativi delle attività di *trading*

Ecosuntek: 2024 Turnover Breakdown by Nature



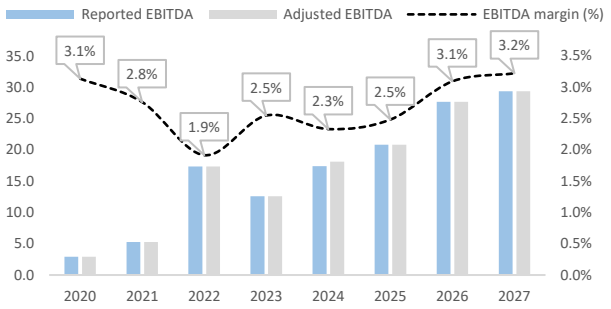
Source: Company Data

Ecosuntek: 2020 -2027E Value of Production Evolution (€ mn)



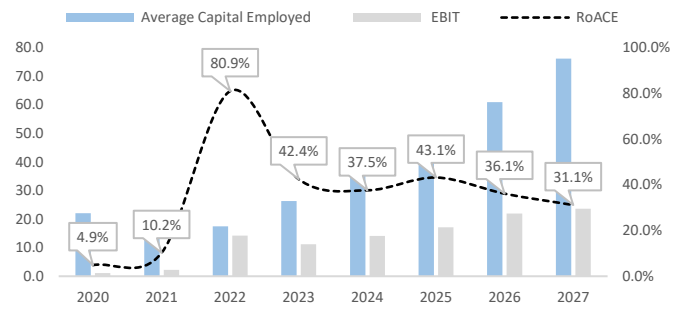
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Ecosuntek: 2020-27E EBITDA (€ mn) and Adj EBITDA Margin (%) Evolution



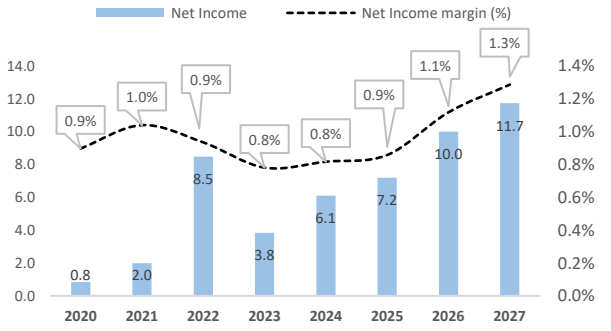
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Ecosuntek: 2020-2027E RoACE Evolution (%)



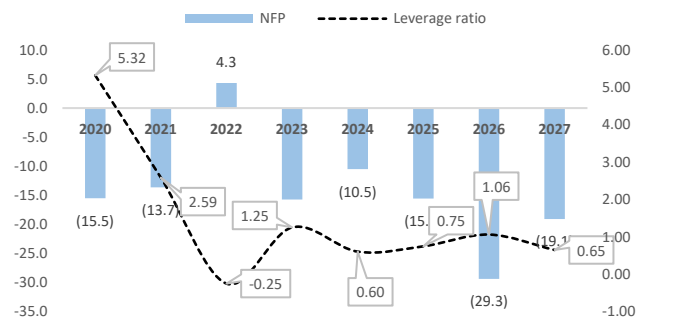
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Ecosuntek: 2020-27E Net Income (€ mn) & Net Income Margin (%) Evolution



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Ecosuntek: 2020-27E NFP (€ mn) and Leverage Ratio



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Contents

Company in Brief 3

Descrizione Societaria 5

Da EPC ad operatore integrato nella filiera energetica 8

…con spirito green e impegno concreto verso una transizione sostenibile 10

Mercato di Riferimento 11

Il Mercato dell'Energia Elettrica in Italia 11

Generazione di Energia Elettrica 11

Trasmissione di Energia Elettrica 13

Distribuzione di Energia Elettrica 13

Mercato all'Ingrosso 14

Vendita al Dettaglio 16

Il Mercato del Gas Naturale in Italia 17

Produzione e Approvvigionamento di Gas Naturale 18

Trasporto e Stoccaggio di Gas Naturale 19

Distribuzione di Gas Naturale 21

Mercato all'Ingrosso 22

Segmentazione e competizione 22

Mercato Finale al Dettaglio 23

Prezzi e competizione nel mercato finale della vendita del gas 24

Business Model 25

Upstream 26

Midstream 28

Downstream 29

Dall'IPO ai giorni nostri: un Percorso di Robusta Crescita, Generazione di Cassa e Integrazione Verticale… 31

…e una Ricca Pipeline di Nuovi Progetti 34

Company Valuation 38

Discounted Cashflow Model 38

Peer Multiple Comparison 40

Multipli Storici 42

Conclusioni 44

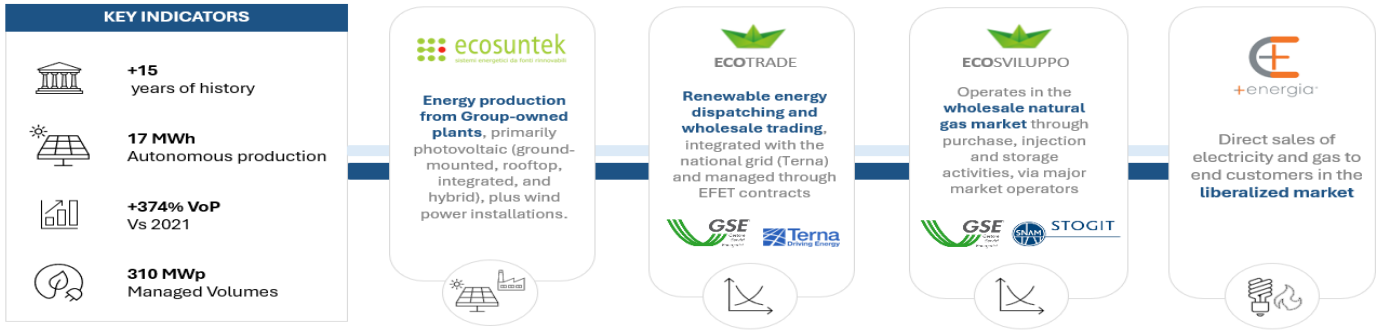
Appendix A) Comparable Companies 45

Descrizione Societaria

Fondata nel 2008 dall'imprenditore Matteo Minelli, con l'obiettivo di capitalizzare l'esperienza maturata nel settore edile per fare il proprio ingresso nel promettente mercato delle energie rinnovabili, Ecosuntek (di seguito anche "**Ecosuntek**" o la "**Società**") compie i suoi primi passi come EPC[1] (*Engineering, Procurement and Construction*) per impianti fotovoltaici per poi ampliare progressivamente il proprio perimetro di attività e affermandosi come ***player* integrato verticalmente nel settore delle energie rinnovabili**.

A distanza di anni dalla sua fondazione, Ecosuntek presidia oggi diversi segmenti della filiera energetica, dalla generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili, fino alla vendita e commercializzazione di energia elettrica e gas naturale, sia all'ingrosso che ai clienti finali. Questo percorso di crescita ha consentito alla Società di evolvere da realtà tecnica specializzata a operatore verticalmente integrato, in grado di generare valore lungo tutta la filiera energetica.

Ecosuntek in a Nutshell



Source: Ecosuntek Company Presentation

Il perimetro del gruppo, che si articola attraverso un ecosistema di oltre 40 società controllate e collegate, presidia essenzialmente **tre differenti aree di *business*** che nel 2024 sono state in grado di esprimere, su base consolidata, un valore della produzione superiore a €750 milioni ed un EBITDA adjusted superiore a €18 milioni.

Nel dettaglio, le tre aree di *business* presidiate dalla Società operano nella:

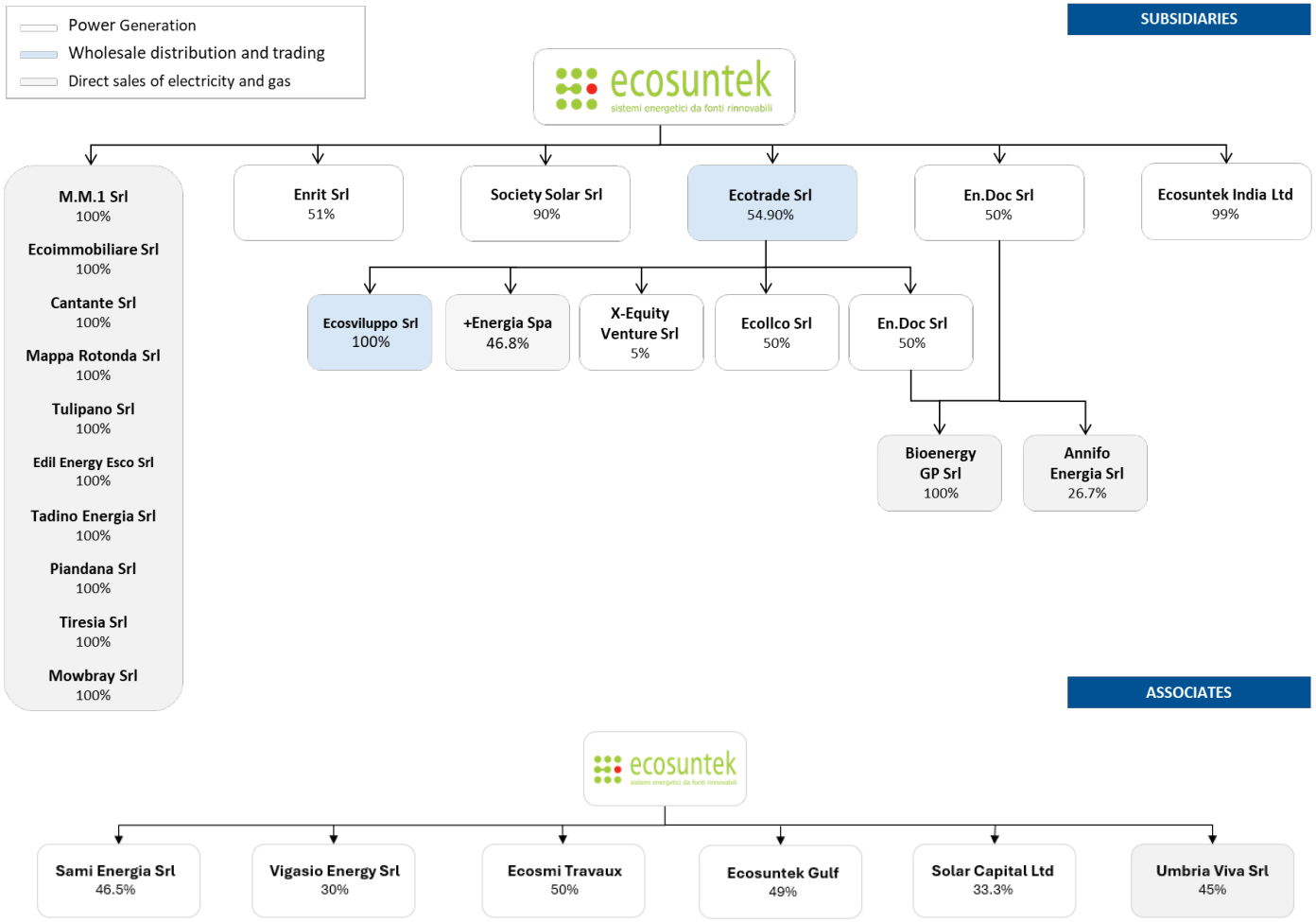
- **Generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili, c.d. *upstream*,** tramite società e *SPV* direttamente e indirettamente controllati[2], rinveniente per la quasi totalità da impianti fotovoltaici, vuoi tradizionali, che di matrice agri-voltaica. Al riguardo, la Società detiene e gestisce un portafoglio di impianti fotovoltaici aventi una potenza complessiva superiore a 17 MWp ed una capacità di generazione annua prossima a 18 MWh, dei quali 13 MWh da impianti domestici ed i restanti 5 MWh da impianti dislocati in Romania. Agli impianti già in attività si affianca una *pipeline* di nuovi progetti, dai quali il *management* si attende una generazione addizionale pari a 100 MWh, che dovrebbe vedere la luce ed essere operativa entro il 2026. Tra questi segnaliamo i 4 progetti agri-voltaici cantierabili acquisiti a dicembre 2024, per il tramite della società controllata Enrit S.r.l., di potenza complessiva pari a 23 MWp. Per quanto il contributo della generazione elettrica ai ricavi consolidati sia modesto, e tale dovrebbe rimanere anche negli anni a venire pur a fronte di un suo sostanziale sviluppo, quest'area di *business* vanta una redditività ben superiore alla media del gruppo, tant'è che nell'esercizio fiscale 2024 meno dell'1% del giro d'affari ha prodotto oltre il 15% dell'EBITDA consolidato, esprimendo una redditività lorda operativa superiore al 55%;
- **Distribuzione all'ingrosso, ivi incluso a resellers, ottimizzazione e bilanciamento di energia elettrica e gas naturale.** Attraverso **Eco Trade S.r.l.**, Ecosuntek è attiva nella compravendita all'ingrosso di energia elettrica. Costituita nel 2015, la società ha sviluppato un significativo portafoglio clienti UP[3] e UC[4], arrivando a gestire il ritiro di energia elettrica da oltre 400 impianti di produzione da fonti rinnovabili e a commercializzare oltre 3 TWh di energia elettrica, dei quali due terzi all'ingrosso ed il restante terzo a resellers. Ad Eco Trade, a far data dal 2021, si è affiancata **Eco Sviluppo**, società specializzata nella compravendita di gas naturale e certificati energetici sia su piattaforme regolamentate, quali il PSV, che *Over the Counter*. L'ingresso nella compagine azionaria di *manager* e operatori di consolidata esperienza ha impresso una ulteriore accelerazione allo sviluppo di Eco Trade, oggi divenuta a pieno titolo un *energy asset management company* focalizzata sulla creazione di valore attraverso la gestione attiva di un portafoglio di rischi. Contrariamente a quanto osservato sul versante della generazione, la distribuzione all'ingrosso e ai *resellers* si caratterizza per essere

[1] *Sigla che indica le attività di progettazione e realizzazione di un'opera o di un impianto.*
[2] i.e. *SPV* (*Special Purpose Vehicles*) creati per lo sviluppo e la successiva gestione dei singoli impianti fotovoltaici, garantendo la segregazione di risultati, tariffe e contributi ad essi riconosciuti
[3] UP: Unità di Produzione
[4] UC: Unità di Consumo

un'attività a grande volume, in grado di esprimere circa l'85% del giro d'affari consolidato[5], e margine unitario ridotto, in area *low single-digit*;

- **Vendita di energia elettrica e gas naturale ai clienti finali, area di attività di recentissimo sviluppo grazie all'acquisizione di +Energia.** Risale al gennaio 2024 il *closing* dell'operazione di acquisizione del 46.775% del capitale di +Energia S.p.A., avvenuto per il tramite della controllata Eco Trade S.r.l. Con questa operazione, Ecosuntek ha fatto il proprio ingresso nel mercato della distribuzione al dettaglio di energia elettrica (e oggi anche gas naturale), acquisendo un operatore di consolidata esperienza, attivo da oltre 15 anni nel mercato energetico domestico. Nell'esercizio fiscale 2024, la controllata[6] ha registrato un valore della produzione pari a €108 milioni (+17.6% a/a), un EBITDA di €7.8 milioni (+39.4%) ed un utile netto di €4.7 milioni (+13.7%), valori in sostanziale miglioramento rispetto al precedente anno e indice delle sinergie derivanti dall'integrazione verticale del gruppo Ecosuntek.

Ecosuntek: Organizational Structure



Source: Company data

Grazie a questa acquisizione, **Ecosuntek presidia oggi l'intera catena[7] del valore della filiera energetica**, dalla generazione alla distribuzione, sia all'ingrosso che al dettaglio, a clientela domestica e non domestica. Un'integrazione verticale che rappresenta un naturale *hedging* della redditività consolidata a fronte della volatilità che ha storicamente caratterizzato i margini delle singole porzioni della filiera energetica, ma solo limitatamente della filiera energetica nel suo complesso.

Nell'ambito dell'organigramma societario, la capogruppo Ecosuntek S.p.A. esprime la visione strategica di gruppo, assorbe al suo interno le funzioni di *staff*, svolgendo attività di assistenza e supporto per le società controllate. Parallelamente, il perimetro comprende[8] 20 società controllate, delle quali 13 attive nella generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili e 3 operanti nella distribuzione di energia elettrica e gas naturale mentre 7 società collegate, essenzialmente legate al *business* della generazione, completano i confini del perimetro del gruppo.

[5] i.e. il riferimento è all'esercizio fiscale 2024
[6] A dispetto della quota di qualificata minoranza acquistata da Eco Trade, pari al 46.775%, la partecipazione in +Energia è consolidata integralmente a fronte delle pattuizioni tra soci che consentono alla Società il governo della partecipata
[7] Al netto delle attività delegate a operatori monopolistici, quali ad esempio la gestione e lo sviluppo delle reti infrastrutturali
[8] La numerica non comprende società che, per limitata significatività, non sono state incluse nelle note di Bilancio

Per facilitare la lettura e la comprensione della struttura societaria, nella pagina che precede viene riportata una rappresentazione grafica dell'organigramma societario che evidenzia le principali partecipazioni detenute dalla Società, raggruppate per area di attività. Nella mappa non sono incluse partecipazioni minori, ritenute non significative sia ai fini informativi che bilancistici.

Tra le società controllate, crediamo meritino menzione:

- 12 *SPV* che garantiscono alla Società una potenza installata superiore a 17 MWp, dei quali 12 MWp dislocati in Italia mentre i 5 MWp restanti in territorio romeno. A queste si affianca Enrit che, nel dicembre 2024, ha annunciato l'acquisizione di 4 progetti cantierabili per lo sviluppo di complessivi 23 MWp da impianti agrivoltaici;
- Eco Trade, la quale a sua volta detiene il 100% del capitale sociale di Eco Sviluppo, *energy asset management company* focalizzata sul mid stream e (i) che sviluppa politiche di acquisto diretto di energia da produttori e dal mercato libero, (ii) che commercializza energia elettrica e gas naturale all'ingrosso e al segmento alto consumante del mercato finale. Nella commercializzazione di energia elettrica e gas naturale è (iii) dedita allo sviluppo di un segmento di attività specificamente destinato alla gestione di certificati Co2 (ETS);
- +Energia, società attiva nella distribuzione di energia elettrica e gas naturale al dettaglio, sia a clientela domestica che non domestica. Acquisita nel 2024 da Eco Trade, +Energia è consolidata integralmente nonostante la quota di minoranza posseduta (46.775%), in virtù di accordi parasociali che garantiscono a Eco Trade il diritto di esprimere 3 dei 5 consiglieri della società.

Ecosuntek: Company Headquarter & disclosed Client Portfolio

From its headquarters in Gualdo Tadino, Ecosuntek operates as a vertically integrated energy provider…

Source: Econsuntek Website

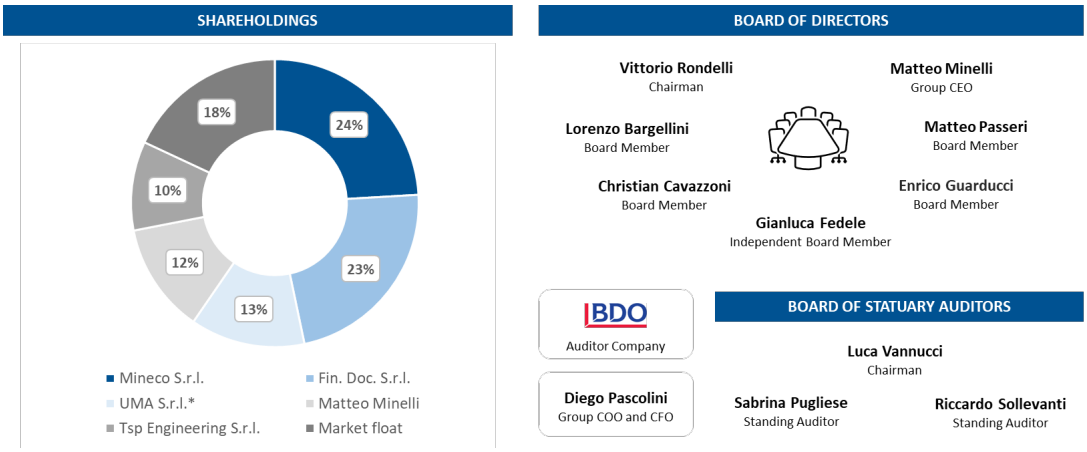
Quotatasi nel maggio 2014, Ecosuntek è approdata all'EGM con l'obiettivo di raccogliere nuovi capitali a supporto dei propri piani di sviluppo. L'*IPO* è avvenuta tramite il collocamento di 254,660 azioni ordinarie di nuova emissione, pari al 17.5% del capitale *post-money*, ad un prezzo per nuova azione emessa pari a €21, garantendo alla Società proventi per €5.35 milioni[9].

A distanza di oltre 10 anni dall'*IPO*, Ecosuntek ha cambiato sostanzialmente pelle: dalla sola produzione di energia elettrica (e di limitate dimensioni), a fronte del conferimento e della successiva alienazione dei rami d'azienda *EPC* e *O&M pre-IPO*, a *player* integrato della filiera energetica. Tradotto in numeri, da ricavi pro-forma 2012 pari a €4.2 milioni, Ecosuntek ha registrato nel 2024 un giro d'affari superiore a €750 milioni. Analogo *trend* sperimentato dall'*adjusted EBITDA*, cresciuto a €18.1 milioni da €3.1 milioni, e dall'utile netto di gruppo (€6.6 milioni vs -€0.4 milioni), in un contesto di significativo *deleverage,* con un indebitamento finanziario netto ridottosi da €47.1 milioni[10] agli attuali €10.5 milioni.

Quanto agli assetti proprietari, Matteo Minelli, fondatore e amministratore delegato, è socio di maggioranza relativa detenendo complessivamente il 42.75% del capitale sociale, vuoi direttamente, a titolo personale, che per il tramite di veicoli societari (i.e. Mineco[11] S.r.l. e UMA[12] S.r.l.). Tra gli altri azionisti rilevanti figurano Fin. Doc. S.r.l., con una partecipazione diretta pari al 22.6% e indiretta pari al 6.6%, e TSP Engineering S.r.l., con il 10.0%. Ne consegue che l'attuale flottante si attesti allo stato al 18.1% del capitale sociale.

[9] Sulla base di una valorizzazione *pre-money* dell'equity della Società pari a €25 milioni
[10] Fonte: documento di ammissione, dati al 30.06.2013 pro-forma
[11] Società riconducibile a Matteo Minelli che ne detiene il 100% del capitale sociale
[12] Della quale Mineco S.r.l. possiede il 50% del capitale sociale

Ecosuntek: Shareholders Structure & Corporate Bodies Composition



Source: Company data

La *governance* di Ecosuntek è affidata a un Consiglio di Amministrazione[13] composto da sette membri. Tra questi figurano il Presidente Vittorio Rondelli e l'Amministratore Delegato Matteo Minelli, fondatore della Società e punto di riferimento strategico del gruppo fin dalla sua costituzione. Il Consiglio include inoltre profili con esperienze complementari nei settori industriale, tecnico e ambientale. Ne fanno parte i consiglieri Lorenzo Bargellini, Matteo Passeri (a cui sono attribuite deleghe operative e di progettazione), Christian Cavazzoni, Enrico Guarducci e l'indipendente Gianluca Fedele. A supporto del Consiglio di Amministrazione, il *management team* include Diego Pascolini, in qualità di Direttore Operativo e Finanziario del Gruppo.

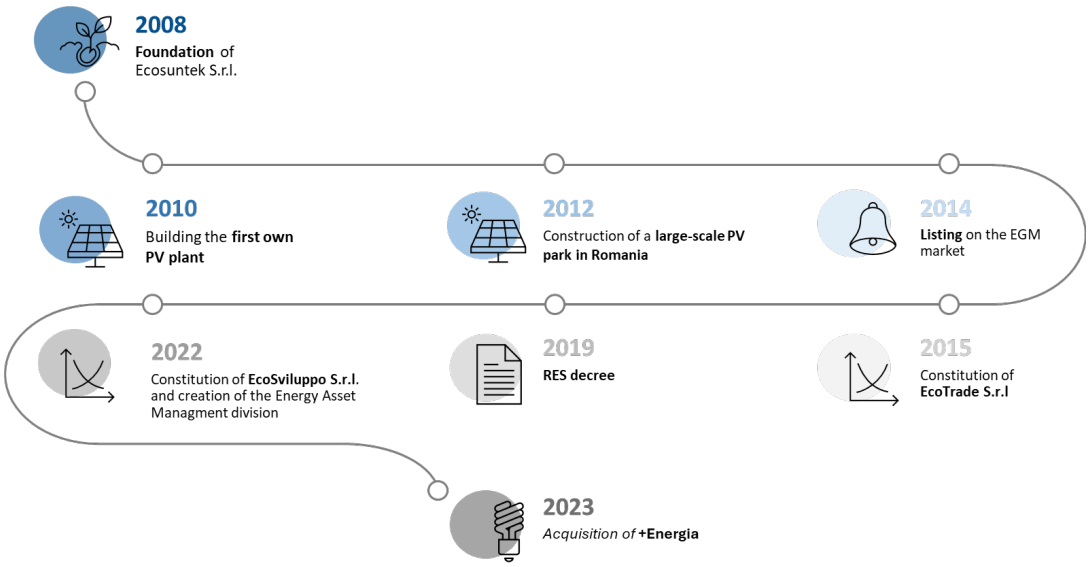
La Società ha adottato, su base volontaria, un Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ai sensi del D.Lgs. 231/2001.

Da EPC ad operatore integrato nella filiera energetica…

Fin dalla sua fondazione, avvenuta nel 2008 a Gualdo Tadino (PG), dove tutt'oggi risiede la sede principale della Società, i fondatori hanno colto il potenziale di crescita del settore delle energie rinnovabili, applicando la loro esperienza nei settori delle costruzioni e dell'energia sostenibile.

Inizialmente focalizzata sull'installazione e manutenzione di impianti fotovoltaici per conto terzi, Ecosuntek ha avviato nel 2010 un processo di trasformazione, realizzando il primo impianto di proprietà, cui hanno fatto seguito undici nuove installazioni nell'anno successivo. Nello stesso anno, la Società cambia forma giuridica trasformandosi in società per azioni, e ponendo le basi per il suo futuro sbarco in Borsa. Questo segna l'inizio di un progressivo consolidamento nel mercato della produzione da fonti rinnovabili, con un crescente portafoglio di impianti di matrice fotovoltaica.

Ecosuntek: Company Milestones



Source: Econsuntek 2023 Annual Report

[13] Il mandato del Consiglio di Amministrazione in carica scadrà con l'imminente approvazione del Bilancio 2024, il nuovo Consiglio di Amministrazione verrà designato dall'Assemblea che si terrà il prossimo 28 giugno 2025

Negli anni successivi, la Società ha intrapreso un significativo percorso trasformazione e sviluppo, evolvendo da *EPC* locale ad **attore verticalmente integrato nel panorama energetico, con respiro domestico prima ed europeo poi**. Risale infatti al **2012** la costruzione di un parco fotovoltaico su larga scala in Romania, poi completato nel 2013, primo tassello di un **processo di internazionalizzazione** su più ampia scala e ancora oggi principale installazione fotovoltaica della Società.

Ecosuntek: Romenian Photovoltaic Plant

Source: Econsuntek 2023 Annual Report

Il cambio di passo prende corpo negli anni **2014–2017**: nel **2014**, Ecosuntek viene quotata all'**AIM Italia** (oggi *Euronext Growth Milan*) e avvia una **profonda riorganizzazione aziendale**, uscendo definitivamente dal *business EPC* e O&M per concentrarsi esclusivamente sulla **generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili**, in particolare da tecnologia fotovoltaica. Questa decisione strategica consente una focalizzazione sugli impianti di proprietà e l'accesso a nuove risorse per finanziare l'espansione. Dal **2015**, la nascita della controllata **Eco Trade S.r.l.** segna l'ingresso di Ecosuntek nel settore della rivendita di energia elettrica e gas naturale. Grazie a questa operazione, la Società inizia a gestire anche l'acquisto e la vendita di energia da impianti di terzi, accedendo a un nuovo segmento di mercato e consolidando la sua presenza lungo la filiera energetica.

Nel triennio **2018–2020**, Ecosuntek continua a potenziare la propria capacità di generazione, traendo beneficio, *inter alia*, degli incentivi previsti dal **Decreto FER**. Contestualmente, investe in attività di ***revamping*** **e** ***repowering*** dei propri impianti per migliorare l'efficienza degli impianti esistenti e prosegue il rafforzamento delle attività di ***reselling*** **di energia elettrica e gas naturale**, confermando la diversificazione della sua operatività, nonché l'integrazione verticale, come pilastro imprescindibile della sua visione strategica. Nel **2020**, il Gruppo amplia ulteriormente il proprio parco impianti, realizzando nuovi progetti tramite la creazione di **SPV dedicate**.

Nel **2022**, Ecosuntek avvia una nuova fase di crescita con la nascita della controllata **Eco Sviluppo S.r.l.**, focalizzata sul mercato del gas naturale nonché con la creazione di una divisione dedita all'**Energy Asset Management,** possibile grazie all'attivazione di un *trading desk* dedicato, composto da professionisti di consolidata esperienza, entrati a far parte della compagine azionaria della controllata Eco Trade. Questa scelta ha concorso al rafforzamento del presidio della Società nel segmento ***midstream*** della filiera energetica, con un approccio integrato alla valorizzazione degli *asset*.

Nel **luglio 2023**, Ecosuntek, tramite Eco Trade, firma un **accordo preliminare per l'acquisizione del 44.775% di +Energia S.p.A.**, operatore con oltre 15 anni di esperienza nella vendita di energia nel mercato libero. Acquisizione conclusa nel gennaio 2024, con il pagamento dell'ultima tranche del corrispettivo pari a €15.7 milioni[14] a fronte dell'acquisizione di una partecipazione rivista ed incrementata al 46.775%. L'operazione rappresenta un passo strategico fondamentale per completare il presidio dell'intera catena del valore: dalla produzione, al dispacciamento, fino alla vendita diretta al cliente finale.

Da ultimo, nel **dicembre 2024** la Società ha annunciato l'acquisizione, tramite la controllata Enrit S.r.l., di 4 SPV titolari di autorizzazioni alla realizzazione di impianti per la produzione di energia elettrica da fonte agri-voltaica di potenza complessiva pari a 23 MWp, e classificatosi in posizione utile per la fruizione degli incentivi di cui al Decreto del Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica n. 436 del 22 dicembre 2023.

[14] Il prezzo complessivo per l'acquisizione del 46.775% del capitale di +Energia è pari a €23 milioni. Di questi, €1.3 milioni sono stati versati come caparra confirmatoria al momento della firma degli accordi preliminari; €6 milioni sono stati corrisposti il 31 ottobre 2023, in occasione del perfezionamento dell'operazione; mentre i restanti €15.7 milioni sono stati pagati nel gennaio 2024. Tutti i versamenti sono stati effettuati dalla controllata Eco Trade interamente con mezzi propri.

…con spirito green e impegno concreto verso una transizione sostenibile

Fin dalle sue origini, Ecosuntek ha dimostrato una forte attenzione alla tema della sostenibilità.

Nel 2011, lancia il progetto Maia[15], una soluzione tecnologica per la ricarica di veicoli elettrici tramite colonnine alimentate da impianti fotovoltaici a impatto zero. **Sempre tra il 2011 e il 2013, partecipa al Gran Premio di San Marino e della Riviera di Rimini** come sponsor e fornitore di servizi, realizzando un impianto fotovoltaico da 440 kW sulle tribune del circuito, rendendolo il primo autodromo italiano dotato di tecnologia per la produzione di energia pulita.

Nel tempo, Ecosuntek ha formalizzato l'integrazione della sostenibilità nella propria strategia aziendale, con un impegno crescente verso le dimensioni ambientale, sociale e di *governance*. Il primo piano strategico di sostenibilità è stato pubblicato all'interno del bilancio di sostenibilità 2022, includendo *KPI* specifici, monitorati periodicamente. A partire dal 2024 è prevista la nomina di un referente per la sostenibilità e la redazione di un nuovo piano strategico pluriennale condiviso.

Tra i principali indicatori ambientali, nel 2023 la produzione da fonti rinnovabili ha raggiunto i 17 MW, con un incremento della capacità installata. Gli obiettivi prevedono una crescita della produzione, grazie al potenziamento della capacità fotovoltaica e all'adozione di tecnologie avanzate per il ***revamping***[16] e il ***repowering***[17] degli impianti esistenti. Questo approccio permette di massimizzare le *performance* ambientali, prolungando la vita utile degli *assets* e minimizzando l'impatto delle attività di manutenzione.

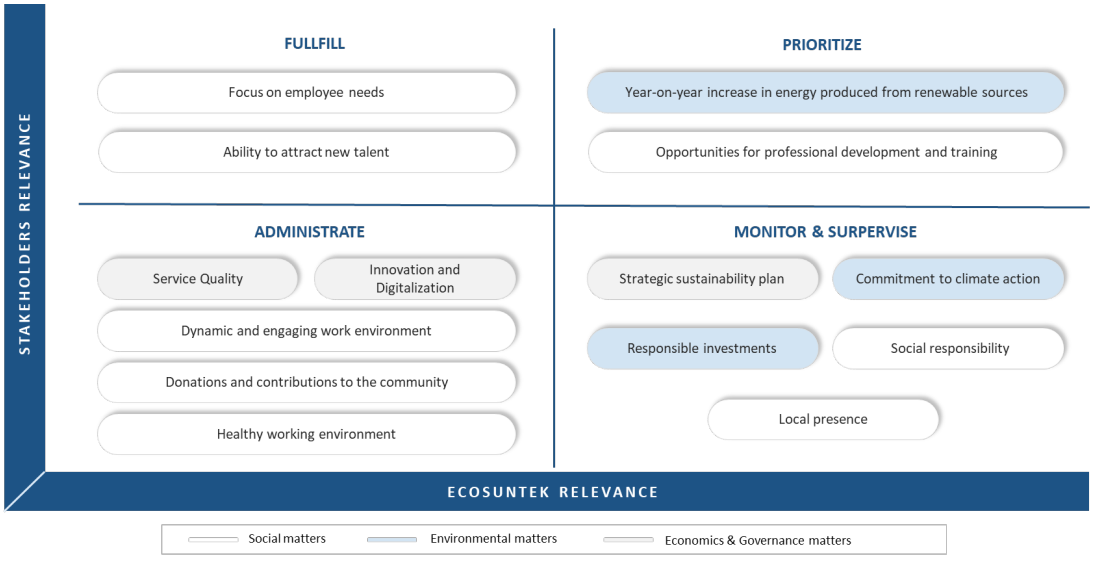
Sul piano sociale, l'azienda ha attivato un **piano formativo continuo per i dipendenti**. Nel 2022 sono state erogate oltre 10,000 ore di formazione, di cui circa il 60% dedicate a giovani under 30. Con l'ingresso di +Energia, il gruppo ha posto maggiore attenzione alla diversità delle risorse umane, registrando un incremento del personale del 10% nel 2023, con una media di 108 dipendenti, di cui 59 donne.

La riduzione delle emissioni di CO_2 rappresenta un ulteriore impegno cui la Società ha posto particolare attenzione, con la previsione di rinnovo del parco auto aziendale verso autovetture elettriche.

Sempre nel 2022, Ecosuntek ha avviato iniziative strategiche nel settore dell'**agrivoltaico**, puntando a integrare produzione fotovoltaica e attività agricole. L'obiettivo è sviluppare in modo significativo impianti agrivoltaici entro il 2025, contribuendo alla produzione di energia pulita e alla valorizzazione del suolo agricolo. La rilevanza dell'agro-voltaico è stata evidenziata a livello Nazionale dall'importante stanziamento di fondi per circa €1.1 miliardi previsto dal PNRR, con l'obiettivo di installare 1.04 GWp di impianti fotovoltaici, con un'attesa riduzione di 0.8 milioni di tonnellate di CO_2.

A conferma dell'impegno *ESG*, Ecosuntek è stata selezionata tra le 30 PMI quotate partecipanti alla presentazione dell'**ESG ITA Growth Index**, il primo indice dedicato alla valutazione *ESG* delle società quotate nel segmento Euronext Growth Milan, creato da REPAiR Lab di SDA Bocconi School of Management e CRIF. In tale occasione, la Società ha ricevuto il riconoscimento come **"*ESG Best in Class*"**.

Ecosuntek: Materiality Matrix



Source: 2023 Ecosuntek Sustainability Report

Infine, il processo di ascolto e mappatura degli *stakeholder* – svolto anche con il supporto del CdA – ha permesso lo sviluppo della c.d. **matrice di materialità**, che rappresenta graficamente i temi ritenuti più rilevanti per la strategia aziendale e per i portatori d'interesse. La matrice, in costante monitoraggio ed aggiornamento, costituisce la base per la pianificazione delle attività di sostenibilità, in linea con i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile dell'Agenda 2030.

[15] Maia è una soluzione high tech per la ricarica dei veicoli elettrici ideata dall'Arch. Carlo Meccoli e prodotta da Ecosuntek SpA. La struttura permette di caricare le batterie delle vetture elettriche nei parcheggi e aree pubbliche e private, è dotata di un impianto fotovoltaico che produce energia ad impatto zero.
[16] Il *revamping* consiste nella sostituzione di componenti obsolete con tecnologie più efficienti
[17] Il *repowering* consente di incrementare la potenza degli impianti senza ulteriore consumo di suolo o nuove infrastrutture di rete

Mercato di Riferimento

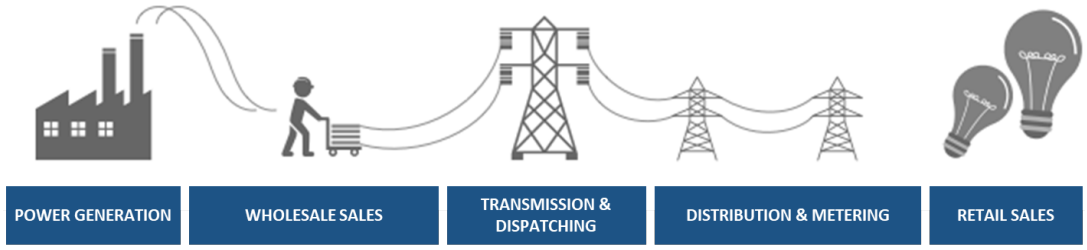
Come descritto in premessa, nel percorso preparatorio all'*IPO* Ecosuntek ha dismesso le proprie attività *EPC* e *O&M* per concentrarsi sullo sviluppo di impianti proprietari di generazione, poi ampliando il perimetro di attività al dispacciamento di energia elettrica e gas naturale, prima, e alla distribuzione al dettaglio, poi.

Va da sé come sia quindi importante delineare i contorni del contesto di mercato nel quale la Società opera e compete.

Il Mercato dell'Energia Elettrica in Italia

Il mercato dell'energia elettrica in Italia si è profondamente trasformato negli ultimi vent'anni, evolvendo da un sistema monopolistico a un mercato liberalizzato, in un contesto regolamentato aperto alla libera concorrenza. Il processo di liberalizzazione, avviato con il Decreto Bersani nel 1999 e proseguito con l'attuazione delle direttive europee, ha separato verticalmente le attività di generazione, trasmissione, distribuzione e vendita dell'energia elettrica.

Energy market value chain



Source: Websim elaboration

Ne consegue che oggi la filiera nazionale elettrica si articola in cinque principali segmenti di mercato:

- **Generazione**
- **Trasmissione**
- **Distribuzione**
- **Mercato all'ingrosso**
- **Mercato al dettaglio**

In questo contesto, al **GME** (Gestore dei Mercati Energetici) è stata affidata la gestione dei mercati energetici, a **Terna** è stato affidato il sistema di trasmissione e bilanciamento, in qualità di gestore della rete di trasmissione nazionale mentre **ARERA** (Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente) è responsabile della promozione della concorrenza e dell'efficienza dei servizi di pubblica utilità, nonché della tutela degli interessi di utenti e consumatori.

Grazie al processo di liberalizzazione consumatori, sia domestici che non domestici, hanno pertanto avuto accesso al **mercato libero**, con facoltà di decidere autonomamente il proprio fornitore. Il c.d. **mercato di maggior tutela,** a condizioni economiche di favore stabilite dall'Autorità, è stato confermato ma limitatamente a categorie di utenti c.d. "vulnerabili". Un processo di liberalizzazione che ha avuto un effetto significativo sulla morfologia del mercato: basti osservare che se nel 2010 l'88.7% dei clienti domestici si è rivolto al mercato di maggior tutela, nel 2023 questa percentuale è significativamente ridotta, al 29.3%.

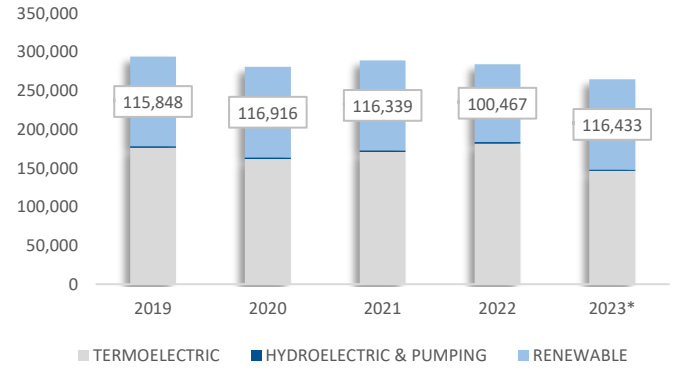
Passando in rassegna i singoli segmenti della filiera elettrica:

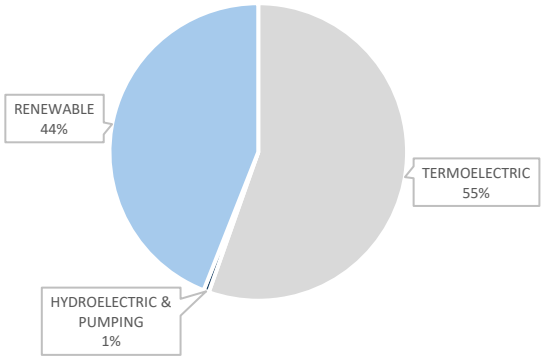
Generazione di Energia Elettrica

La fase di generazione rappresenta il primo anello della filiera elettrica: grazie alla trasformazione di fonti primarie (fossili o rinnovabili) viene prodotta energia elettrica disponibile per l'immissione in rete.

Nel 2023, **la produzione nazionale di energia elettrica si è attestata a 264 TWh**, in contrazione del 6.9% a/a rispetto ai 284 TWh del 2022, a causa di una più che proporzionale diminuzione (-19.3%) della produzione termoelettrica, solo in parte compensata da un aumento a doppia cifra (+15.6%) della produzione da fonti rinnovabili.

Italian Electric Market: Gross Production by Source (GWh)





Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Una generazione, quella italiana, ancora a prevalente trazione termoelettrica ma con **un crescente contributo da impianti alimentati da fonti rinnovabili, con fotovoltaico ed eolico in significativa crescita** ed in grado di compensare un minor apporto da idroelettrico e biomasse/rifiuti. Con il risultato che le fonti rinnovabili già oggi sono in grado di fornire c.a. il 44% dell'intera produzione elettrica nazionale.

Sul versante della capacità installata per le due principali fonti di generazione, termoelettrica e rinnovabile, un'ampia maggioranza della potenza lorda complessiva è in capo a 506 soggetti che rappresentano appena il 3% dei produttori: si tratta di produttori di tipo misto che hanno generato energia elettrica sia attraverso il termoelettrico convenzionale, sia attraverso fonti rinnovabili.

Italian Electric Market: Producers, Plants and Gross Production (TWh) by Source

YEAR	THERMOEL.	<1MW	RENEWABLES	<1MW	MIXED	<1MW	TOTAL
PRODUCERS (#)							
2019	444	*121*	13,581	*10,857*	335	*85*	14,360
2020	473	*136*	13,895	*11,102*	363	*102*	14,731
2021	461	*133*	13,750	*11,001*	399	*107*	14,610
2022	480	*145*	13,988	*11,209*	447	*119*	14,915
2023	483	*144*	14,875	*11,919*	506	*133*	15,864
GROSS POWER (MW)							
2019	19,555	*60*	35,489	*4,689*	50,251	*35*	105,295
2020	19,667	*70*	36,164	*4,828*	49,541	*45*	105,372
2021	20,799	*65*	33,136	*4,743*	51,308	*48*	105,243
2022	21,883	*69*	36,617	*4,791*	47,695	*57*	106,195
2023	22,065	*65*	37,991	*4,976*	48,366	*64*	108,422
GROSS PRODUCTION (TWh)							
2019	73.3	*4.6*	87.0	*10.6*	105.0	*0.1*	265.3
2020	77.2	*4.0*	88.6	*10.9*	97.6	*0.1*	263.4
2021	76.1	*0.3*	76.1	*11.1*	119.9	*0.1*	272.1
2022	81.1	*0.3*	75.3	*10.0*	108.4	*0.1*	264.8
2023	69.8	*0.3*	83.5	*9.6*	92.3	*0.1*	245.6

Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Se sul versante termoelettrico, il segmento della produzione vede pochi attori di grandi dimensioni, per converso, il versante delle rinnovabili si caratterizza per una significativa frammentazione, con la presenza di operatori di piccola e piccolissima taglia. A riprova, Solegreen Italia, EF Solare Italia e Tages sono gli unici a poter vantare una quota di mercato superiore al 5%, non disponendo peraltro di fonti di generazione alternative al solare.

Un comparto, quello del solare, nel quale gli sviluppi dei grandi gruppi generatori sono stati di minor portata: basti pensare che tra i principali operatori, la quota di produzione più rilevante è riconducibile a A2A (2.3% della produzione solare totale), seguita da ERG (1.6%), ENI (1.4%) ed Edison (0.6%).

La proliferazione di un universo frastagliato di produttori da fonti rinnovabili è stata supportata dall'introduzione in Italia di molteplici meccanismi di incentivazione, tutt'oggi vigenti.

La rilevanza dei sistemi di incentivazione in essere emerge chiaramente dalle statistiche: nel 2023, gli strumenti incentivanti hanno permesso la sovvenzione di una quantità di energia elettrica pari a circa 56 TWh, il 36% della quale è stata prodotta da impianti fotovoltaici, il 29% da impianti eolici, il 21% dalle biomasse, il 12% attraverso impianti idrici e, infine, il 2% da fonte geotermica.

Trasmissione di Energia Elettrica

8[18] sono le società, tutte riconducibili a Terna, che in Italia sono deputate alla trasmissione, ossia l'attività che consiste nel trasporto dell'energia elettrica ad alta e altissima tensione dalle centrali di produzione ai nodi principali di consumo o di distribuzione locale.

In Italia, infatti, la gestione della rete di trasmissione è affidata, *de facto*, a un **unico operatore**: **Terna S.p.A.**, società quotata in Borsa e controllata da Cassa Depositi e Prestiti. Terna svolge il ruolo di ***Transmission System Operator* (*TSO*)**, ossia ente responsabile della gestione del sistema elettrico nazionale, nonché dello sviluppo e manutenzione delle infrastrutture di rete. Terna ha quindi il compito di vigilare su di una adeguata manutenzione, garantendone stabilità e bilanciamento. In quanto *TSO*, Terna è responsabile della pianificazione degli interventi di sviluppo della rete elettrica nazionale ed è tenuta a sviluppare la capacità di interconnessione con i sistemi elettrici di altri Paesi: ad oggi si contano 30 linee di interconnessione con Francia, Svizzera, Austria, Slovenia, Montenegro e Grecia, in grado consentire una elevata capacità di scambio[19], superiore a 10,400 MW in importazione e 4,650 MW in esportazione[20]. Infrastrutture strategiche di interconnessione con altri Paesi che rafforzano la sicurezza e l'integrazione del mercato elettrico in chiave europea.

La rete di trasmissione italiana si compone di:

- >75,000 km di linee ad alta e altissima tensione e circuiti elettrici;
- >900 stazioni di smistamento e conversione;

In questo contesto, Terna sta proseguendo gli investimenti programmati per l'ammodernamento della rete e la costruzione nuovi elettrodotti per facilitare l'integrazione degli impianti a fonte rinnovabile. Il tutto in coerenza con gli obiettivi individuati e previsti dal pacchetto *Fit-for-55* adottato dall'Unione europea, che prevedono una riduzione del 55% delle emissioni di CO_2 al 2030 e una quantità di energia prodotta in Italia da fonti energetiche rinnovabili pari ad almeno il 65% dei consumi finali.

Dal punto di vista della qualità del servizio, gli indicatori di affidabilità della rete di trasmissione italiana risultano tra i migliori in Europa, con livelli di **disponibilità superiore al 99.99%**.

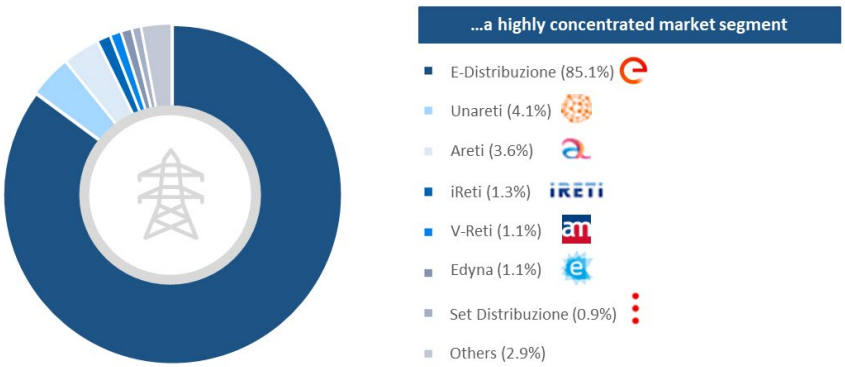
Distribuzione di Energia Elettrica

Al 31 dicembre 2023, erano censiti all'Anagrafica Operatori dell'Autorità 119 distributori elettrici, ossia quegli operatori responsabili del prelievo dalla rete elettrica nazionale, della trasformazione dell'energia da alta a media e bassa tensione, del trasporto sino all'utente finale, attraverso una rete capillare di infrastrutture locali, nonché della gestione e lettura dei contatori di misura. Stessi operatori che nel 2023 hanno supportato l'erogazione di c.a. 250 TWh, pari a circa il 95% della produzione energetica nazionale.

A differenza della trasmissione, come anticipato in premessa, **il settore della distribuzione è aperto alla concorrenza**. **Tuttavia, il mercato rimane a tutt'oggi significativamente concentrato,** tant'è che i primi 10 operatori hanno servito il 98.5% dei clienti totali, erogando il 98.3% dell'energia prelevata dalla rete**: tra questi E-Distribuzione** (Gruppo Enel) **gestisce oltre l'80% dell'energia distribuita**, seguita da **Unareti** (Gruppo A2A), **Areti** (Gruppo Acea) e **iRETI** (Gruppo Iren).

In Italia, **la distribuzione è suddivisa per aree geografiche:** ogni zona è affidata a un solo operatore, in regime di concessione.

Italian Electric Market: Major Distributors Market Share (%)



Sourcs: ARERA, Stato dei Servizi 2023

[18] Terna possiede quasi interamente le infrastrutture di trasmissione che fanno parte dell'RTN (elettrodotti nazionali e stazioni elettriche), oltre a Terna esistono altre 7 società titolari di asset minoritari della Rete
[19] *NTC: Net Transfer Capacity*
[20] i.e. nell'anno solare 2023

Gli utenti finali, per converso, vengono identificati dai singoli punti di consegna (*POD*, i.e. *Point of Distribution*) e si distinguono principalmente tra clienti domestici e clienti non domestici, categorie che presentano profili di consumo e termini contrattuali differenti.

Di questi, **i clienti domestici sono coloro che utilizzano l'energia elettrica per usi abitativi:** generalmente presentano potenze contrattuali contenute (tra 1.5 e 3 kW) e consumi relativamente stabili durante l'arco della giornata, con un prelievo medio annuo di circa 1.9 kWh per famiglia.

Negli ultimi anni si è osservato un progressivo aumento delle forniture con potenze superiori a 3 kW, spinto dalla **crescente elettrificazione delle abitazioni**: impianti di condizionamento, pompe di calore e piani cottura a induzione richiedono infatti potenze maggiori. Sebbene ancora una minoranza, le utenze domestiche con potenze tra 4.5 e 6 kW sono in crescita e rappresentano una quota significativa dell'energia distribuita al settore residenziale.

Per converso, **i clienti non domestici includono tutte le utenze diverse dall'utilizzo abitativo, quali attività commerciali, piccole e medie imprese, grandi industrie ed enti pubblici.**

Questi utenti, rispetto ai domestici, necessitano mediamente di potenze contrattuali più elevate e presentano profili di consumo più concentrati nelle ore lavorative. Il consumo medio annuo per i clienti non domestici si attesta a circa 27.319 kWh.

La rete di distribuzione nazionale si estende per circa 1.2 milioni di chilometri, di cui il 69% in bassa tensione, e comprende centinaia di migliaia di cabine secondarie.

Dal punto di vista geografico, si evidenzia una forte disomogeneità: al Nord le reti di distribuzione risultano generalmente più dense ed efficienti, mentre al Sud permangono criticità legate alla qualità del servizio. Un caso peculiare è quello del Trentino-Alto Adige, dove operano ben 57 imprese di distribuzione, che gestiscono complessivamente solo il 2.3% della rete nazionale.

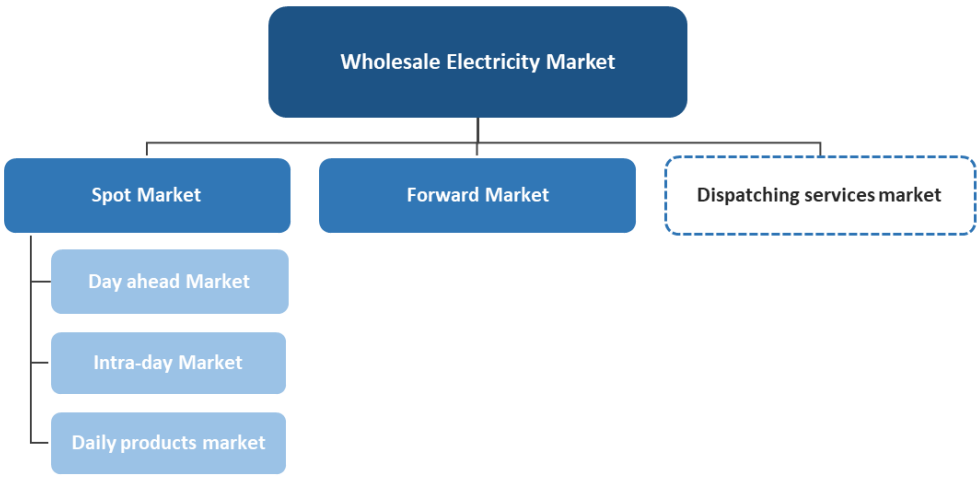
Mercato all'Ingrosso

Il mercato all'ingrosso dell'energia elettrica in Italia rappresenta il **luogo virtuale dove si incontrano domanda e offerta di energia prima della consegna ai clienti finali**. È un segmento cruciale per la formazione dei prezzi e per l'equilibrio del sistema elettrico nazionale.

Il mercato è diviso in **due segmenti principali**: il **mercato a pronti** e il **mercato a termine**, cui si aggiunge il Mercato per il servizio di Dispacciamento gestito da Terna.

Il **mercato a pronti** dell'energia è a sua volta articolato nel **Mercato del giorno prima (MGP)**, nel **Mercato infragiornaliero (MI)** e nel **Mercato dei prodotti giornalieri (MPEG).**

Italian Electricity Market: Wholesale Electricity Market Segmentation



Source: Arera, Stato dei Servizi 2023

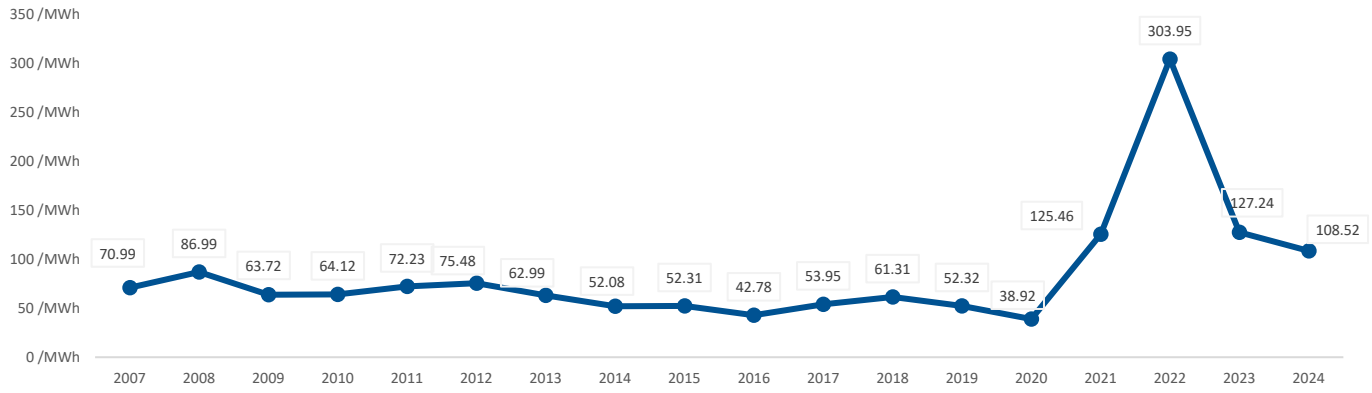
La gestione del mercato è affidata al **Gestore dei Mercati Energetici (GME)**, che organizza diverse piattaforme di scambio, suddivise in:

- **Mercato del Giorno Prima (MGP)**: principale mercato, dove avvengono le contrattazioni di energia riferite alle 24 ore del giorno di consegna. In questo mercato la contrattazione avviene **mediante aste orarie (che passeranno a quartorarie dal prossimo mese di settembre) a prezzo di equilibrio (*System Marginal Price*)** mentre le offerte possono essere effettuate a partire dal nono giorno antecedente quello di consegna e fino a quest'ultimo. Il MGP è un **mercato zonale**: il territorio è suddiviso in zone che rappresentano porzioni della rete di trasmissione. Se i flussi superano il limite massimo di transito consentito dalle interconnessioni

interzonali, il prezzo viene ricalcolato in ogni zona come se ciascuna fosse un mercato separato (*market splitting*). Le offerte di vendita sono valorizzate ogni ora al prezzo zonale rilevante, mentre le offerte in acquisto sono valorizzate in ciascun'ora al **prezzo unico nazionale (PUN)[21];**

- **Mercato Infragiornaliero (MI)**: è una piattaforma che consente aggiustamenti di offerta e domanda di energia elettrica in tempo reale, successivamente alla chiusura del Mercato del Giorno Prima (MGP). Le transazioni nel MI permettono agli operatori di bilanciare la produzione e il consumo di energia durante il giorno, garantendo l'affidabilità del sistema elettrico. Questo mercato è particolarmente utile per rispondere a variazioni imprevisti nella domanda o nell'offerta, come i guasti o i cambiamenti nei livelli di produzione delle fonti rinnovabili non programmabili;
- **Mercato dei prodotti giornalieri (MPEG)**: istituito nel settembre del 2016, il MPEG si occupa della negoziazione in modalità continua di contratti giornalieri di diverso profilo (i.e. *baseload* e *peakload*), con possibilità per gli operatori di mercato di offrire volumi a prezzi espressi solamente come differenziali rispetto al PUN medio effettivo per la data di consegna del prodotto in negoziazione. Questo mercato è stato introdotto per consentire una maggiore flessibilità nelle negoziazioni, in particolare per chi desidera approvvigionarsi di energia su base giornaliera piuttosto che mensile.

Italian Electricity Market: 2007-2024 PUN Yearly Trend



Source: www.mercatoelettrico.org

Inoltre, in un contesto di progressivo sviluppo delle fonti rinnovabili, della generazione distribuita e delle smart grid, il GME ha dato avvio al **Mercato Locale della Flessibilità (MLF)[22]**, mettendo la sua esperienza e *know-how* a disposizione del progetto pilota realizzato nel settore della distribuzione elettrica. Il MLF offre ai gestori dei sistemi di distribuzione (DSO) la possibilità di approvvigionarsi, attraverso meccanismi trasparenti e non discriminatori, dei servizi ancillari necessari ad una gestione efficiente delle reti locali di distribuzione, garantendo loro, inoltre, un miglior coordinamento operativo con i TSO.

Per quanto il MI e il MPEG siano funzionali a garantire flessibilità e stabilità della rete elettrica, oltre il 90% dei volumi transati è stato generato nel corso del 2023 nel mercato del giorno prima: i volumi scambiati nella borsa del GME hanno segnato volumi per 210 TWh sull'orizzonte *day ahead* mentre i volumi sull'orizzonte infragiornaliero si sono attestati al di sotto di quota 30 TWh, questi ultimi alimentati in porzione maggioritaria dalle negoziazioni svolte sul mercato XBID, gestito in base al meccanismo di *market coupling* in negoziazione continua con il resto d'Europa.

Mercato a Termine (MTE): costituito nel novembre 2008 allo scopo di consentire agli operatori una gestione più flessibile del proprio portafoglio di energia, il MTE consente la negoziazione in modalità continua di contratti a termine con obbligo di consegna e ritiro di energia. Due sono le tipologie di contratti negoziabili, *baseload* e *peakload*, e tre i periodi di consegna previsti: mensile, trimestrale e annuale. Terminata la fase di negoziazione, i contratti con periodo di consegna mensile sono registrati in corrispondenti transazioni sulla Piattaforma Conti Energia (PCE), previa verifica di congruità previste nel regolamento della piattaforma. Differentemente, per i contratti con periodo di consegna pari al trimestre e all'anno è previsto il c.d. meccanismo "della cascata", ossia

[21] Il Prezzo Unico Nazionale (PUN) è il prezzo di riferimento per l'energia elettrica in Italia e viene definito nel mercato all'ingrosso di energia elettrica, nel Mercato del Giorno Prima (MGP). Il processo di determinazione del PUN si basa su un sistema di prezzi marginali e prezzi zonali.
Le aste quartorarie nel Mercato del Giorno Prima (MGP) determinano il prezzo di equilibrio per ciascuna delle 24 ore di uno specifico giorno successivo, come precedentemente evidenziato.
Il prezzo di equilibrio per ogni zona si determina attraverso un meccanismo d'asta a prezzo marginale, che viene applicato a tutte le transazioni che avvengono nella zona. Ne consegue che il prezzo marginale sia quello al quale l'ultimo contratto di energia viene accettato.
Il PUN è il prezzo medio ponderato dei prezzi zonali, calcolato tenendo conto dei prezzi marginali di tutte le zone italiane. Viene calcolato ponderando i prezzi zonali in base alla quantità di energia effettivamente scambiata in ciascuna zona. Questo significa che se una zona ha una maggiore quantità di scambi rispetto ad altre, il prezzo di quella zona influenzerà maggiormente il calcolo finale del PUN.
Nel 2023 il PUN si è attestato su una media di circa 127 €/MWh, in calo (-58.1%) rispetto ai livelli record del 2022 dovuti alla crisi energetica, ma mantenendosi significativamente più elevato dei livelli pre-pandemia. Tale calo si è distribuito in tutte e tre le fasce orarie: 138 €MWh (-59%) nelle ore di picco, 126 €/MWh (-58%) nelle ore fuori picco dei giorni lavorativi e 117 €/MWh (-57%) nei giorni festivi.

[22] Istituito in data 7 agosto 2023 a seguito dell'approvazione dell'ARERA con Deliberazione 372/2023/R/EEL

una procedura tramite la quale i contratti a termine e annuali sono sostituiti al momento della scadenza con un equivalente numero di contratti con durata più breve, ad un prezzo corrispondente a quello di liquidazione finale dei contratti originari. Nel 2023, le contrattazioni di prodotti standardizzati con consegna fisica hanno interessato solo 24 "abbinamenti" per complessivi 134 GWh.

Infine, il **Mercato dei Servizi di Dispacciamento (MSD)** è funzionale a Terna per l'approvvigionamento delle risorse necessarie alla gestione del sistema elettrico, per la risoluzione delle congestioni intrazonali, nonché per la costituzione di capacità di riserva per il bilanciamento in tempo reale. Diversamente dagli altri mercati, è Terna che agisce da controparte centrale degli operatori abilitati. Il MSD, articolato in fase di programmazione (MSD ex ante) e Mercato del Bilanciamento (MSD ex post), prevede modalità di negoziazione ad asta discriminatoria: le offerte accettate vengono valorizzate ciascuna al proprio prezzo di offerta (*pay as bid*).

Oltre al mercato organizzato dal GME, gli operatori possono vendere e acquistare energia anche attraverso contratti di compravendita bilaterali conclusi al di fuori del mercato, nel qual caso è prevista la registrazione dei quantitativi sottesi alle transazioni conclusi sulla PCE.

Vendita al Dettaglio

La **vendita al dettaglio** di energia elettrica in Italia rappresenta l'anello conclusivo della catena del valore della filiera energetica, profondamente trasformatosi a seguito della liberalizzazione del mercato. Un processo di liberalizzazione che ha ridotto drasticamente il c.d. **servizio di maggior tutela**, a beneficio del **mercato libero**: tant'è che nel 2023 oltre il **90% delle vendite finali di energia** è stata fornita in un contesto di **mercato libero**. Il restante 10% delle forniture è stato per converso trasferito in regime di tutela[23].

In termini di segmentazione, Il mercato della vendita al dettaglio dell'energia elettrica in Italia è suddiviso principalmente in base alla tipologia di clientela. Nel suo complesso, il mercato domestico dell'energia elettrica conta 37.3 milioni di clienti, coincidenti con il numero di punti di prelievo, così segmentati in funzione della tipologia di clientela:

- **Clientela domestica:** include i consumatori finali residenziali, ossia famiglie che acquistano energia per usi abitativi. Questo segmento è stato quello che più radicalmente ha risentito degli effetti della liberalizzazione: nel 2023 circa l'84% dei clienti domestici ha attinto al mercato libero per la fornitura di energia elettrica, mentre solo il 16% è rimasto nel servizio di maggior tutela;
- **Clientela non domestica:** include attività commerciali, industriali, enti e pubbliche amministrazioni che abbisognano di energia, segmentati in funzione della tipologia di fornitura di cui hanno necessità. Questo segmento è diviso in clienti in **bassa tensione (BT)**, **media tensione (MT)** e **alta tensione (AT)**;
- **Mass Market:** combina clientela domestica e non domestica, in bassa tensione.

Il mercato della vendita al dettaglio ha visto un progressivo aumento della competizione a seguito del processo di liberalizzazione: nel 2023 gli operatori attivi nella vendita al dettaglio sono risultati 765, delle quali 707 operanti nel mercato libero[24]. Al netto delle società inattive e degli operatori attivi in differenti settori, **il totale delle imprese attive e che hanno operato nel mercato finale della vendita elettrica nel 2023 è risultato pari a 653**.

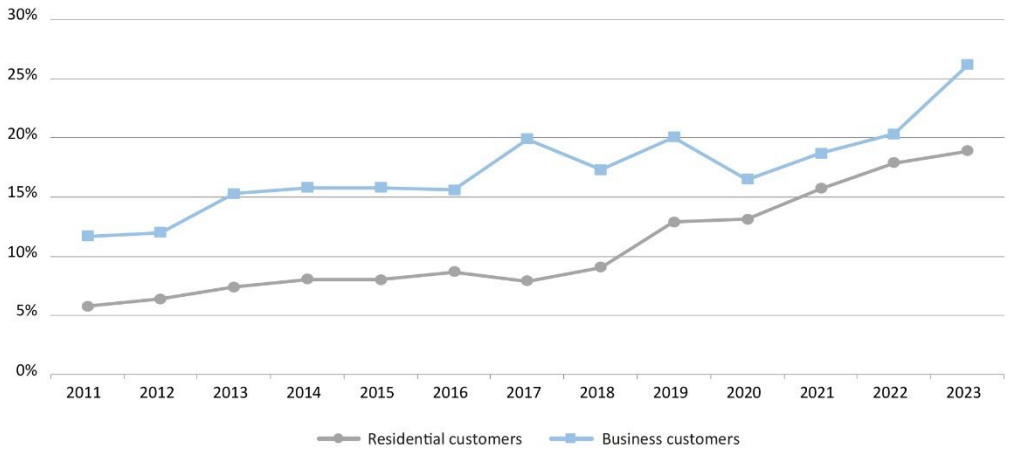
Il **gruppo Enel** rimane l'operatore dominante dell'intero mercato elettrico italiano con una quota del 33.8%, in contrazione rispetto al 36.3% del 2022. Seguono **A2A** (8.4%), **Hera** (5.9%), **Edison** (5.4%) e **Axpo Group** (5.0%).

È interessante notare **l'evoluzione storica** di tale dato riguardante la quota di mercato dell'*incumbent* per apprezzare l'effetto della liberalizzazione sul mercato finale della vendita di energia elettrica. Prendendo la quota di mercato di Enel misurata sulla base dei volumi di vendita nel 2007 (fonte: Arera), anno in cui si possono vedere i primi effetti tangibili del **mercato libero**, notiamo che il primo gruppo italiano deteneva il **77.9%** del mercato di maggior tutela e il **24.6%** del mercato libero. Facendo la media pesata otteniamo una **quota complessiva** di Enel pari a **35.9%** in linea con il dato del 2023.

A seguito della liberalizzazione, il tasso di *switching*[25] ha evidenziato un *trend* crescente[26]. Nel 2023, circa il **18.9% dei clienti domestici** ha cambiato fornitore, un incremento significativo rispetto agli anni precedenti. Lo stesso *trend* è visibile nel mercato **non domestico**, dove il tasso di *switching* ha raggiunto il **33.8%** nel 2023, segnalando un crescente dinamismo anche tra le utenze commerciali e industriali.

[23] i.e. maggio tutela, tutele graduali per piccole imprese e micro-imprese e salvaguardia
[24] Una cinquantina degli operatori rispondenti hanno dichiarato la loro inattività nel corso del 2023
[25] Il tasso di *switching* rappresenta la percentuale di consumatori che cambiano fornitore di energia elettrica in un determinato periodo
[26] L'aumento del tasso di switching è stato principalmente influenzato da due fattori:
- La liberalizzazione e l'abolizione del servizio di maggior tutela: La progressiva eliminazione del servizio di maggior tutela, prevista per i clienti domestici e non domestici, ha spinto una maggiore attenzione verso il mercato libero. Questo cambiamento ha alimentato la curiosità dei consumatori e la volontà di esplorare opzioni di mercato più competitive.
- Le fluttuazioni dei prezzi dell'energia elettrica: I recenti periodi di alta volatilità dei prezzi dell'energia, in particolare dopo la crisi energetica del 2022, hanno motivato molti consumatori a cercare fornitori che offrano prezzi più vantaggiosi. La discesa dei prezzi a partire dalla fine del 2022 ha ulteriormente accelerato questo fenomeno.

Italian Electricity Market: 2011-2023 Switching Rate (%)



Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Nonostante la quota dominante di Enel, il mercato della vendita rimane relativamente a **bassa concentrazione** come si evince dall' indice C3 (somma delle quote dei maggiori 3 operatori) pari al 48.2% (in linea con il 48.7% del 2022), e dall'indice HHI[27] sceso a 1.376 (sotto la prima soglia di attenzione di 1.500). Un valore di HHI compreso tra 1.500 e 2.500 indica infatti un mercato moderatamente concentrato, mentre un valore superiore a 2.500 ne indica uno fortemente concentrato (il valore massimo dell'indice è 10.000). Il numero di gruppi societari che occorrono per superare il 75% delle vendite complessive è salito da 10 a 11 nel 2023.

Analizzando i vari segmenti, la concentrazione nel **mercato domestico** rimane elevata con Enel che ha venduto nel 2023 il 55.6% dell'energia consumata dalle famiglie. L'indice C3 seppur marginalmente in calo rimane pari al 69.3%. L'HHI è passato da 3.623 a 3.258 indicando un'elevata concentrazione in questo segmento della vendita.

Un andamento simile della concentrazione (seppur meno esasperata) si registra nel ***mass market**:* il C3 nel 2023 si assesta al 53.9% (rispetto al 56.1% del 2022) e l'indice HHI a 1.899 (rispetto a 2.201 nel 2022). Enel mantiene una quota dominante pari al 41.6%.

Nel caso delle vendite a **clienti non domestici alimentati a bassa tensione**, invece, il livello di concentrazione appare molto più limitato sebbene Enel mantenga il 30.1% delle quote, l'indice HHI è passato da 1.347 nel 2022 a 1.127 nel 2023.

Il segmento della **media tensione** mostra un livello di concentrazione ulteriormente inferiore con la quota di Enel pari al 23.6% e un HHI pari a 921.

Le vendite ai clienti in **alta o altissima tensione** sono la sezione del mercato complessivo nel quale la predominanza del gruppo Enel è seguita più da vicino dal secondo venditore: qui la quota dell'*incumbent* è del 33.3% e la distanza con i gruppi successivi è relativamente modesta (Engie 16.8%, Edison 10.4%, Axpo Group 9.4% e A2A 9.1%). L'indice HHI segnala un aumento della concentrazione in controtendenza rispetto agli altri segmenti nel 2023 pari a 1.722 (rispetto a 1.568 nel 2022).

Il Mercato del Gas Naturale in Italia

Il mercato del gas naturale in Italia ha seguito un percorso di liberalizzazione speculare a quello dell'energia elettrica, funzionale a favorire maggior concorrenza, efficienza nonché sicurezza degli approvvigionamenti.

La filiera del gas si compone di più fasi, ciascuna affidata a operatori distinti per garantire la separazione verticale delle attività:

- **Produzione e approvvigionamento**
- **Trasporto**
- **Stoccaggio**
- **Distribuzione**
- **Vendita**

Anche questo caso, come per l'energia elettrica, il sistema è regolato da **ARERA**, mentre il trasporto è affidato principalmente a **Snam Rete Gas**, il gestore nazionale della rete. Grazie alla sua posizione geografica strategica e alla presenza di diversi punti di ingresso internazionali, l'Italia svolge anche un ruolo rilevante come *hub* di transito per il gas diretto verso l'Europa centrale e meridionale.

[27] L'indice di Herfindahl-Hirschman (o HHI) è una misura del livello di concentrazione di un mercato calcolato come la somma dei quadrati delle quote di tutti gli operatori di quel mercato

Produzione e Approvvigionamento di Gas Naturale

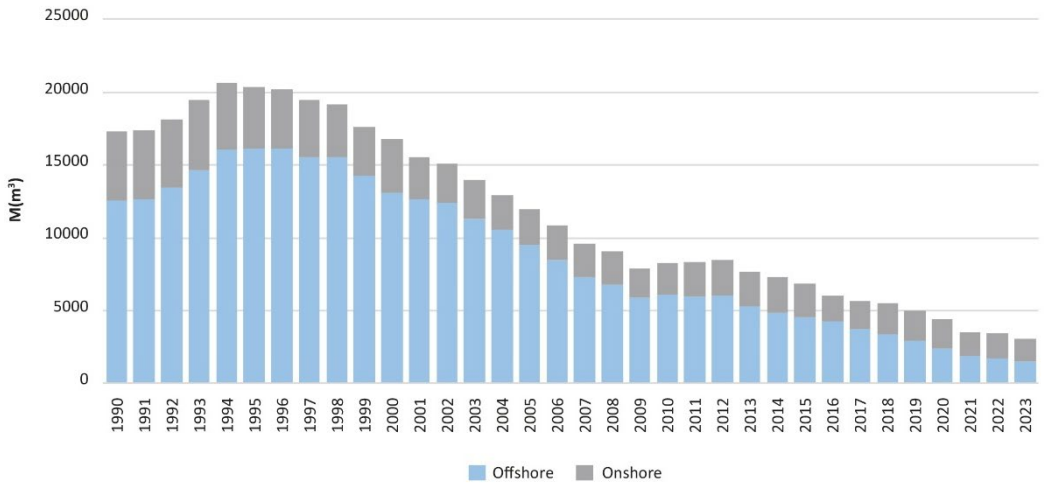
La produzione nazionale di gas naturale rappresenta oggi solo una quota marginale rispetto al fabbisogno complessivo del Paese. Nel 2023, l'Italia ha prodotto circa **3 miliardi di metri cubi**, in calo del 10.7% rispetto ai 3.4 miliardi dell'anno precedente. A fronte di un consumo interno superiore a **60 miliardi di metri cubi**, questo dato conferma l'elevata dipendenza dalle forniture estere.

Il calo produttivo ha interessato in particolare i giacimenti *offshore*[28], la cui estrazione è diminuita del 14.5% su base annua, mentre le coltivazioni su terraferma hanno registrato una flessione del 6.6%.

La produzione interna mostra un *trend* decrescente ormai consolidato: la media degli ultimi cinque anni si è mantenuta stabilmente sotto i **4 miliardi di metri cubi**, contro i **14.7 miliardi** degli anni '90 e i **9.8 miliardi** registrati in media nel primo decennio 2000. Questo rallentamento nei ritmi di estrazione ha avuto un effetto diretto sull'orizzonte temporale di esaurimento delle riserve certe, passato da poco più di 10 anni nel 2022 a quasi 15 anni nel 2023.

La quasi totalità del gas prodotto in Italia, ivi inclusa la quota di biometano, è nella disponibilità del gruppo Eni, cui si affiancano Royal Dutch Shell, Energean e un numero ridotto altri operatori con produzioni limitate. Il calo produttivo è stato particolarmente marcato per i grandi player, mentre tra i piccoli produttori non si sono osservate variazioni significative nei volumi rispetto all'anno precedente.

Italian Natural Gas Market: Domestic Production



Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Quanto all'approvvigionamento estero, l'Italia ha importato nel 2023 circa **61.8 miliardi di metri cubi** di gas naturale, in calo del **14.8%** rispetto all'anno precedente. Le principali rotte di ingresso sono rimaste quelle storiche:

- **Algeria**, tramite il gasdotto Transmed
- **Azerbaijan**, tramite il gasdotto TAP
- **Russia**, con volumi drasticamente ridotti
- **Norvegia** e **Qatar**, attraverso navi metaniere via terminali GNL

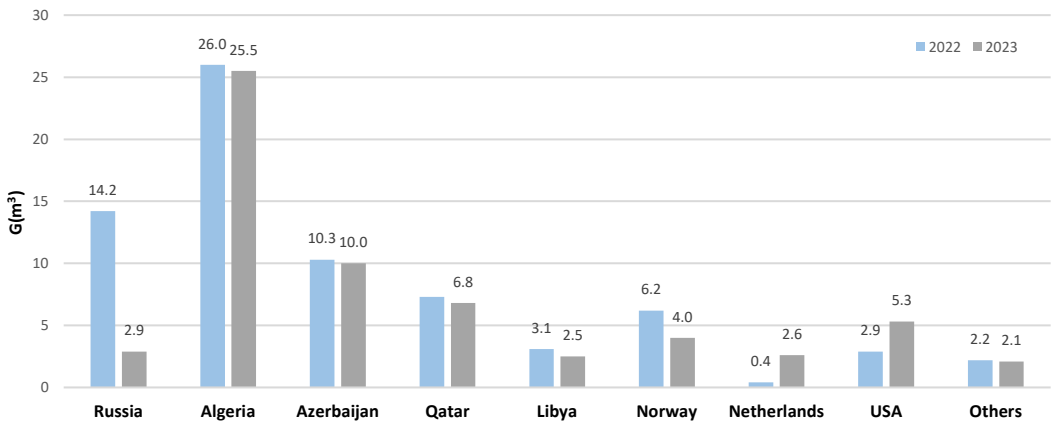
Negli ultimi due anni, il sistema gas italiano ha attraversato una profonda trasformazione, accelerata dallo **stop progressivo alle forniture dalla Russia** a seguito del conflitto in Ucraina e delle sanzioni imposte dall'Unione Europea. Nel 2021, il gas russo copriva circa il **40% del fabbisogno nazionale**. Nel 2023, questa quota si è ridotta a meno del **5%**, segnando un cambiamento storico nella mappa degli approvvigionamenti.

La sostituzione di tali volumi è avvenuta principalmente in due modi: **incrementando i flussi via tubo** dagli altri paesi collegati con l'Italia, in particolare **Algeria** e **Azerbaijan e aumentando le importazioni di gas naturale liquefatto (GNL)**, che in due anni sono cresciute di quasi il **70%.**

Questo processo ha reso ancor più centrale il ruolo dei **terminali di rigassificazione**, impianti costieri dove il GNL viene trasformato in gas pronto per la rete, la cui capacità è stata potenziata per accogliere carichi crescenti da mercati globali.

[28] I giacimenti *offshore* sono riserve di gas naturale (o petrolio) situate sotto il fondale marino, cioè al largo delle coste.

Italian Natural Gas Market: 2022-2023 Import by Country (G smc)



Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Dal punto di vista degli operatori, le importazioni rimangono concentrate nelle mani dei grandi gruppi industriali. Nel 2023, i **primi tre importatori** (tra cui Eni, Edison e Azerbaijan Gas Supply Company) hanno coperto insieme quasi il **64% del gas approvvigionato dall'estero**, pur in calo rispetto al **70%** dell'anno precedente.

Eni mantiene la leadership, con circa **un terzo del volume totale** importato, sebbene la sua quota sia scesa dal **41.9% al 32.3%**. Per gli operatori minori, la principale fonte di approvvigionamento resta invece il **mercato nazionale**, tramite acquisti sul PSV, il mercato all'ingrosso dove si scambia gas già presente nel sistema italiano, o contratti con fornitori locali.

Di seguito una rappresentazione dei primi dieci importatori di gas in Italia nel 2023.

Italian Natural Gas Market: Import by Company (G smc)

	COMPANY NAME	QUANTITY	SHARE
	Eni	18.660	32.3%
	Edison	9.999	17.3%
	Azerbaijan Gas Supply Company Limited	8.138	14.1%
	Shell Energy Europe	4.665	8.1%
	Enel Global Trading	4.243	7.4%
	Gunvor International	2.956	5.1%
	Vitol	2.219	3.8%
	Exxonmobil Gas Marketing Europe	1.613	2.8%
	Bp Gas Marketing	1.030	1.8%
	Axpo Solutions	953	1.7%

Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Trasporto e Stoccaggio di Gas Naturale

Il trasporto del gas naturale avviene attraverso una rete ad alta pressione che collega i punti di ingresso (gasdotti dall'estero, terminali GNL) con i centri di consumo distribuiti sul territorio nazionale. In Italia, questa funzione è gestita in via quasi esclusiva[29] da **Snam Rete Gas**, il **gestore della rete nazionale di trasporto**.

L'infrastruttura è costituita da oltre **32,000 km di gasdotti**, che si estendono lungo tutta la penisola e garantiscono l'interconnessione con i paesi confinanti. La rete si articola in una **rete primaria**, che collega i punti di entrata e uscita principali, e una **rete secondaria**, destinata a servire le aree locali e gli impianti di distribuzione.

Il gas immesso nella rete nazionale transita attraverso una serie di **punti di entrata**, che rappresentano i nodi fisici in cui viene connesso il sistema italiano con le fonti di approvvigionamento. Questi punti possono

[29] Nel 2023 il sistema italiano di trasporto gas conta otto operatori: tre attivi sulla rete nazionale (tra cui Snam Rete Gas, principale gestore) e cinque limitati alla rete regionale. Le altre due società presenti sulla rete nazionale gestiscono solo tratti minori: Società Gasdotti Italia e Infrastrutture Trasporto Gas (quest'ultima sempre riconducibile al gruppo Snam).

corrispondere a **gasdotti internazionali** (come il TAP o il Transmed), a **terminali di rigassificazione** o ai **siti di produzione nazionale**.

Per utilizzare la rete di trasporto, gli operatori devono prenotare in anticipo la **capacità di transito**, attraverso un meccanismo noto come **conferimento di capacità**. Questa operazione, regolata da Snam, consente agli utenti del sistema di assicurarsi lo spazio necessario per far transitare il proprio gas dal punto di ingresso fino al punto di riconsegna.

I conferimenti possono avere **diversa durata**:

- **pluriennali**, generalmente scelti dai grandi importatori, garantiscono disponibilità stabile nel tempo;
- **annuali o mensili**, più flessibili, utilizzati tipicamente da operatori minori o attivi sul mercato spot.

Snam si occupa anche delle attività di **bilanciamento del sistema**, assicurando che i flussi di gas siano sempre coerenti con la domanda, in tempo reale. La capacità di trasporto è allocata tramite aste e contratti, e l'accesso è regolato da ARERA secondo il principio del terzo accesso regolato.

Il contesto di progressiva riduzione dei consumi di gas naturale si riflette anche nei dati operativi del trasporto: nel 2023 i volumi complessivamente riconsegnati sulla rete sono scesi a **81.1 miliardi di metri cubi**, con un calo dell'11.8% rispetto all'anno precedente, che aveva già registrato una flessione del 3.6%. In parallelo, si è osservata una leggera contrazione anche nel numero dei punti di riconsegna (PDR), diminuiti di 194 unità, per un totale di 7,343 (-2.6%).

Negli ultimi anni, la rete italiana di trasporto del gas è stata oggetto di importanti investimenti mirati a rafforzarne il ruolo strategico nel contesto energetico europeo. Questi interventi hanno avuto tre obiettivi principali: **i) migliorare l'interconnessione internazionale**, attraverso infrastrutture come il gasdotto TAP (che collega l'Azerbaijan all'Europa passando per l'Italia), il Transmed (da Algeria via Tunisia) e il TAG (Trans Austria Gasleitung); **ii) aumentare la flessibilità e la resilienza del sistema**, per gestire con maggiore efficienza picchi di domanda e variazioni nei flussi; e infine **iii) preparare la rete al trasporto di combustibili a basse emissioni**, come il biometano e, in prospettiva, l'idrogeno verde.

Lo stoccaggio del gas naturale rappresenta una componente strategica del sistema energetico italiano, **essenziale per garantire la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti**. Il gas viene accumulato durante i mesi estivi, quando la domanda è bassa, e successivamente rilasciato nel periodo invernale, a copertura dei picchi di consumo.

In Italia, lo stoccaggio avviene quasi esclusivamente all'interno di **giacimenti di gas esauriti**, appositamente riconvertiti per questa funzione. Si distinguono due tipologie principali:

- lo **stoccaggio commerciale**, utilizzato dagli operatori per finalità di mercato e copertura contrattuale;
- lo **stoccaggio strategico**[30], una riserva obbligatoria gestita sotto controllo pubblico, pensata per far fronte a situazioni di emergenza o interruzioni delle forniture.

Le concessioni in Italia sono 15: **Stogit** (Gruppo Snam) ne gestisce dieci, confermandosi il principale operatore del settore; le restanti cinque sono assegnate a **Edison Stoccaggio** (tre concessioni), **Ital Gas Storage** e **Thaleia** (una ciascuna).

La **capacità complessiva di stoccaggio** disponibile nel Paese ha raggiunto nel 2023 circa **18 miliardi di metri cubi**, una delle più alte in Europa. Il livello di riempimento degli stoccaggi viene costantemente monitorato, soprattutto in scenari geopoliticamente instabili, come evidenziato dalla crisi energetica conseguente alla guerra in Ucraina.

Nel corso dell'anno termico 2023-2024, la capacità di stoccaggio è stata assegnata con contratti di durata almeno annuale a **71 operatori**. Questo dato riflette un mercato ancora concentrato, dove solo i soggetti più strutturati – in grado di pianificare su orizzonti temporali lunghi – accedono direttamente al sistema di stoccaggio, mentre altri si riforniscono attraverso contratti sul mercato nazionale o da fornitori terzi.

La capacità di stoccaggio si articola in diverse **modalità di servizio**, ciascuna con una specifica funzione operativa:

- la **modulazione di punta**, usata per coprire i picchi stagionali della domanda;
- la **modulazione uniforme**, adatta a prelievi più regolari e costanti nel tempo;
- i **servizi di flessibilità**, che permettono aggiustamenti dinamici in base a variazioni inattese nei consumi o nei prezzi;
- il **servizio di bilanciamento**, utilizzato dal gestore della rete per mantenere stabile il sistema;
- e infine una quota minima detta **stoccaggio minerario**, necessaria a preservare la pressione e la funzionalità fisica dei giacimenti.

[30] L'ampiezza dello stoccaggio strategico, i cui costi vengono suddivisi tra i produttori e gli importatori di gas, e stabilita dal Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica (MASE). L'assetto normativo relativo ai servizi di stoccaggio e stato definito nel marzo 2024, con l'emanazione, da parte del MASE del consueto decreto in materia (decreto 28 marzo 2024).

Distribuzione di Gas Naturale

La distribuzione del gas naturale è il segmento della filiera che si occupa del trasporto del gas a media e bassa pressione fino ai punti di consegna finali, cioè le utenze domestiche, commerciali e industriali.

È quindi la fase che permette il passaggio dal sistema di trasporto nazionale, gestito ad alta pressione, a una rete locale capillare che serve i consumatori finali.

Il gas viene progressivamente decompresso tramite appositi impianti, fino a raggiungere la pressione compatibile con l'uso domestico o industriale.

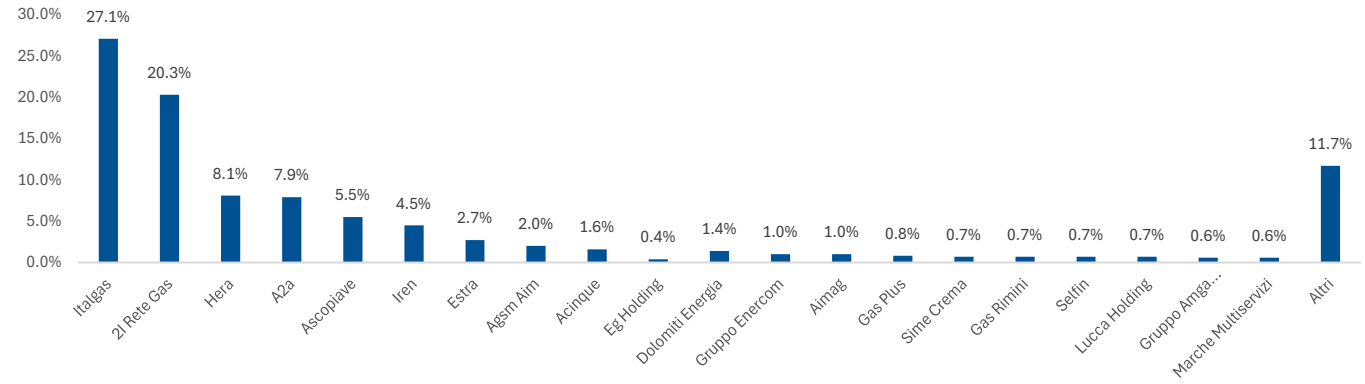
A differenza del trasporto, che è centralizzato, la distribuzione è **organizzata su base locale** e **affidata in concessione pubblica**. Ogni zona è servita da un unico operatore selezionato tramite gara, secondo una logica di ambiti territoriali. Nel 2023, il servizio è stato gestito attraverso **6,578 concessioni distribuite in 7,359 comuni**, a conferma della struttura estremamente articolata del sistema.

Al 2023, il settore contava circa **190 operatori attivi**, ma è fortemente concentrato:

- **Italgas** è il principale operatore, con oltre un terzo dei clienti serviti e una rete di oltre 70.000 km;
- seguono **2i Rete Gas**, **Hera**, **A2A**, **Iren** e altri distributori locali.

Concentrazione che è andata progressivamente aumentando. Sebbene il numero di imprese con più di 100,000 clienti sia diminuito nell'ultimo decennio (da 33 a 28 unità), la loro incidenza sui volumi distribuiti è rimasta stabile fino al 2018, attestandosi attorno all'82%, per poi salire al 85% nel 2021. Le medie imprese (cioè, quelle con un numero di clienti intermedio) hanno mantenuto una presenza costante, rappresentando circa il 6% dei volumi distribuiti. Al contrario, le piccole e piccolissime imprese hanno visto ridursi sia la loro numerosità (passate da 175 a 138 aziende), sia la quota di gas distribuito, scesa dall'11% all'8.9%.

Italian Natural Gas Market: Major Players Market Share (%)



Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Nel 2023, i distributori hanno erogato complessivamente **25.6 miliardi di metri cubi di gas naturale**, in calo di circa **2.7 miliardi** rispetto all'anno precedente. I **clienti serviti** sono stati circa **21.9 milioni**, individuati tramite i gruppi di misura attivi. Questi dati confermano un *trend* di **contrazione della domanda**, con volumi distribuiti tornati ai livelli della metà degli anni '90.

Dal punto di vista territoriale, la distribuzione del gas riflette in modo netto la struttura socioeconomica del Paese:

- Il **Nord Italia** assorbe il 69.8% dei volumi, con 12.2 milioni di clienti (55.7% del totale nazionale);
- Il **Centro Italia** segue con il 19.8% del gas distribuito e 5.4 milioni di utenti (24.8%);
- Il **Sud e le Isole** rappresentano il 10.4% dei volumi e 4.3 milioni di clienti (19.5%).

La forte prevalenza del Nord è legata alla maggiore densità abitativa e industriale, ma anche alla maggiore estensione e capillarità della rete.

Negli ultimi anni, il settore ha avviato un percorso di **modernizzazione tecnologica**, anche grazie alla regolazione incentivante promossa da ARERA. L'elemento più visibile di questa trasformazione è la **sostituzione dei vecchi contatori meccanici** con i nuovi ***smart meter gas***, dispositivi digitali in grado di misurare i consumi in modo preciso, trasmettere i dati da remoto e abilitare servizi avanzati per l'utente. Questo processo ha l'obiettivo di migliorare la **qualità del servizio** (es. letture reali e più frequenti), favorire la **trasparenza e il controllo dei consumi da parte dei clienti,** semplificare l'attività commerciale (attivazioni, subentri, disattivazioni). Al contempo, l'uso di strumenti di **monitoraggio e diagnostica digitale** sulle reti ha permesso ai distributori di migliorare la sicurezza, individuare tempestivamente perdite e ottimizzare gli interventi di manutenzione.

Sebbene il distributore **non sia il venditore del gas**, è comunque un soggetto centrale nella gestione tecnica del punto di fornitura. È infatti responsabile di: **installazione, lettura e manutenzione dei contatori, g**estione delle **interruzioni o emergenze e** verifica di allacciamenti e modifiche impiantistiche. Il cliente finale ha dunque rapporti diretti con il distributore **solo per aspetti tecnici**, mentre la gestione contrattuale ed economica avviene tramite il fornitore scelto sul mercato.

Mercato all'Ingrosso

Il **mercato all'ingrosso del gas naturale** in Italia è il principale canale per la compravendita di gas naturale attraverso il quale avvengono le transazioni tra operatori, grossisti, produttori e rivenditori. Questo mercato è caratterizzato dalla **presenza di due piattaforme principali** e diversi **meccanismi di determinazione dei prezzi**, tra cui il **PSV (Punto di Scambio Virtuale)** gestita da **Snam** e la **Borsa del Gas** gestita dal **Gestore dei Mercati Energetici (GME)**.

Nel dettaglio:

- Il **Punto di Scambio Virtuale (PSV)** è il principale hub di mercato per lo scambio di gas naturale in Italia. Si tratta di un punto virtuale, ossia non corrisponde a un'infrastruttura fisica, ma è un'area del sistema di trasporto del gas dove avvengono gli scambi tra acquirenti e venditori. Il PSV rappresenta il mercato dove il gas è comprato e venduto in base all'offerta e alla domanda. Questo hub è interconnesso con altri mercati internazionali del gas, come quelli in Francia e in Austria, permettendo quindi la commercializzazione transfrontaliera. Il **prezzo del gas nel PSV** è determinato da una serie di fattori, tra cui l'andamento della domanda di gas nel paese, i flussi provenienti dall'estero, e l'offerta locale. La negoziazione nel PSV avviene principalmente attraverso **contratti di corto** e **medio termine**, ma si possono anche fare **scambi *spot***.
- La **Borsa del Gas**, gestita dal **Gestore dei Mercati Energetici (GME)**, è una delle piattaforme principali in cui si negozia il gas naturale in Italia. Il GME, lo stesso organismo che gestisce anche il mercato dell'energia elettrica, ha la responsabilità di **organizzare e gestire** diversi mercati per il gas, facilitando così le transazioni tra operatori di mercato e garantendo la trasparenza delle operazioni. Il GME gestisce vari segmenti di mercato tra cui: (i) il **Mercato a Pronti** (spot), dove si contrattano i contratti per la fornitura immediata del gas. (ii) il **Mercato a Termine**, dove si scambiano contratti di gas con consegne future (mensili, trimestrali, annuali).

Inoltre, il GME facilita la negoziazione di gas destinato alla fornitura di **servizi di bilanciamento** e **gestione dei flussi** in tempo reale, attraverso il **mercato dei servizi di dispacciamento**.

Segmentazione e competizione

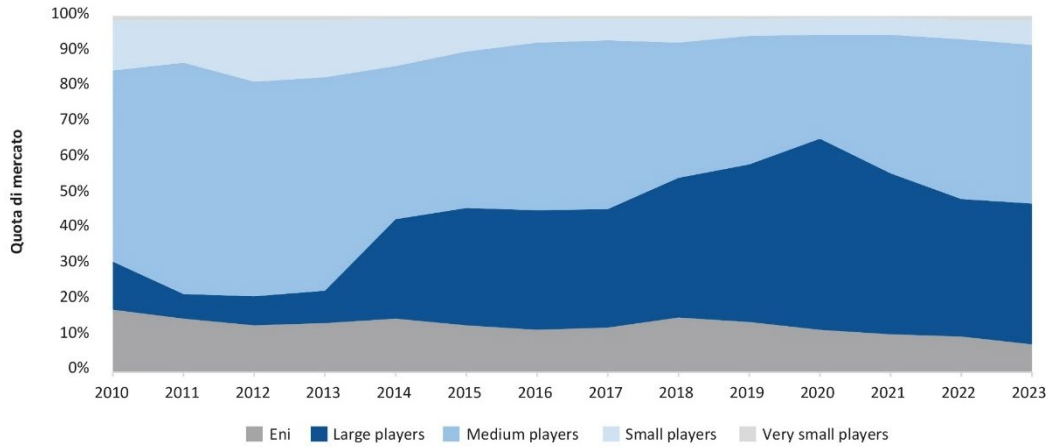
Il mercato all'ingrosso del gas in Italia è un settore chiave per la distribuzione e la rivendita del gas tra diversi operatori. In termini di **volumi commercializzati** nel mercato della vendita (i.e. mercato all'ingrosso e mercato finale), **il mercato all'ingrosso è prevalente**. Tradotto in numeri, dei 253.6 $G(m)^3$ di gas commercializzato nel 2023, il solo mercato all'ingrosso ha movimentato 210.7 $G(m)^3$ di gas che sono stati forniti per il 57.3% da **grossisti puri** e per il restante 42.7% da **operatori misti**.

Questo mercato si distingue principalmente per la **segmentazione dei venditori** in base al **volume di gas trattato**, che può variare notevolmente da grossisti di grandi dimensioni a piccoli e piccolissimi operatori.

In dettaglio, volendo clusterizzare le differenti taglie degli operatori:

- **Eni** è il principale attore, controllando una quota significativa del mercato. Nel 2023, Eni ha venduto circa il **7.8%** del gas all'ingrosso, con una riduzione rispetto agli anni precedenti (10% nel 2022).
- **Grandi Venditori (esclusa Eni)**: questo gruppo include operatori con vendite superiori a 10 $G(m^3)$ di gas all'anno. Nel 2023, erano presenti 6 grandi operatori, tra cui **Edison**, **Engie**, e **Shell Energy Europe**. Complessivamente, i grandi venditori hanno rappresentato il **39.6%** del gas venduto all'ingrosso nel 2023.
- **Venditori Medi**: operatori con vendite comprese tra 1 e 10 $G(m^3)$. Questo gruppo ha rappresentato il **44.8%** del mercato all'ingrosso nel 2023, una stabilità che si è mantenuta anche rispetto all'anno precedente. Tra questi, Vattenfall è uno degli esempi più rilevanti entrati nel segmento nel 2023.
- **Venditori Piccoli**: comprendono operatori con vendite tra 0.1 e 1 $G(m^3)$. Sebbene più piccoli rispetto ai medi, questi venditori continuano a giocare un ruolo significativo nel mercato, rappresentando circa il **6.9%** del volume venduto all'ingrosso nel 2023.
- **Piccolissimi Venditori**: questo gruppo comprende gli operatori con vendite inferiori a 0.1 $G(m^3)$. Il numero di piccolissimi è aumentato notevolmente nel 2023, con una crescita di **46 nuove unità**, raggiungendo un totale di **207 operatori** (su 303 operatori per l'intero mercato all'ingrosso).

Italian Natural Gas Market: 2010-2023 Market Share Evolution by Cluster



Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Come si evince dal grafico di Arera, dal 2014 al 2020 la fetta di mercato detenuta dai grandi venditori è andata allargandosi sempre più a discapito dei venditori di tutte le altre classi. Dal 2022 la porzione di mercato servita dai venditori di media dimensione è diventata la più elevata (45% del mercato), e il 2023 ha confermato tale tendenza.

Mercato Finale al Dettaglio

Il **mercato finale della vendita del gas naturale** in Italia è il segmento in cui i fornitori vendono il gas naturale ai consumatori finali, che includono sia i **clienti domestici** che i **clienti non domestici** (come aziende e attività commerciali). Questo mercato è stato fortemente influenzato dalla **liberalizzazione** del settore energetico, che ha portato alla **scomparsa del servizio di maggior tutela** per i consumatori domestici e alla crescente apertura del mercato alla concorrenza.

Nel 2023, circa **l'80%** dei consumatori domestici aveva già scelto il mercato libero per la fornitura di gas, mentre una piccola parte è rimasta ancora nel servizio di maggior tutela, che è previsto essere progressivamente eliminato. Per i clienti non domestici, il passaggio al mercato libero è stato quasi completo, con una crescita nelle **quote di mercato** dei fornitori alternativi.

In termini di segmentazione, oltre che per **tipologia di clienti** serviti (domestici/non domestici), il mercato finale della vendita può essere diviso in segmenti in base al **volume di gas venduto**. In modo simile a quanto visto per il mercato all'ingrosso possiamo diversificare gli operatori nelle seguenti classi:

- **Grandi Venditori**: questi operatori vendono una grande quantità di gas (superiore a 1,000 milioni di metri cubi) e rappresentano la fetta dominante di mercato per volume venduto. Infatti, sebbene rappresentata da soli 17 operatori (su 481 totali), questa classe nel 2023 ha venduto 30.7Gm³ di gas pari al 71.7% del totale. Tra i principali troviamo **Eni**, **Edison**, e **Shell**, che sono i *leader* del settore;
- **Venditori Medi:** comprendono operatori che vendono un volume di gas compreso tra 100 e 1.000 milioni di metri cubi all'anno. Questi venditori occupano la seconda quota di mercato per volume venduto (20% nel 2023) seppur rimanendo molto distanti dalla classe dei grandi venditori;
- **Venditori Piccoli:** questa classe raggruppa gli operatori con un volume venduto compreso tra 10 e 100 milioni di metri cubi all'anno rappresentante circa del 6.9% delle quote;
- **Venditori Piccolissimi:** questi operatori vendono meno di 1 Mm³ all'anno. Sebbene sia la classe più piccola in termini di quote di mercato, il numero di venditori piccolissimi è aumentato notevolmente negli ultimi anni, con un'espansione delle opportunità nel mercato libero per piccole imprese e clienti domestici.

Italian Natural Gas Market: 2019-2023 Key Market KPIs by Cluster

CLUSTER	SALES	2019	2020	2021	2022	2023
NUMBER		449	472	489	515	481
Large players	>1000 M(m)^3	26	25	22	21	17
Medium players	100-1000 M(m)^3	44	44	38	36	36
Small players	10-100 M(m)^3	140	141	151	127	121
Very small players	<10 M(m)^3	239	262	278	331	307
SALES VOLUME Gm^3		58.0	55.3	57.4	50.9	42.8
Large players	>1000 M(m)^3	42.7	40.7	42.2	37.6	30.7
Medium players	100-1000 M(m)^3	10.5	10.2	9.9	8.9	8.6
Small players	10-100 M(m)^3	4.4	4.0	4.7	3.7	2.9
Very small players	<10 M(m)^3	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6
AVG UNIT VOLUME Mm3		129	117	117	99	89
Large players	>1000 M(m)^3	1641	1627	1920	1790	1804
Medium players	100-1000 M(m)^3	238	231	261	248	240
Small players	10-100 M(m)^3	31	28	31	29	24
Very small players	<10 M(m)^3	2	2	2	2	2

Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Prezzi e competizione nel mercato finale della vendita del gas

Nel 2023 il **prezzo al netto delle imposte mediamente praticato ai clienti finali** da tutte le imprese operanti nel mercato retail è risultato pari a 77.29 c€/m^3, circa 34 centesimi più basso (-30.5%) rispetto al 2022. Al solito, tale prezzo è superiore a quello offerto al mercato finale dai grossisti pari a 70.82 c€/m^3. La ragione del **differenziale positivo** risiede principalmente nel tipo di clientela servita e nelle sue caratteristiche. Le imprese che operano nel mercato finale si rivolgono per lo più ai clienti domestici che sono allacciati alle reti di distribuzione caratterizzati da consumi poco elevati.

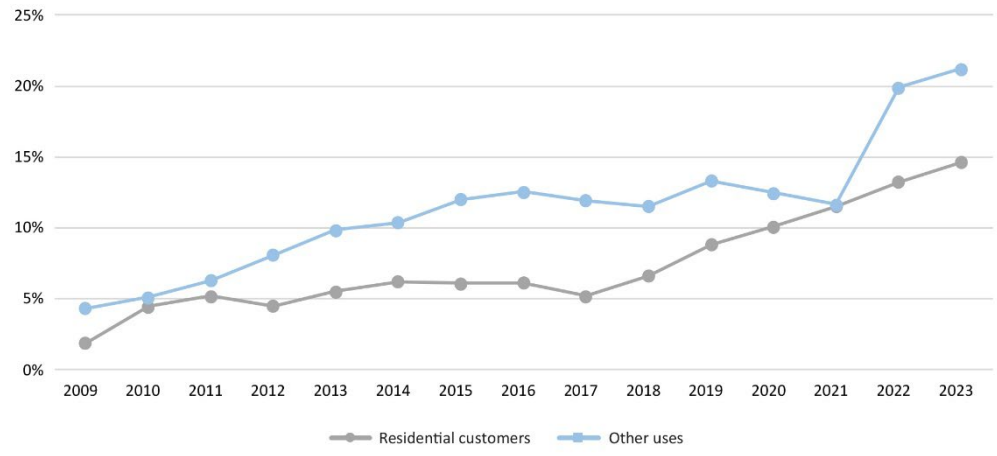
Viceversa, la clientela servita dai grossisti è prevalentemente quella dei grandi consumatori, specie industriali, che grazie agli alti livelli di consumo è sicuramente in grado di spuntare prezzi più favorevoli e che, inoltre, è spesso allacciata direttamente alla rete di trasporto e dunque non paga il costo della distribuzione.

In termini di competizione, gli **operatori principali** nel segmento della vendita nel mercato finale con rispettive quote aggiornate al 2023 sono: **Edison** (14.3%), **Enel** (13.9%), **Eni** (13.7%), **A2A** (6.8%) e **Hera** (6.2%). È importante osservare che la posizione relativa dei primi 5 operatori ha subito diverse variazioni rispetto al 2022 con Eni che occupava allora la prima posizione. Il dinamismo nelle quote tra i principali operatori, l'accorciamento nella distanza tra i primi gruppi, oltre che il **basso indice di concentrazione** (C3 pari a 41.9, HHI pari a 769) sono caratteristici di **un mercato con basse barriere all'ingresso** ed un **elevato livello di competizione** basato soprattutto sul **prezzo**.

Caratteristiche simili al mercato finale dell'energia elettrica anche se nel caso del gas queste presentano una rilevanza ancor più amplificata.

In modo simile, l'analisi del **tasso di switching** dei clienti domestici e degli "altri usi" mostra un *trend* in sintonia con la controparte per l'energia elettrica come si evince dal grafico preso dal report Arera.

Italian Natural Gas Market: 2009-2023 Switching Rate



Source: ARERA, Stato dei Servizi 2023

Lo *switching* dei consumatori domestici nel 2023 si è ampliato di oltre un punto percentuale, proseguendo la tendenza vista negli anni passati. 2.5 milioni di clienti, corrispondenti a una quota del 14.6% (pari a una porzione dei volumi del 20.9%), risultano aver effettuato almeno un cambio di fornitore nel 2023.

Business Model

Grazie ad un estensivo percorso di sviluppo e capitalizzando l'esperienza maturata nel settore con la qualifica di operatore *EPC*, il *management* di **Ecosuntek** è stato in grado di porre solide basi affinché la Società possa giocare un ruolo da **attore protagonista nella filiera energetica italiana**, creando un **primario operatore integrato verticalmente**.

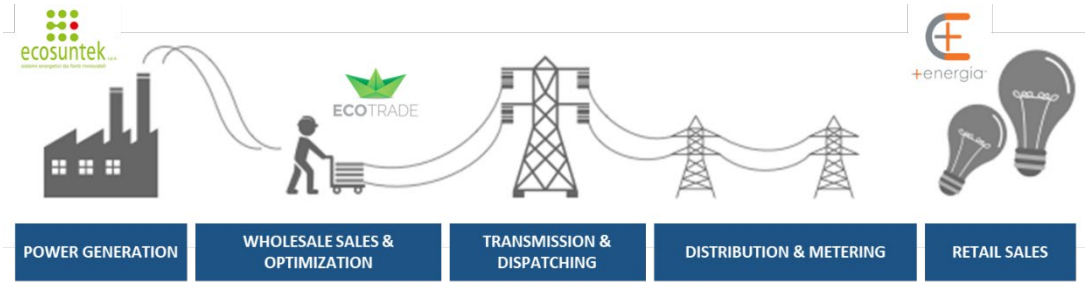
Un percorso evolutivo dal quale emergono alcuni tratti distintivi e caratterizzanti il DNA aziendale, ossia:

- **vocazione alla sostenibilità,** trasversale al gruppo, incentrata su fonti rinnovabili e fotovoltaico in particolare, cui si affiancano ulteriori iniziative imprenditoriali fuori perimetro del fondatore, quali il birrificio Flea, il frantoio Minelli e la produzione di prodotti cosmetici ad impronta *green*;
- ***commitment* a crescita e sviluppo**, come testimoniato prima dall'ampliamento della base installata fotovoltaica, poi dall'ingresso nel mercato all'ingrosso e da ultimo, grazie all'acquisizione di +Energia, nel mercato energetico al dettaglio. Un percorso di crescita che è ben lungi dall'essere arrivato a conclusione, come testimoniato (i) dalla *JV* con Deaway e dalla *pipeline* di nuovi sviluppi fotovoltaici che la Società sta coltivando nonché (ii) dalle ambizioni di crescita della neo-acquisita +Energia e (iii) dalle nuove iniziative sviluppate sul fronte *BESS* di taglia industriale;
- **dinamicità e rapidità d'azione**, favorita da un'età media dell'organizzazione, pari a 43 anni;
- **forte legame con il territorio**, testimoniato da un impegno costante in iniziative sociali e solidali che spaziano dalla donazione di una biblioteca al reparto di oncoematologia dell'Ospedale di Perugia, alla realizzazione di un'aula multimediale presso l'Istituto Bambin Gesù di Gualdo Tadino. Durante l'emergenza Covid-19, Ecosuntek ha fornito saturimetri alla Protezione Civile umbra e promuove la cultura ambientale nelle scuole locali attraverso la distribuzione di libri dedicati alla sostenibilità.

Grazie al suo modello di *business* integrato, **Ecosuntek** opera (i) ***upstream***, grazie ad un portafoglio di impianti proprietari di generazione fotovoltaica, (ii) ***midstream***, compravendendo all'ingrosso energia elettrica e del gas naturale e (iii) ***downstream***, ossia vendendo al dettaglio, ossia ai clienti finali, sia energia elettrica che gas naturale. Alle attività di matrice industriale, la Società ha affiancato un'attività di *energy asset management*, con un *trading desk* dedicato, che opera nell'ottimizzazione e bilanciamento di significativi portafogli commerciali energetici nonché nella compravendita di certificati CO_2.

Un'integrazione verticale sinergica che consente alla Società di poter valorizzare i propri *assets* produttivi, grazie alle attività di bilanciamento e ottimizzazione performate da Eco Trade, di recitare un ruolo da primario attore nel comparto della distribuzione all'ingrosso, potendo far leva sia sulla capacità di generazione propria che su contratti a lungo termine con parti terze vicine alla Società, nonché di poter offrire a +Energia supporto al suo percorso di crescita. Il tutto, mitigando il potenziale rischio di rimodulazione delle redditività nei diversi comparti della filiera energetica.

Ecosuntek: Vertically Integrated Business Model



Source: Company data

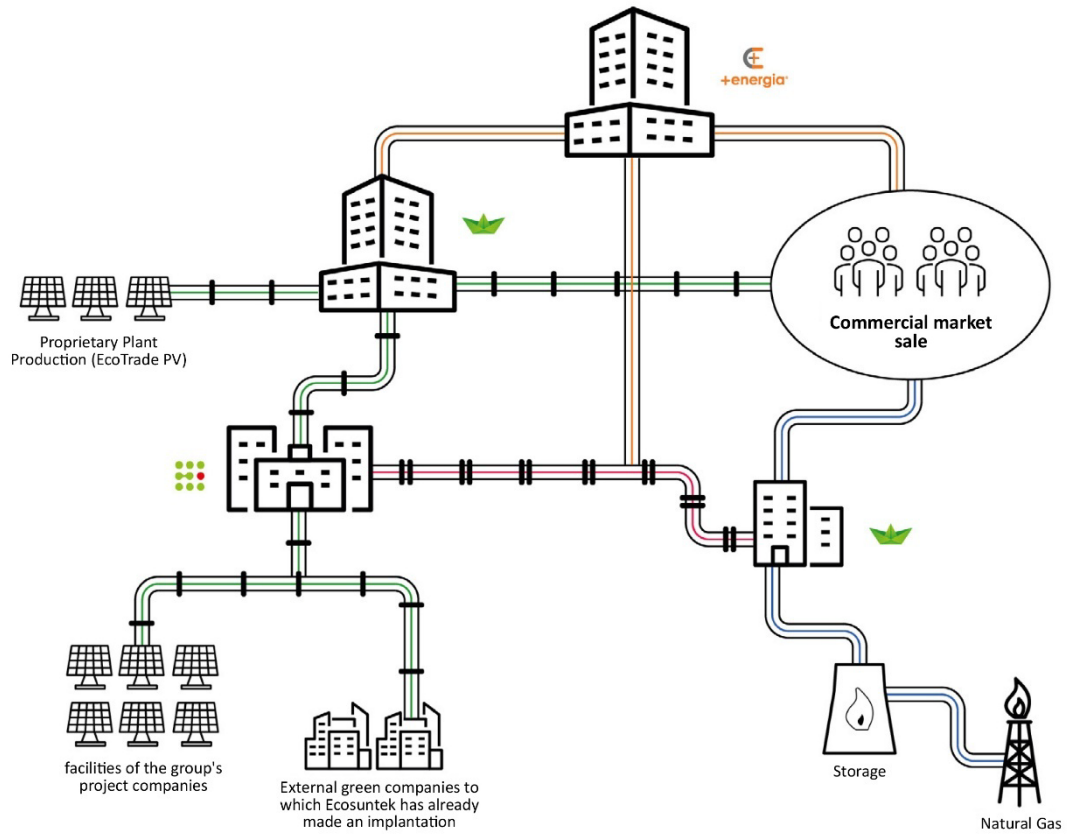
La Società si articola in tre aree di *business*: **Generazione di energia elettrica**, **Distribuzione all'Ingrosso** e **Distribuzione al Dettaglio**. Ciascuna area di *business* contribuisce al consolidato attraverso veicoli societari creati appositamente con uno specifico obiettivo: *SPV* sul versante della generazione, ciascuno dei quali responsabile della gestione del singolo impianto fotovoltaico, le controllate Eco Trade ed Eco Sviluppo cui è demandata l'attività all'ingrosso, ivi inclusa la vendita a resellers, nonché lo sviluppo delle attività di *energy asset management* ed infine +Energia, focalizzata sulla distribuzione al dettaglio.

Volendo riassumere sinteticamente i flussi operativi che caratterizzano il modello di *business* integrato di Ecosuntek lungo la filiera energetica, abbiamo cercato di rappresentarne le fasi principali:

- Tutta l'energia elettrica prodotta dagli impianti fotovoltaici proprietari è ceduta dalle singole *SPV* alla capogruppo Ecosuntek;
- Ecosuntek acquista l'energia prodotta dagli impianti proprietari, da società correlate, nonché sul mercato libero e *OtC*, da soggetti terzi al gruppo, con i quali in molti casi i rapporti sono consolidati e risalenti nel tempo;

- L'energia elettrica acquistata da Ecosuntek viene ceduta alla controllata Ecotrade, la quale, a sua volta, dispone di un impianto fotovoltaico proprietario di potenza prossima a 1 MWp ed è attiva nell'acquisto di energia elettrica e gas naturale[31] sul mercato libero ovvero *OtC*;
- L'energia elettrica acquisita da Eco Trade viene infine distribuita all'ingrosso, a resellers inclusi, con ciò includendo anche l'attività di distribuzione intragruppo verso la controllata +Energia;
- Eco Trade opera per ottimizzare e bilanciare il portafoglio energetico acquisito, e così facendo valorizzando gli *assets* proprietari di generazione che, in caso contrario, avrebbero sofferto le inefficienze causate da inevitabili sbilanciamenti.

Ecosuntek: Simplicistic Group Organizational Flow



Source: Company data

Sul versante del gas naturale, Eco Sviluppo, controllata da Eco Trade che ne detiene il 100% del capitale sociale:

- acquista gas naturale sul mercato libero e provvede al suo stoccaggio;
- svolge un'attività di ottimizzazione dei propri *assets* e partecipa ad attività di *market maker* e *liquidity provider*;
- rivende all'ingrosso il gas naturale acquistato e stoccato a primarie società del settore, tra le quali la controllata +Energia;

Infine, per il tramite della controllata +Energia, energia elettrica e gas naturale vengono venduti agli utenti finali.

Upstream

Più in dettaglio, l'area di *business* di **Generazione di Energia Elettrica** rappresenta il pilastro storico del gruppo Ecosuntek: focalizzata sulla produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, possiede e gestisce impianti fotovoltaici di proprietà, ubicati principalmente nel Centro Italia, con una presenza anche all'estero (i.e. Romania). Questo segmento opera attraverso veicoli societari (*SPV*) controllati o partecipati, che consentono al gruppo di consolidarne i risultati finanziari, beneficiando di una struttura flessibile e ottimizzata per ciascun *asset* produttivo.

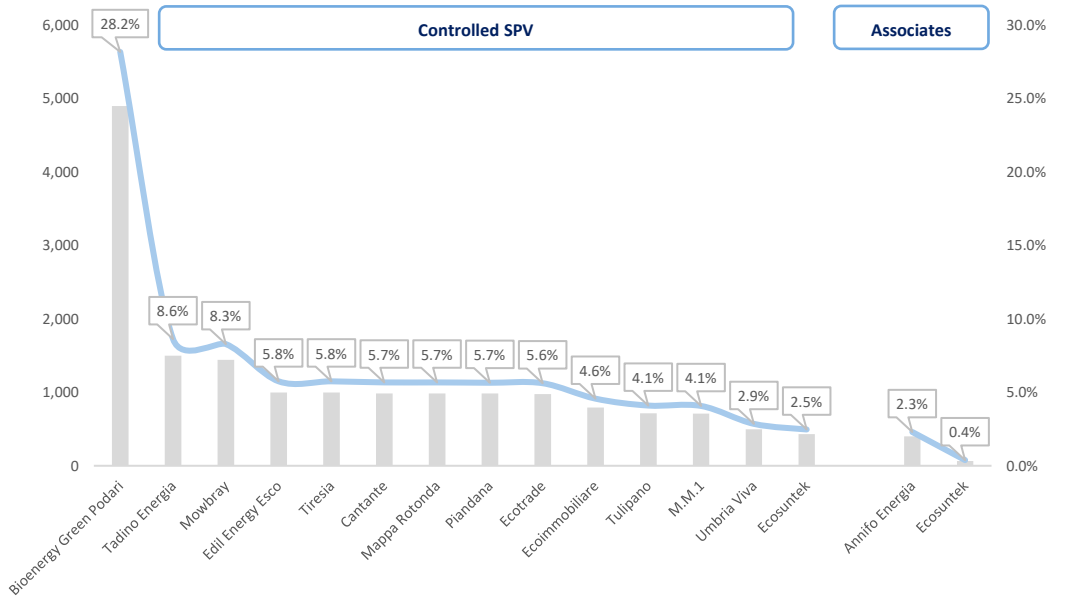
Al 31.12.2024, gli impianti della Società hanno una capacità installata complessiva di circa 17 MW, dei quali 12 MW in Italia e 5 MW in Romania. Nel 2024, la produzione elettrica lorda si è attestata a **17.9 GWh**, in leggera crescita (+1.7% a/a) rispetto ai **17.6 GWh registrati nel 2023** grazie al ripristino del pieno funzionamento dell'impianto detenuto dalla controllata Todino Energia, sito a Perugia. In ordine di rilevanza, la produzione è provenuta da impianti detenuti da società controllate (16,827,877 kWh, 94.1% della

[31] Attraverso la controllata Eco Sviluppo, di cui Eco Trade detiene il 100% del capitale sociale

produzione complessiva), da società collegate (573,420, 3.2%) e da impianti detenuti direttamente dalla capogruppo (479,824 kWh, 2.7%).

Nel dettaglio, come rappresentato nel grafico che segue, sono 13 gli SPV di generazione, dei quali 11 controllati e 2 collegati[32], cui si sommano gli impianti di Poggio Valle e San Rocco di proprietà Ecosuntek e l'impianto di Matera, proprietà di Eco Trade. Al netto dell'impianto di generazione situato in Romania, in grado di esprimere oltre il 28% della potenza complessiva installata al 31.12.2024, gli impianti fotovoltaici detenuti direttamente o indirettamente hanno potenza mediamente pari a 0.5-1.5 GWp, con un limitato livello di concentrazione e conseguente mitigazione del rischio legato a potenziali fermo impianto. Un livello relativamente basso di concentrazione che andrà ulteriormente riducendosi a fronte dello sviluppo dei nuovi progetti cantierabili acquisiti lo scorso dicembre.

Ecosuntek: Photovoltaic Plants' Power by Single Facility (MWp and % of total)



Source: Ecosuntek 2024 Annual Report

Dalla costituzione, a fine 2023, della *joint venture* con Deaway S.r.l. è nata Enrit S.r.l., veicolo societario specializzato nella realizzazione e successiva gestione di impianti di generazione di matrice fotovoltaica.

Proprio attraverso il veicolo Enrit, Ecosuntek ha presentato progetti per lo sviluppo di impianti agri-voltaici di potenza complessiva pari a 35 MWp, partecipando al Bando indetto dal GSE nell'ambito dell'impalcatura normativa definita dal D.M. Agrivoltaico, in coerenza con le misure di sostegno agli investimenti previsti dal PNRR. Ai progetti che si classificheranno in posizione utile saranno concessi contributi a fondo perduto pari al 40% dei costi ammissibili, nonché una tariffa incentivante GSE applicata alla produzione di energia elettrica netta immessa in rete per un periodo di 20 anni.

Inoltre, la controllata Enrit, si è resa acquirente[33] lo scorso dicembre di 4 progetti agrivoltaici cantierabili[34] e beneficiari di contributi a fondo perduto e tariffa incentivante GSE, per una potenza complessiva pari a 23 MWp.

Questa acquisizione, congiuntamente alla *pipeline* di nuovi progetti coltivata sia da Ecosuntek che da Deaway, proietta la Società verso un ulteriore e significativo aumento della potenza installata. Tant'è che il CEO Matteo Minelli si è posto l'obiettivo di realizzare nel prossimo triennio impianti fotovoltaici per una potenza complessiva superiore a 100 MWp[35], preannunciando ulteriori acquisizioni di sviluppi cantierabili oltre al compimento di alcuni progetti sviluppati internamente nei prossimi mesi.

A livello consolidato, nell'esercizio fiscale 2024 il segmento ha contribuito al giro d'affari con ricavi pari a €5.2 milioni in crescita del 3.3% a/a, in virtù di un aumento dell'1.9% della produzione e dell'1.4% della tariffa media ricevuta. Quanto all'EBITDA generato**, l'area di *business* ha confermato livelli di redditività superiori al 55%**, contribuendo per oltre il 15% all'EBITDA consolidato.

Il processo di investimento e realizzazione degli impianti, il Gruppo Ecosuntek adotta un processo rigoroso che si articola nelle seguenti fasi:

[32] E in quanto tali consolidati ad equity

[33] Per la cessione delle partecipazioni delle 4 *SPV*, ciascuna delle quali proprietaria delle autorizzazioni necessarie, Enrit ha pattuito la corresponsione di complessivi €4.9 milioni, dei quali €1.4 milioni entro i 12 mesi seguenti il *Closing*. Relativamente alla restante porzione del corrispettivo, pari a €3.45 milioni, Parte Venditrice ha acconsentito alla trasformazione del proprio credito in un finanziamento soci in favore di Parte Acquirente, al fine di supportare la fase di *start-up* delle singole *SPV*

[34] L'avvio dei cantieri è previsto entro la fine del primo semestre 2025 mentre la connessione alla rete elettrica nazionale è attesa per il primo semestre 2026

[35] Inclusivi degli oltre 30MWp autorizzati agrivoltaici di Enrit e 7MWp derivanti dalle azioni di *revamping* e *repowering* della attuale base installata

- **Identificazione del progetto:** ricerca delle opportunità di sviluppo in aree geografiche e settori strategici (fotovoltaico, agrivoltaico);
- **Valutazione della fattibilità e redditività:** analisi approfondita sulla base delle caratteristiche geografiche, connessione alla rete elettrica, accessibilità, proprietà dei terreni, vicinanza a centri abitati e produttività potenziale;
- **Autorizzazioni:** ottenimento dei permessi necessari, inclusi permessi ambientali e urbanistici, licenze, concessioni e approvazioni di progetto;
- **Costruzione:** apertura cantiere, predisposizione terreno, opere civili, installazione impianto, allacciamento alla rete, prove preliminari, collaudo e messa in funzione;
- **Gestione operativa:** monitoraggio e manutenzione ordinaria e straordinaria per garantire performance ottimali, anche tramite telecontrollo.

Qualora il progetto sia ritenuto di interesse, nel rispetto di un IRR[36] minimo compreso tra l'8% ed il 10%, circa il 70-80% dell'investimento viene finanziato tramite ricorso a finanziamenti bancari, ovvero *project financing*. In alcuni casi, per quanto minoritari in termini di numerica, parte dell'investimento è destinatario di contributi a fondo perduto, come nel caso dei 4 progetti agrivoltaici precedentemente citati.

Midstream

Figlia della visione strategica che ha portato alla creazione di un *energy asset management company*, Eco Trade è la società del gruppo attiva nella distribuzione all'ingrosso, ivi incluso ai c.d. *resellers*, di energia elettrica e gas naturale[37], nella valorizzazione del proprio portafoglio commerciale tramite operazioni di ottimizzazione e bilanciamento nonché nella gestione di certificati CO_2.

La *value proposition* di Eco Trade può essere definita come la creazione di valore attraverso la gestione di un portafoglio di rischi. In particolare, la creazione di valore si basa sulla conoscenza delle dinamiche di prezzo, sulla possibilità di agire sulle leve di programmazione, utilizzando le flessibilità degli *asset* sottostanti, sullo sfruttamento delle opportunità dei mercati *spot* e *forward*, in un contesto di continuo monitoraggio e controllo del rischio, ponendo strette limitazioni al VAR delle proprie posizioni aperte.

Dalla sua costituzione, Eco Trade ha consolidato inoltre una presenza internazionale significativa, operando dal 2024 sui mercati del gas naturale in Spagna, Germania e Francia, e sviluppando attività di *trading* sui principali *hub* europei. Questo approccio integrato e proattivo consente alla società di affrontare le complessità del mercato energetico, trasformando la volatilità e l'incertezza in opportunità strategiche e sostenibili.

A livello consolidato, l'area di business midstream ha generato nel 2024 circa l'85% giro d'affari. Caratterizzandosi per essere un business di elevati volumi ma ridotta marginalità, la contribuzione alla redditività operativa lorda è stata decisamente meno che proporzionale, ossia pari a circa il 40% dell'*adjusted* EBITDA consolidato 2024.

Il modello di *business* del segmento *Midstream* si articola in tre principali attività:

- **Acquisto diretto di energia elettrica e gas naturale:** la società acquista energia elettrica direttamente dai produttori, per il tramite di Ecosuntek, ed energia elettrica e gas naturale dal mercato libero, sia su mercati regolamentati che OtC, in quest'ultimo caso stipulando contratti di lungo termine con i produttori (PIPE). A questi si somma la produzione, per quanto marginale nel contesto complessivo, di energia elettrica degli impianti proprietari della stessa Eco Trade per una potenza complessiva pari a circa 1 GWp;
- **Attività di commercializzazione di energia elettrica e gas naturale** sia a livello grossista (Hubs, PSV e PCE) che *reseller* (RE.MI e PDP), potendo far leva sull'esperienza maturata nell'ottimizzazione dei processi di trasporto, programmazione delle forniture e approvvigionamento (attività di dispacciamento e bilanciamento);
- **Ottimizzazione e Bilanciamento infragiornaliero** del portafoglio fisico grazie ad arbitraggi tra prodotti di breve termine[38] e mercati a negoziazione continua, grazie all'utilizzo di strumenti di ***trading* algoritmico proprietario**, con strategie di **arbitraggio *intraday*** e ottimizzazione dinamica dei portafogli energetici. Tramite algoritmi proprietari, Eco Trade genera migliaia di operazioni giornaliere sui mercati *spot* e *forward*, riuscendo a ottimizzare il rendimento del proprio portafoglio. In questo, la Società adotta strategie sistematiche di dispacciamento e *trading* (***Locational*** e ***Time Spread Trading***), puntando su di

[36] Valutato su di un orizzonte temporale di 20 anni, coerente con la durata degli incentivi garantiti dal GSE, e assumendo un valore residuo pari a zero nonostante la vita media dei pannelli fotovoltaici sia oramai ben superiore al periodo ipotizzato

[37] Ad operare sul versante gas naturale è Eco Sviluppo S.r.l., della quale Eco Trade detiene il 100% del capitale sociale
Ecosviluppo opera sul mercato all'ingrosso del gas naturale attraverso transazioni sui principali *hub* e piattaforme regolamentate italiane, come il Punto di Scambio Virtuale (PSV) e la Piattaforma Conti Energia (PCE). L'attività si estende anche alla compravendita di energia elettrica, dello stoccaggio e dei certificati ambientali (CO2), rendendo Eco Sviluppo un operatore *multi-commodity* con un approccio integrato all'*energy asset management*
Dal 2023, la società ha assunto un ruolo di crescente importanza nella gestione delle nomine UC (Unità di Consumo) sul mercato IPEX (*Italian Power Exchange*) e, da agosto 2023, è diventata uno dei sette *liquidity provider* ufficiali del GME, svolgendo attività di *market making* sui mercati spot. Tali attività permettono al Gruppo di ottimizzare i flussi energetici e di coprire in modo efficiente l'esposizione alle fluttuazioni di prezzo. Il ruolo come *liquidity provider* e la gestione diretta delle attività di *trading* sul GME permettono ad Eco Sviluppo di generare ricavi da *spread* di prezzo, premi di liquidità e ottimizzazione dei portafogli
Nel 2024, Eco Sviluppo ha realizzato un Valore della Produzione di €416.9 milioni, un EBITDA pari a €1.5 milioni ed un utile netto di €0.9 milioni

[38] i.e. *DA, week-end, Balance of Week*, mercati ad asta e mercati a negoziazione continua

un arbitraggio tra prodotti di breve periodo e gestendo attivamente il rischio prezzo e volume, con profitti operativi (P&L) medi annui superiori a €3 milioni.

Dal punto di vista del **controllo e gestione dei rischi**, Eco Trade adotta una strategia *data-driven*, con monitoraggio costante dei principali indicatori di rischio quali **Value at Risk (VaR)**, *max drawdown* e P&L giornaliero. La gestione attiva del rischio credito è supportata da strumenti come l'assicurazione crediti e contratti di *factoring pro-soluto*.

In aggiunta, Eco Trade ha esteso la propria operatività al **mercato dei certificati CO_2 (ETS)** e ha allo studio lo sviluppo di nuove iniziative nel settore delle **batterie di accumulo energetico (BESS)**, con investimenti diretti e tramite modelli di *business* innovativi come il "***tolling***" (affitto degli accumuli) e il "***profit sharing***" (le attività di mercato vengono condivise con lo sviluppatore del progetto).

Uno sviluppo decisamente importante quello sperimentato da Eco Trade/Eco Sviluppo che, nell'arco di soli pochi anni, sono riuscite ad affermarsi come *player* di rilievo nella distribuzione all'ingrosso di energia elettrica e gas naturale nonché nella gestione attiva dei rischi legati alle *commodity* energetiche. Basti osservare che nel solo esercizio fiscale 2024, Eco Trade ha dispacciato oltre 3TWh di energia elettrica mentre gli smc di gas naturale distribuiti da Eco Sviluppo hanno ecceduto la soglia di 31 milioni, evidenziando in ambo i casi una crescita a tripla cifra rispetto a soli 24 mesi fa.

Downstream

Più recente ed ulteriore ambito di sviluppo interessa +Energia, acquisizione della quale è stato dato annuncio nell'agosto 2023 ed il *closing* della quale è seguito nel gennaio 2024. Oggetto della transazione è stato il 46.775% del capitale sociale di +Energia S.p.A., acquisito dalla controllata Eco Trade per un importo pari a €23 milioni[39].

+Energia è attiva da oltre 15 anni nel mercato libero dell'energia elettrica ed è accreditata presso l'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA). La società si contraddistingue per una presenza territoriale capillare con uffici operativi in varie regioni italiane (Roma, Milano, Bologna, Civitanova Marche, Avellino e Pescara) e una solida **rete commerciale diretta** e **indiretta** composta da oltre **100 collaboratori interni** e da oltre **260 agenti**, che operano su tutto il territorio nazionale. In termini di offerta, +Energia è in grado di proporre **strutture di prezzo personalizzate** che rispondono all'esigenza del cliente. Inoltre, completa la sua offerta mettendo a disposizione dei clienti la possibilità di acquistare **energia verde certificata** con Garanzia d'Origine (GO), proveniente al 100% da fonti rinnovabili.

La centralità del cliente e la vicinanza che ne consegue rappresentano il cuore della *mission* di +Energia, che si traduce in:

- **Offerte personalizzate**: grazie ad un rapporto diretto con il cliente e il supporto offerto dalla controllata Eco Trade, +Energia è in grado di fornire al cliente prezzi competitivi e aderenti alle sue esigenze;
- **Attività di supporto al cliente**: volendo favorire un rapporto non intermediato tra cliente e società, l'attività di assistenza alla clientela è stata sviluppata internamente, così da poter dare tempestiva risposta ad eventuali problematiche tecniche, amministrative o di fatturazione;
- **Rete commerciale propria:** così come nel caso dell'Assistenza Clienti, anche la rete commerciale di +Energia è diretta. Nello specifico, +Energia controlla direttamente una rete di agenti monomandatari per entrambi i segmenti, energia elettrica e gas naturale;
- **Presidio del territorio**: oltre a Foligno, laddove risiede la sede amministrativa, commerciale e operativa della società, +Energia opera attraverso 8[40] sedi commerciali distribuite sul territorio, oltre che tramite *partners* commerciali.

Nonostante l'acquisizione di una quota di minoranza assoluta, i conti di +Energia sono consolidati integralmente in Ecosuntek in virtù dell'influenza dominante esercitata da Eco Trade alla quale, inter alia, è stato riconosciuto diritto di nomina di 3 consiglieri di amministrazione (su 5) nonché diritto di veto su decisioni strategiche.

A livello consolidato, +Energia ha chiuso l'esercizio fiscale 2024 con un valore della produzione pari a €108 milioni, in crescita del 17.6% a/a, contribuendo a poco meno del 15% del giro d'affari consolidato. Un significativo aumento dei ricavi alimentato dalla crescita della distribuzione di gas naturale e che ha consentito alla società un più che proporzionale aumento della redditività operativa. L'EBITDA è infatti cresciuto di quasi il 40%, a €7.8 milioni, esprimendo una redditività pari al 7.2% e contribuendo per oltre il 40% all'*adjusted EBITDA* consolidato.

Nell'ambito del piano di sviluppo di Ecosuntek, +Energia ha redatto un **Piano Strategico** finalizzato alla creazione di valore a lungo termine che prevede:

- Il posizionamento di +Energia nel segmento delle aziende medio-grandi del panorama energetico italiano, offrendo un ventaglio di proposte economicamente vantaggiose e attente alla sostenibilità;

[39] Dei quali €1.25 milioni corrisposti ai Soci Venditori alla data di firma degli accordi preliminari, ossia in data 31 luglio 2023, €6.0 milioni corrisposti in data 31 ottobre 2023 mentre in data 8 gennaio 2024 è stato corrisposto il saldo prezzo, pari a €15.7 milioni

[40] Milano, Bologna, Civitanova Marche, Perugia, Roma, Avellino, S.Cesareo e Magione)

- L’espansione aziendale, sia in termini geografici che economici, a seguito dell’ampliamento del proprio ambito di operatività alla fornitura di gas naturale, segmento nel quale +Energia ha fatto il suo ingresso da marzo 2024;
- Una riorganizzazione delle risorse umane, con l’obiettivo di investire sul personale già esistente nonché su nuove figure cooptate dall’esterno, ampliando la rete commerciale e investendo nel *marketing* strategico e digitale e
- Una particolare attenzione alla formazione del personale nei vari ambiti nonché la costruzione di pacchetti *welfare* e *wellbeing*, a supporto degli ambiziosi obiettivi aziendali prefissi.

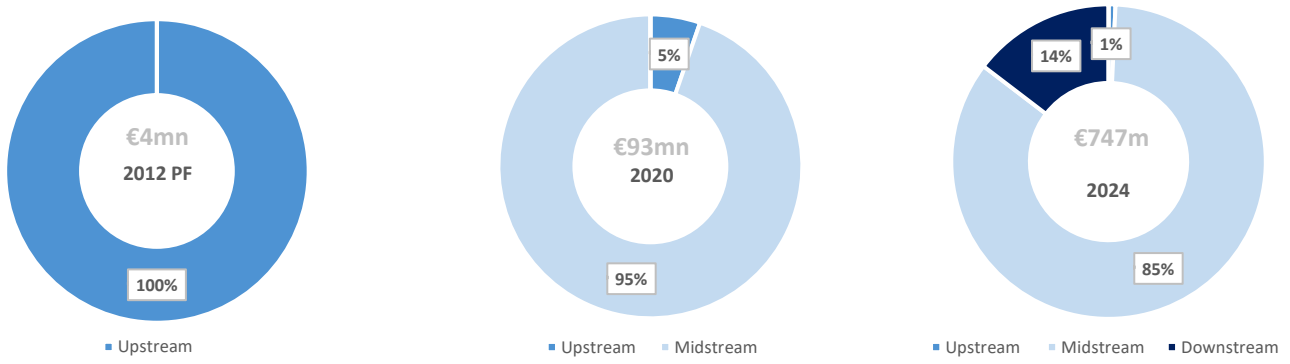
Dall'IPO ai giorni nostri: un Percorso di Robusta Crescita, Generazione di Cassa e Integrazione Verticale…

Volendo delineare i tratti essenziali del percorso intrapreso da Ecosuntek dall'*IPO* ai giorni correnti, **crescita e generazione di cassa** reciterebbero senza ombra di dubbio il ruolo di attori protagonisti, avvalorati ulteriormente dall'accelerazione del *trend* registrato nell'ultimo quinquennio.

Risultati resi possibili dal percorso di **diversificazione** e **crescente integrazione verticale** perseguito dal *management*, lungi dall'essere giunto a conclusione. Se il biennio 2021-22 ha visto l'ingresso della Società nel mercato della distribuzione all'ingrosso di energia elettrica e gas naturale, grazie alla costituzione di Eco Trade ed Eco Sviluppo e al *set-up* di un *trading desk* dedicato, nel 2023 è stato il turno del mercato della distribuzione al dettaglio, grazie all'acquisizione di +Energia.

Un'evoluzione incessante che ha consentito negli anni ad Ecosuntek di cambiare pelle: da Società esclusivamente concentrata nella generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili[41] a gruppo integrato e diversificato con presenza significativa sia nella distribuzione all'ingrosso che al dettaglio.

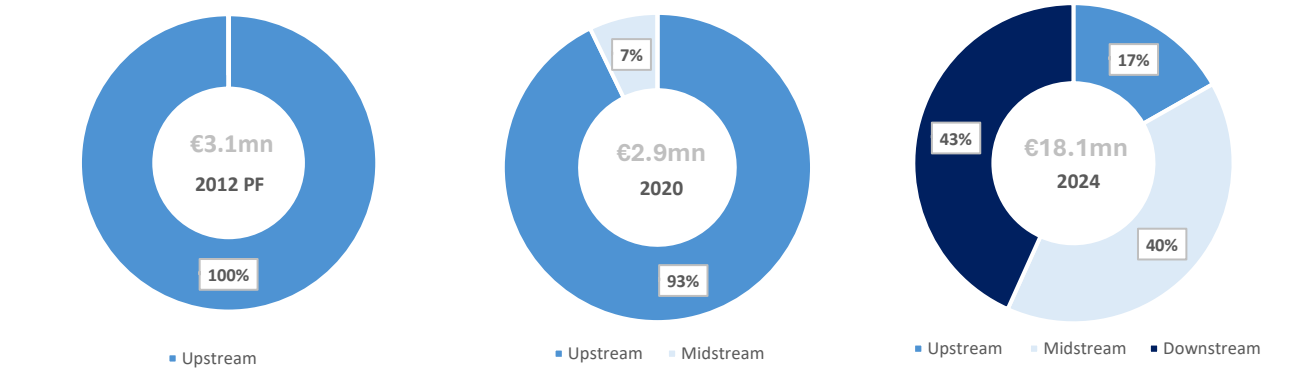
Ecosuntek: 2012 PF, 2020 & 2024 VoP breakdown by Business Area (€ mn, %)



Source: Ecosuntek Annual Reports, Company data and Admission Document

Non una rivoluzione, bensì un'evoluzione che assume rilevanza ancora maggiore qualora ci si focalizzi sulla generazione di EBITDA, con le tre differenti aree di business che (oggi) si caratterizzano per un'incidenza bilanciata e dinamiche che tendono, per vocazione, a mitigare la volatilità che ha storicamente caratterizzato la redditività dei differenti segmenti della filiera energetica, rappresentando una sorta di natural hedging, a protezione da possibili shock esogeni.

Ecosuntek: 2012 PF, 2020 & 2024 Adjusted EBITDA breakdown by Business Area (€ mn, %)

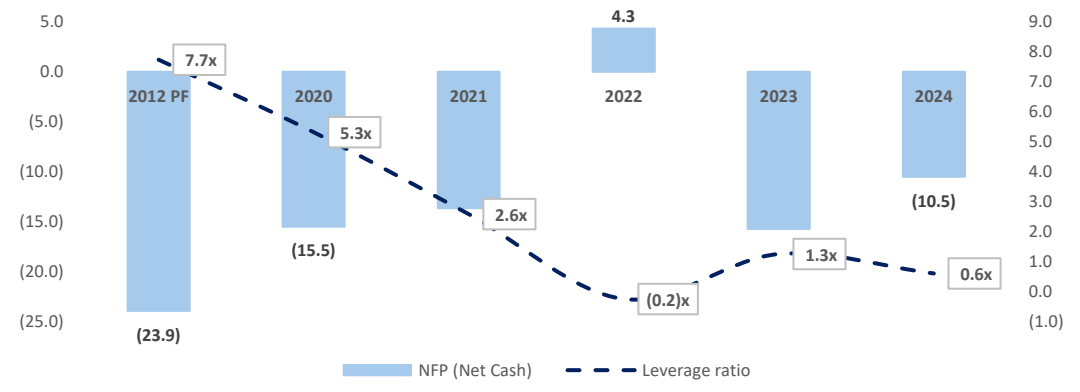


Source: Ecosuntek annual reports, Company data and Admission Document

Un percorso virtuoso, segnato non solo da crescita e diversificazione, ma anche da un importante deleveraging, reso possibile da una solida generazione di cassa. Da un leverage ratio pro-forma 2021 superiore a 7.5x all'epoca dell'IPO, Ecosuntek è passata a un rapporto PFN/EBITDA adjusted pari a 0,6x nel 2024. Il miglioramento riflette sia l'aumento dell'EBITDA sia la decrescente esposizione debitoria, che ha raggiunto livelli atipicamente contenuti rispetto alla media di settore, lasciando così margine per ulteriori sviluppi.

[41] Per effetto dell'operazione di separazione delle attività di *Power Generation* da quella di *EPC* e O&M posta in essere *pre-IPO*, in data 4 aprile 2014, che si è tradotta nel conferimento in Gualdo Energy S.r.l. del ramo *EPC* e O&M e successiva cessione delle quote di Gualdo Energy.

Ecosuntek: Net Consolidated Financial Indebtness and Leverage Ratio since the IPO (€ mn, x)



Source: Company Annual Reports and Admission Document

Uno sviluppo vigoroso al quale è stata impressa una significativa accelerazione nell'ultimo quinquennio e che balza all'occhio da una lettura dei principali indicatori di bilancio:

- **il valore della produzione è passato da €93 milioni nel 2020 a €747 milioni nel 2024, esprimendo un CAGR 2020-24 pari al 68.4%.** Per quanto nel settore in cui la Società opera i ricavi siano limitatamente rappresentativi, la *magnitudo* della crescita registrata è indicativa del **sottostante robusto *trend* di crescita, organica e per linee esterne**, intrapreso da Ecosuntek. Sul versante organico, il maggior contributo è provenuto dalla controllata Eco Trade, in grado di registrare un aumento dei volumi dispacciati a tripla cifra, con all'attivo > 3 TWh di energia elettrica e > 150 smc di gas naturale. Nell'attesa dei futuri sviluppi sul versante della generazione, il più recente tassello della strategia di sviluppo per linee esterne è consistito nell'acquisizione del 46.775% del capitale sociale di +Energia che, nel 2024, ha apportato un contributo pari a €108 milioni (+17.2% a/a) al giro d'affari consolidato;
- l'***adjusted EBITDA*** è cresciuto da €2.9 milioni a €18.1 milioni, con una marginalità operativa lorda ridottasi, nel periodo in oggetto di 80 pps, al 2.33% del valore della produzione, a causa di un differente *business-mix*. Ad alimentare la sostanziale crescita dell'*adjusted EBITDA* hanno contribuito le attività di distribuzione all'ingrosso e al dettaglio, in un contesto di sostanziale stabilità della redditività delle attività di generazione;
- l'**utile netto consolidato** è aumentato da €0.8 milioni a €6.1 milioni nel 2024, dei quali €4.5 milioni di spettanza degli azionisti di minoranza, essenzialmente riconducibili alle società controllate Eco Trade e +Energia.

Ecosuntek: 2012 Pro-Forma & 2020-2024 Condensed Consolidated Profit & Loss Account

(€ mn)	2012 PF	2020	2021	2022	2023	2024
Value of Production	**4.2**	**92.9**	**191.3**	**906.6**	**493.0**	**747.0**
YoY % change	*n.a.*	*8.0%*	*105.9%*	*373.8%*	*-45.6%*	*51.5%*
Raw materials	(0.0)	(74.3)	(174.3)	(867.8)	(453.5)	(625.9)
OPEX	(0.6)	(14.9)	(11.0)	(16.7)	(23.6)	(95.8)
Personnel	(0.5)	(0.9)	(0.7)	(4.8)	(3.3)	(7.2)
Adjusted EBITDA	**3.1**	**2.9**	**5.3**	**17.3**	**12.6**	**18.1**
% margin	*74.0%*	*3.1%*	*2.8%*	*1.9%*	*2.5%*	*2.3%*
D&A	(2.0)	(1.8)	(3.0)	(3.2)	(1.4)	(3.3)
EBIT	**1.1**	**1.1**	**2.3**	**14.1**	**11.1**	**14.1**
% margin	*25.3%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.6%*	*2.3%*	*1.9%*
Financials, net	(1.22)	0.3	0.4	(1.3)	(4.2)	(3.8)
EBT	**(0.2)**	**1.4**	**2.6**	**12.8**	**7.0**	**10.3**
Taxes	(0.2)	(0.6)	(0.6)	(4.4)	(3.1)	(4.2)
Group net income	**(0.4)**	**0.8**	**2.0**	**8.5**	**3.8**	**6.1**
o/w minority interests	*0.0*	*0.5*	*0.6*	*3.3*	*1.9*	*4.5*
o/w pertaining to ECK shareholders	*(0.4)*	*0.3*	*1.4*	*5.1*	*2.0*	*1.6*

Source: Ecosuntek Annual Reports and Admission Document

Ecosuntek: 2012 Pro-Forma & 2020 -2024 Condensed Balance Sheet

(€ mn)	2012 PF	2020	2021	2022	2023	2024
Fixed Assets	34.9	29.4	31.0	42.9	72.4	66.6
Operating Working Capital	**(9.1)**	**(5.2)**	**(8.6)**	**(12.3)**	**(11.5)**	**(35.0)**
Other Current Assets/(Liabilities)	1.9	(0.3)	1.5	(15.6)	(17.3)	7.8
Funds for Risks and Indemnities	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(2.1)	(3.9)	(3.9)
Capital Employed	**25.9**	**22.0**	**22.1**	**12.9**	**39.7**	**35.5**
Shareholders' Equity	2.0	4.7	6.1	11.3	13.9	14.7
Minority Interests	0.0	1.8	2.3	5.9	10.0	10.3
Group Net Equity	**2.0**	**8.4**	**17.2**	**23.9**	**25.0**	**28.1**
Net Financial Position	(23.9)	(15.5)	(13.7)	4.3	(15.7)	(10.5)
Total Sources	**25.9**	**22.0**	**22.1**	**12.9**	**39.7**	**35.5**

Source: Ecosuntek Annual Reports and Admission Document

- l'**esposizione debitoria netta** è andata progressivamente riducendosi, passando da €15.5[42] milioni al 31.12.2020 a €10.5 milioni al 31.12.2024 nonostante l'esborso per cassa relativo dell'acquisizione[43] della partecipazione in +Energia, per complessivi €23 milioni. La forte crescita registrata dall'*adjusted EBITDA* ha consentito una più che proporzionale riduzione del *leverage ratio*, passato da 5.3x nel 2020 a 0.6x nel 2024, un livello atipicamente contenuto per il settore nel quale la Società opera;
- la **generazione di cassa operativa** ha ecceduto nell'ultimo quinquennio la soglia di €50 milioni, per la stragrande maggioranza messa a servizio dello sviluppo del *business*, con ciò riferendoci anche all'ampliamento del perimetro societario.

Ecosuntek: 2020 -2024 Condensed Cashflow Statement

(€ mn)	2020	2021	2022	2023	2024
Group net income	0.8	2.0	8.5	3.8	6.1
Taxes	0.3	0.8	3.6	1.7	1.9
Financial income (charges), net	(1.4)	0.0	0.0	0.7	0.0
Depreciation & Amortization	1.5	1.6	1.6	1.8	3.3
Provisions & write-off	0.3	1.5	1.4	(0.5)	0.3
Change in Net Working Capital	0.7	0.8	2.3	1.6	22.9
Others items	1.6	(1.1)	13.9	1.7	(35.1)
Operating Cash Flow	**4.0**	**5.6**	**31.2**	**11.0**	**(0.5)**
Capital expenditures	(0.1)	(1.1)	(0.6)	(22.7)	(0.9)
Investments, divestments & change in financial assets	(0.1)	(1.0)	(12.8)	(8.4)	(4.9)
Dividends	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(2.3)
Capital Increase	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other items	0.0	(1.6)	0.1	0.1	13.9
Cash Flow	**3.9**	**1.8**	**18.0**	**(20.1)**	**5.2**
NFP @ the beginning of the period	(19.4)	(15.5)	(13.7)	4.3	(15.7)
NFP @ the end of the period	(15.5)	(13.7)	4.3	(15.7)	(10.5)

Source: Ecosuntek Annual Reports

- Quanto alla distribuzione di dividendi, ed il riferimento è all'esercizio fiscale 2024, questi attengono alle distribuzioni effettuate dalle società controllate, Eco Trade e +Energia in particolare, e percepiti in quota parte dagli azionisti di minoranza delle medesime società. Allo stato, infatti, la controllante Ecosuntek non ha una politica dei dividendi codificata, così come non ha effettuato negli anni oggetto di approfondimento il pagamento di alcun dividendo.

[42] Nel medesimo periodo, l'indebitamento finanziario netto *adjusted* (inclusivo dei debiti vs Omnisum, debiti verso le autorità fiscali nonché lo scaduto oltre i 60GG) è diminuito da €19.1 milioni al 31.12.2020 a €10.8 milioni al 31.12.2024

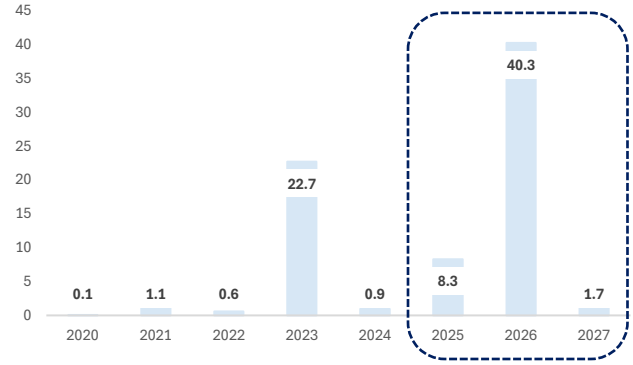
[43] Dei quali €1.25 milioni corrisposti al *signing*, in data 31 luglio 2023, €6.0 milioni in data 31 ottobre 2023 ed €15.7 milioni all'atto del *closing*, in data 8 gennaio 2024

…e una Ricca Pipeline di Nuovi Progetti

Un percorso prima teso al *deleverage* e poi a crescita e diversificazione quello che ha contraddistinto Ecosuntek dalla sua quotazione in Borsa sino ad oggi, e lungi dall'essere giunto a conclusione. Dopo l'esordio nella distribuzione all'ingrosso, inizialmente votato alla valorizzazione di *assets* proprietari, e al dettaglio, il *management* della Società è oggi impegnato su di un ulteriore e significativo sviluppo della propria capacità di generazione, rigorosamente da fonti rinnovabili.

Su questo versante si concentrerà infatti la quasi totalità[44] delle risorse investite nei prossimi anni, ed in particolare nel biennio 2025-26, per quanto oggi di pubblico dominio.

Ecosuntek: Tangible and Intangible Capex Breakdown by Business Area[45]



(€ mn)	2024	2025	2026	2027
Upstream	**0.4**	**7.3**	**39.2**	**1.0**
Midstream	0.3	0.4	0.4	0.4
Downstream	0.2	0.7	0.7	0.3
Total Capex	**0.9**	**8.3**	**40.3**	**1.7**
o/w maintainance	*0.9*	*1.6*	*1.6*	*1.6*
o/w development	*0.0*	*6.8*	*38.7*	*0.1*

Source: Ecosuntek Annual Reports & Websim Corporate estimates

Non uno ma più progetti ai quali il *management* sta lavorando per quintuplicare la generazione elettrica da impianti proprietari nell'arco del prossimo triennio. Tra questi, i più rilevanti consistono in:

- **Realizzazione di impianti per la produzione di energia elettrica da fonte agri-voltaica per una potenza complessiva di 23 MWp.** Il progetto, che verrà sviluppato tramite la controllata Enrit, prevede (i) investimenti lordi per complessivi €38 milioni, (ii) il riconoscimento di una tariffa incentivante garantita per 15 anni e (iii) il riconoscimento di contributi a fondo perduto pari al 40% dei "costi ammissibili", sostanzialmente assimilabili agli investimenti sostenuti. Con una messa in funzione attesa per l'inizio del prossimo anno solare, gli impianti si stima possano garantire una produzione annua superiore a 50 MWh, ricavi superiori a €4 milioni, un EBITDA superiore a €3.5 milioni ed un *IRR* ampiamente superiore al 10%, pur in assenza di alcun valore residuale alla scadenza del termine quindicennale[46];
- **Attività di Revamping e Repowering** che interesseranno 5[47] parchi fotovoltaici proprietari, per un investimento complessivo pari a c.a. €6 milioni. Gli interventi in oggetto, pianificati negli ultimi mesi del corrente anno per limitare gli effetti del "fermo impianti", dovrebbero garantire un aumento della potenza generata dagli impianti coinvolti pari a circa il 40%, passando dagli attuali 4.5 MWp a 6.5 MWp, e un sostanziale raddoppio della produzione energetica. Al riguardo, segnaliamo che i fondi necessari per gli interventi di *revamping* e *repowering* sono stati assicurati nell'ambito della recente stipula di un contratto di finanziamento più capiente che contemplerà, oltre a quanto precede, anche il rifinanziamento del debito residuo delle SPV proprietarie di generazione e finanza ulteriore, funzionale al riacquisto di partecipazioni di minoranza;

A queste iniziative si somma la realizzazione in *JV* con Deaway di un portafoglio di impianti *ready to build* di potenza complessiva pari a 15 MWp. Trattandosi di un progetto al quale Ecosuntek parteciperà con una quota di minoranza, attraverso la controllata +Energia, i conti della *JV* saranno consolidati ad *equity*.

Tutti progetti che rientrano nell'**ambizioso obiettivo che il *management* ha posto per il prossimo triennio e che si traduce nello sviluppo di nuova capacità di generazione per 100 MWp**, potendo far leva sulla *pipeline* di progetti *ready to build* sviluppati da Deaway, ivi inclusi quelli inerenti il nuovo decreto FER-X, e da ECK Impact, società terza rispetto al perimetro societario.

[44] ≈95% degli investimenti in immobilizzazioni tangibili ed intangibili stimati per il triennio 2025-27
[45] Non contemplati nel prospetto sono investimenti stimati in €4 milioni, dei quali €2 milioni inerenti il riacquisto delle quote di minoranza della rumena Bioenergy Green Podari ed i restanti €2 milioni inerenti la contribuzione in conto capitale che +Energia apporterà per lo sviluppo della JV con Deaway
[46] Si noti che la vita media degli impianti fotovoltaici di nuova generazione è superiore a 30 anni
[47] Il riferimento è ai parchi fotovoltaici detenuti dalle controllate Cantante S.r.l., Mappa Rotonda S.r.l., Tulipano S.r.l., Tiresia S.r.l. e Piandana S.r.l.

Nell'ambito del piano di sviluppo di Ecosuntek, +Energia ha redatto un **Piano Strategico** finalizzato alla creazione di valore a lungo termine che prevede:

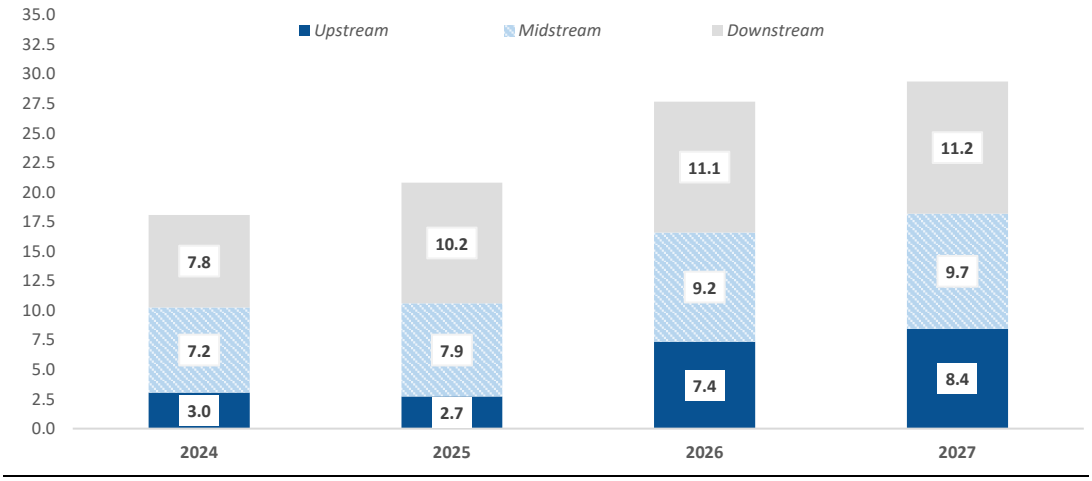
- L'espansione aziendale, sia in termini geografici che economici, a seguito dell'ampliamento del proprio ambito di operatività alla fornitura di gas naturale, segmento nel quale +Energia ha fatto il suo ingresso da marzo 2024 e che potrà avvalersi del supporto di Eco Trade/Eco Sviluppo;
- Il posizionamento di +Energia nel segmento delle aziende medio-grandi del panorama energetico italiano, offrendo un ventaglio di proposte economicamente vantaggiose e attente alla sostenibilità e
- Una riorganizzazione delle risorse umane, con l'obiettivo di investire sul personale già esistente nonché su nuove figure cooptate dall'esterno, ampliando la rete commerciale e investendo nel *marketing* strategico e digitale.

Grazie a queste azioni, ed in particolare alle attività di *cross selling* sulla clientela già acquisita, ci attendiamo che +Energia possa registrare nel prossimo triennio un *CAGR* dei ricavi pari al 6.8%, con un giro d'affari che dagli attuali €108 milioni[48] passi a €132 milioni nel 2027. In assenza di una significativa crescita dei costi di struttura, stimiamo un *CAGR* dell'*EBITDA* 2024-2027 più che proporzionale, con un *EBITDA margin* in crescita di 120 punti base all'8.5% dei ricavi, corrispondenti ad un *EBITDA* 2027 di €11.2 milioni.

Ultima, ma non meno rilevante, l'area di *business Midstream*, rappresentata da Eco Trade e Eco Sviluppo, dalla quale ci aspettiamo una crescita media annua dei ricavi pari al 6.5% nel prossimo triennio ed una sostanziale conferma della redditività a livelli di poco superiori all'1% dei ricavi sviluppati. Ci aspettiamo che a sostenere la crescita dei ricavi saranno specialmente i volumi di gas naturale che potranno beneficiare una forte crescita di clienti diretti nonché dei Resellers/REMI.

Come riassunto nel grafico che segue, ci attendiamo che la combinazione delle azioni intraprese nelle diverse aree di *business* possa tradursi non solo in una sostanziale crescita dell'EBITDA ma anche in un miglior bilanciamento del contributo offerto dalle singole aree di *business* alla redditività consolidata.

Ecosuntek: 2024-2027 Adjusted EBITDA breakdown by Business Area (€ mn, %)

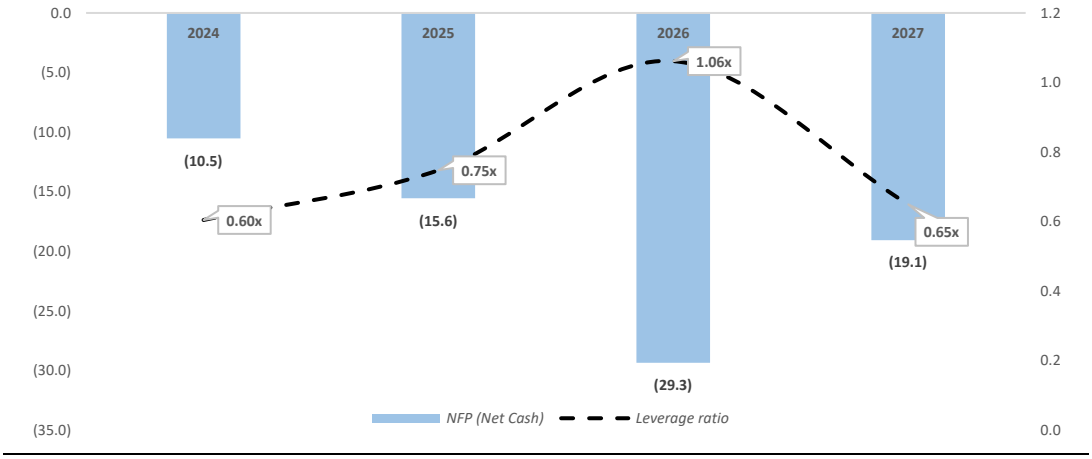


Source: Ecosuntek Annual Reports & Websim Corporate estimates

Per quanto gli investimenti futuri siano particolarmente significativi e tali da determinare un aggravio della posizione finanziaria consolidata netta negli anni 2025 e 2026 (con un picco in area €29 milioni nel 2026), stimiamo che la contestuale crescita dell'EBITDA possa consentire la conferma del *leverage ratio* entro valori molto contenuti. Al riguardo, dopo aver chiuso il 2024 a quota 0.60x, il leverage ratio è atteso crescere sino a 1.06x nel 2026, per poi ridiscendere a 0.65x nel 2027, in assenza di sviluppi ulteriori rispetto a quelli evidenziati in precedenza.

[48] i.e. esercizio fiscale 2024

Ecosuntek: Consolidated Net Financial Position and Leverage Ratio[49] 2024-2027 (€ mn, x)



Source: Ecosuntek Annual Reports & Websim Corporate estimates

Traslando le iniziative intraprese nelle diverse aree di *business* in logica consolidata, le nostre stime prevedono:

- Un *CAGR* 2024-2027 di ricavi netti e valore della produzione rispettivamente pari al 7.1% e al 6.9%, con ricavi netti e valore della produzione 2027 stimati a €920 milioni ed €925 milioni;
- Una crescita media annua più che proporzionale dell'*EBITDA* (*CAGR* 2024-27: +19.0%), favorita da un diverso *business-mix*, ed in particolare da una maggior contribuzione dell'area di *business upstream*, caratterizzata da redditività sostanzialmente superiore alla media di gruppo. Con un *EBITDA* 2027 stimato a €29.4 milioni, il margine *EBITDA* è atteso attestarsi nel 2027 al 3.2% del valore della produzione (+75bps rispetto al 2.3% registrato nel 2024);
- Un *EBIT* 2027 a €23.6 milioni (*CAGR* 2024-27: +18.8%)
- Un Utile Consolidato 2027 di €11.7 milioni (*CAGR* 2024-27: +24.3%), supportato dalla crescita dell'utile operativo e la cui crescita dovrebbe essere amplificata dalla riduzione (i) dei tassi di interesse e (ii) del carico fiscale (grazie ad una minore incidenza dell'ammortamento dell'avviamento, indeducibile);
- Utile di pertinenza degli azionisti Ecosuntek pari a €5.0 milioni[50], in sostanziale crescita rispetto agli €1.6 milioni registrati nel 2024. Evidenziamo come, rispetto all'attuale morfologia del perimetro societario, l'unica variazione ipotizzata consiste nel riacquisto delle minoranze della controllata rumena Bioenergy Green Podari.

Ecosuntek: 2024-2027 Condensed Consolidated Profit & Loss Account

(€ mn)	2024	2025	2026	2027
Value of Production	**747.0**	**838.8**	**894.3**	**911.5**
YoY % change	*51.5%*	*12.3%*	*6.6%*	*1.9%*
Raw materials	(625.9)	(701.6)	(744.3)	(757.4)
OPEX	(95.8)	(108.2)	(113.8)	(115.8)
Personnel	(7.2)	(8.2)	(8.6)	(9.0)
EBITDA	**18.1**	**20.8**	**27.6**	**29.4**
% margin	*2.3%*	*2.5%*	*3.1%*	*3.2%*
D&A	(3.3)	(3.7)	(5.7)	(5.7)
EBIT	**14.1**	**17.1**	**21.9**	**23.6**
% margin	*1.9%*	*2.0%*	*2.5%*	*2.6%*
Financials, net	(3.8)	(5.6)	(5.9)	(5.2)
EBT	**10.3**	**11.5**	**16.0**	**18.5**
Taxes	(4.2)	(4.3)	(6.0)	(6.7)
Group net income	**6.1**	**7.2**	**10.0**	**11.7**
o/w minority interests	4.5	5.1	6.1	6.7
o/w pertaining to ECK shlds	1.6	2.1	3.9	5.0

Source: Ecosuntek Annual Reports & Websim Corporate estimates

[49] Calcolato come rapporto tra Posizione Finanziaria Netta Consolidata e EBITDA consolidato
[50] Al netto di utili di pertinenza degli azionisti di minoranza stimati a €6.7 milioni

Ecosuntek: 2024-2027 Condensed Balance Sheet

(€ mn)	2024	2025	2026	2027
Fixed Assets	66.6	76.1	111.5	108.4
Operating Working Capital	**(35.0)**	**(39.7)**	**(41.3)**	**(41.8)**
Other Current Assets/(Liabilities)	7.8	11.6	12.3	12.6
Funds for Risks and Indemnities	(3.9)	(4.3)	(4.6)	(5.0)
Capital Employed	**35.5**	**43.7**	**77.9**	**74.1**
Shareholders' Equity	14.7	16.8	35.7	40.7
Minority Interests	10.3	11.3	12.9	14.3
Group Net Equity	**28.1**	**48.6**	**55.1**	**63.3**
Net Financial Position	(10.5)	(15.6)	(29.3)	(19.1)
Total Sources	**35.5**	**43.7**	**77.9**	**74.1**

Source: Ecosuntek Annual Reports & Websim Corporate estimates

- Come rappresentato in premessa, stimiamo nel triennio 2024-27 investimenti lordi in immobilizzazioni tangibili ed intangibili per complessivi €50 milioni, dei quali la quasi totalità votata ad un rafforzamento e ammodernamento degli impianti di generazione proprietari. A questi, si aggiungono ulteriori €4 milioni che saranno destinati all'acquisizione delle quote di minoranza in Bioenergy Green Podari nonché al contributo in conto capitale che sarà apportato da +Energia alla *JV* con Deaway. Segnaliamo infine che, relativamente alla realizzazione degli impianti agrivoltaici, la controllata Enrit riceverà contributi a fondo perduto in misura pari al 40% dei costi ammissibili, stimabili in circa €15 milioni, relativamente ai quali abbiamo assunto che l'incasso avvenga nel corso del 2026;
- Ci attendiamo infine che l'indebitamento finanziario netto passi da €10.5 milioni registrati al 31.12.2024 ad un massimo di €29.3 milioni al 31.12.2026, per poi scendere a €19.1 milioni al 31.12.2027. Nel triennio, stimiamo che i €44.5 milioni di flussi di cassa operativi saranno più che integralmente assorbiti da investimenti netti (€39 milioni) e dividendi distribuiti dalle società controllate (€14 milioni), determinando un aumento della posizione finanziaria netta pari a €8.6 milioni.

Ecosuntek: 2024 -2027 Condensed Cashflow Statement

(€ mn)	2024	2025	2026	2027
Net income	6.1	7.2	10.0	11.7
Taxes	1.9	0.0	0.0	0.0
Financial income (charges)	0.0	0.0	0.0	0.0
Depreciation & Amortization	3.3	2.9	4.8	4.8
Provisions & write-off	0.3	0.0	0.0	0.0
Change in Net Working Capital	22.9	4.7	1.6	0.5
Others items	(35.1)	(3.5)	(0.4)	0.2
Operating Cash Flow	**(0.5)**	**11.3**	**16.0**	**17.2**
Capital expenditures	(0.9)	(8.3)	(40.3)	(1.7)
Divestments (Acquisitions)	(4.9)	(4.0)	0.0	0.0
Dividends	(2.3)	(4.0)	(4.6)	(5.3)
Capital Increases	0.0	0.0	15.0	0.0
Other items	13.9	0.0	0.0	0.0
Cash Flow	**5.2**	**(5.0)**	**(13.8)**	**10.3**
NFP @ the beginning of the period	(15.7)	(10.5)	(15.6)	(29.3)
NFP @ the end of the period	(10.5)	(15.6)	(29.3)	(19.1)

Source: Ecosuntek Annual Reports & Websim Corporate estimates

Company Valuation

Stimiamo un *fair value* per azione Ecosuntek pari a €47.50. A questa valutazione siamo giunti, utilizzando tre differenti approcci valutativi, ossia i) un *Discounted Cashflow Model*, ii) i multipli delle società comparabili nonché, sempre prendendo a riferimento le medesime società, iii) i multipli storici espressi dalle società comparabili, non necessariamente allineati a quelli correnti, in quanto influenzati dalla congiuntura di mercato.

Discounted Cashflow Model

Nell'applicazione del metodo del *Discounted Cashflow Model* abbiamo utilizzato le stime esplicite 2025-29 rinvenienti dal nostro modello ed un flusso terminale 2030, funzionale al calcolo del valore terminale della Società.

Ecosuntek: Discounted Cashflow Model (€ mn)

(€ mn)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
Consolidated Net Sales	838.8	894.3	911.5	925.3	939.2	939.2
YoY consolidated sales growth	*12.3%*	*6.6%*	*1.9%*	*1.5%*	*1.5%*	*0.0%*
Adjusted EBITDA	**20.8**	**27.6**	**29.4**	**30.8**	**31.2**	**31.2**
Adjusted EBITDA margin	*2.5%*	*3.1%*	*3.2%*	*3.3%*	*3.3%*	*3.3%*
D&A	(2.9)	(4.8)	(4.8)	(4.8)	(4.8)	(4.8)
Adjusted EBIT	**17.9**	**22.8**	**24.5**	**26.0**	**26.4**	**26.4**
Adjusted EBIT margin	*2.1%*	*2.6%*	*2.7%*	*2.8%*	*2.8%*	*2.8%*
Taxes	(6.7)	(8.6)	(9.0)	(9.1)	(9.3)	(9.3)
corporate tax rate	37.5%	37.5%	36.5%	35.0%	35.0%	35.0%
NOPAT	**11.2**	**14.3**	**15.6**	**16.9**	**17.2**	**17.2**
D&A	2.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Change in Working Capital	4.7	1.6	0.5	0.4	0.6	0.0
Capex	(8.3)	(25.2)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(4.8)
% capex on consolidated net revenues	*1.0%*	*2.8%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.5%*
Free Cash Flow (FCF)	**10.5**	**(4.6)**	**19.3**	**20.4**	**20.9**	**17.2**
Year T0	0	1	2	3	4	5
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	8.0%	8.6%	9.3%	8.6%	9.3%	
Discounting factor	*1.00*	*0.93*	*0.85*	*0.76*	*0.72*	*0.64*
Discounted Free Cash Flow	**10.5**	**(4.2)**	**16.3**	**15.6**	**15.1**	**11.0**

Source: Websim Corporate estimates

Le principali assunzioni utilizzate per la determinazione del *WACC* della Società hanno interessato le seguenti variabili:

- Tasso *Free Risk* pari al 4.0%;
- *Equity Risk Premium* pari al 6.5%;
- Beta *relevered* pari a 0.90, che si compara ad un beta delle società comparabili, domestiche e internazionali, mediamente pari a 0.68;
- Tasso nominale di crescita perpetua "*g*" pari allo 0.0%, comprensivo di un tasso di inflazione perpetuo pari al 2.0%;
- Interessi di minoranza, valorizzati poco meno di €60 milioni, inclusivi delle quote di minoranza di Eco Trade, +Energia nonché Enrit, per quanto attiene allo sviluppo dei cantieri agrivoltaici calabresi;
- Azioni *outstanding* e *fully diluted:* n. 1,713,359. Non avendo emesso *warrants*, non avendo piani di incentivazione *stock-based* e, ad oggi, azioni proprie in portafoglio il numero di azioni in circolazione corrisponde al numero di azioni *fully diluted*.

Lo schema che segue riassume **gli esiti della nostra valutazione che si sostanzia in un *Enterprise Value* pari a €171.0 milioni, di cui il 69% riconducibile al valore terminale della Società, e in un *Equity Value* pari a €97.2 milioni**. Applicando un *liquidity discount* pari al 20%, addiveniamo ad una valutazione per azione ordinaria *fully diluted* di Ecosuntek pari a €45.38.

Ecosuntek: Discounted Cashflow Valuation Summary (€ mn)

A) 2025-29 Discounted Free Cash Flows	**53.3**	**31%**
Terminal Value	184.0	
Discounting factor	0.6	
B) Discounted Terminal Value	**117.7**	**69%**
C) = (A+B) Enterprise Value	**171.0**	**100%**
Net financial position @ 31.12.2024	(10.5)	
Minority Interests	(59.8)	
Associates	0.8	
Treasury shares	0.0	
Cash-out/in for acquisitions/disposals/other items	(4.3)	
Equity Value	**97.2**	
20% liquidity discount	(19.4)	
Fair Equity Value	**77.8**	
Fully diluted number of shares (mn)	1.7	
Fair Value per share (€)	**45.38**	
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	***9.3%***	
Terminal growth in real terms	*-2.0%*	
Perpetual inflation rate (%)	*2.0%*	
Terminal growth (g)	***0.0%***	

Source: Websim Corporate estimates

Stante la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performato un'analisi di sensitività, simulando l'evoluzione dell'*Equity Value* della Società al variare del costo medio ponderato del capitale ("*WACC*") e del tasso terminale di crescita ("*g*").

Ecosuntek: DCF Sensitivity Analysis to *WACC* and "*g*", pre-liquidity discount (€ mn)

Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth

	7.3%	8.3%	**9.3%**	10.3%	11.3%
-2.0%	94.4	83.3	**74.1**	66.5	60.0
-1.5%	101.6	89.2	**79.1**	70.7	63.6
-1.0%	109.7	95.8	**84.6**	75.3	67.5
-0.5%	118.9	103.1	**90.6**	80.3	71.8
0.0%	**129.3**	**111.3**	97.2	**85.8**	**76.4**
0.5%	141.2	120.5	**104.6**	91.9	81.5
1.0%	154.9	131.0	**112.9**	98.6	87.1
1.5%	171.0	143.0	**122.2**	106.1	93.2
2.0%	*190.2*	*157.0*	***132.8***	*114.4*	*100.0*

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi di sensitività svolta si può apprezzare come, **pur ipotizzando una riduzione di 100bps del tasso di crescita terminale ed un contestuale aumento del *WACC* di due punti percentuali, all'11.3%, le nostre stime supporterebbero un Equity Value più che doppio rispetto all'attuale capitalizzazione di mercato della Società,** prossimo a €30 milioni.

Peer Multiple Comparison

Come anticipato in premessa, ulteriore approccio utilizzato nel processo di valutazione del capitale economico di Ecosuntek è consistito nell'utilizzo dei multipli di mercato delle società comparabili. A tale riguardo, aspetto centrale nell'utilizzo di tale approccio consta nella selezione di un campione di società caratterizzate da un elevato livello di affinità, di *business* nonché "borsistica", rispetto alla società analizzata.

Nel caso di Ecosuntek, abbiamo optato per la selezione di 3 *cluster* societari, caratterizzati dall'inclusione di (i) ***Utilities integrate domestiche*** ad ampia capitalizzazione quotate in Italia, e (ii) ***Utilities europee integrate*** di ampia capitalizzazione quotate all'estero, in mercati europei e (iii) ***Utilities small e mid cap, quotate in Italia, con eterogenei profili di integrazione verticale.***

Ecosuntek: Comparables Market Capitalization and Share Performance (1M, 3M & 12M)

				SHARE PERFORMANCE		
Company Name	**CURRENCY**	**TICKER**	**MKT CAP.**	**1M**	**3M**	**12M**
Domestic Large Integrated Utilities						
ENEL	€	ENEL-IT	78,042	1.3%	4.0%	7.7%
A2A	€	A2A-IT	6,971	-0.2%	-2.4%	4.0%
HERA	€	HER-IT	6,208	3.2%	7.4%	0.0%
ACEA	€	ACE-IT	4,413	7.7%	-3.0%	6.8%
IREN	€	IRE-IT	3,276	6.2%	2.2%	0.3%
				3.7%	**1.6%**	**3.7%**
Foreign Large Integrated Utilities						
IBERDROLA	€	IBE-ES	103,564	3.9%	3.1%	5.1%
ENGIE	€	ENGI-FR	46,611	-1.7%	11.2%	-4.5%
E.ON	€	EOAN-DE	40,690	10.6%	10.6%	-1.0%
ENDESA	€	ELE-ES	28,766	5.5%	0.8%	7.0%
NATURGY	€	NTGY-ES	25,288	-0.3%	6.9%	4.0%
RWE	€	RWE-DE	24,606	-1.8%	4.5%	6.8%
SSE	£	SSE-GB	23,137	7.5%	-3.5%	5.3%
VEOLIA	€	VIE-FR	22,627	-1.2%	4.7%	5.2%
ORSTED	DKK	ORSTED-DK	14,836	-13.3%	17.2%	8.6%
CENTRICA	£	CNA-GB	9,197	4.8%	9.6%	10.6%
EDP	€	EDP-PT	14,791	2.6%	3.7%	5.8%
FORTUM	€	FORTUM-FI	13,777	4.2%	13.6%	13.2%
				5.6%	**7.8%**	**7.2%**
Small Distributors (to both Resellers and Final Clients)						
ACINQUE	€	AC5-IT	418	-2.8%	1.4%	-0.5%
EVISO	€	EVISO-IT	250	10.9%	12.6%	10.6%
ALTEA GREEN POWER	€	AGP-IT	158	10.0%	31.0%	2.4%
INIZIATIVE BRESCIANE	€	IB-IT	67	-8.8%	0.0%	2.1%
DISTRIBUZIONE ELETTRICA ADRIATICA	€	DEA-IT	60	5.7%	-1.2%	
				3.0%	**8.8%**	**3.7%**

Source: FactSet, Websim Corporate elaborations

A validazione del processo di selezione delle società comparabili, evidenziamo una limitata varianza di multipli che il mercato riconosce in funzione del diverso mercato di riferimento ma anche della differente capitalizzazione di mercato, con rarissime eccezioni.

Ecosuntek: Comparable Companies 2025-2026 Key Trading Multiples (x)

	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
Company Name	**2025**	**2026**	**2025**	**2026**	**2025**	**2026**
Domestic Large Integrated Utilities						
ENEL	6.9	6.8	10.5	10.3	11.2	10.9
A2A	6.4	6.4	12.0	12.1	10.1	10.0
HERA	6.6	6.6	12.3	12.1	12.9	12.8
ACEA	7.2	7.0	14.6	14.1	12.9	12.3
IREN	5.7	5.5	13.4	12.6	10.5	9.9
SAMPLE SIMPLE AVERAGE	**6.6**	**6.5**	**12.6**	**12.3**	**11.5**	**11.2**
Foreign Large Integrated Utilities						
IBERDROLA	10.4	9.8	16.1	15.4	16.9	16.3
ENGIE	6.6	6.7	9.9	10.1	9.9	10.5
E.ON	8.5	8.3	13.2	13.9	13.5	14.5
ENDESA	7.2	7.2	12.3	12.1	14.0	13.6
NATURGY	7.5	7.8	11.9	12.9	13.7	14.5
RWE	7.9	7.0	14.2	12.1	15.2	13.4
SSE	9.5	7.9	13.1	10.9	11.3	9.4
VEOLIA	6.8	6.4	12.8	12.0	13.8	12.7
ORSTED	7.5	6.6	12.9	11.4	13.7	10.5
CENTRICA	3.9	3.8	6.2	6.0	11.7	10.3
EDP	8.1	8.0	13.6	13.8	12.2	12.3
FORTUM	10.3	11.0	13.3	14.3	16.4	17.7
SAMPLE SIMPLE AVERAGE	**7.9**	**7.5**	**12.5**	**12.1**	**13.5**	**13.0**
Small Distributors (to both Resellers and Final Clients)						
ACINQUE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EVISO	16.2	12.6	21.0	15.1	32.2	23.9
ALTEA GREEN POWER	5.4	4.5	5.5	4.5	7.5	6.7
INIZIATIVE BRESCIANE	7.1	6.7	14.2	13.7	11.5	10.4
DISTRIBUZIONE ELETTRICA ADRIATICA	4.9	4.5	8.4	7.4	11.9	10.7
SAMPLE SIMPLE AVERAGE	**8.4**	**7.1**	**12.2**	**10.2**	**15.8**	**12.9**
AVERAGE TRADING MULTIPLES of the 3 CLUSTERS	**7.6**	**7.0**	**12.4**	**11.5**	**13.6**	**12.4**

Source: FactSet, Websim Corporate elaborations

Ai correnti prezzi di mercato, il campione di società selezionate tratta mediamente a 7.6x e 7.0x l'*EV/EBITDA* 2025 e 2026, cui corrispondono valutazioni *EV/EBIT* pari a 12.4x e 11.5x e valutazioni P/E pari a 13.6x e 12.4x.

Ecosuntek: Valution on Comparable Companies Trading Multiples (x)

Ecosuntek figures (Eu mn)	2023	2024	2025	2026
Adjusted Ebitda	12.6	18.1	20.8	27.6
Adjusted Ebit	11.1	14.8	17.1	21.9
Adjusted Net Profit	2.0	1.9	3.9	5.0
Capital Employed	39.7	35.5	43.7	77.9

	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Fair Enterprise Value	**158.3**	**194.1**	**212.0**	**252.4**	**128.1**	**151.6**
Net financial position @ the end of the period	*(15.6)*	*(29.3)*	*(15.6)*	*(29.3)*	(15.6)	(29.3)
Minority Interests	*(59.8)*	*(59.8)*	*(59.8)*	*(59.8)*	(59.8)	(59.8)
Associates	*0.8*	*0.8*	*0.8*	*0.8*	0.8	0.8
Treasury shares	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	0.0	0.0
Cash-out/in for acquisitions/disposals	*(0.2)*	*(0.2)*	*(0.2)*	*(0.2)*	(0.2)	(0.2)
Fair Equity Value, pre liquidity discount	**83.6**	**105.7**	**137.4**	**164.0**	**53.4**	**63.2**
2025-26 average equity value	***94.7***		***150.7***		***58.3***	
(-) 20% liquidity discount	(18.9)		(30.1)		(11.7)	
Fair Equity Value, post liquidity discount	**75.7**		**120.5**		**46.6**	
Number of fully diluted shares (mn)	1.7		1.7		1.7	
Fair Value per fully diluted share (€)	**44.2**		**70.3**		**27.2**	
% weight	*33.3%*		*33.3%*		*33.3%*	
Blended Fair Value per fully diluted share (€)	**47.25**					

Source: Websim Corporate estimates, FactSet

Applicando tali multipli ai risultati attesi dalla Società, **abbiamo stimato l'*Equity Value* di Ecosuntek in un intervallo compreso tra €58 milioni e €151 milioni.** Attribuendo ugual dignità ai 3 multipli utilizzati ai fini valutativi e applicando un *liquidity discount* pari al 20%, giungiamo ad una valutazione per azione ordinaria Ecosuntek *fully diluted* pari a €47.25.

Multipli Storici

Terzo e ultimo approccio valutativo utilizzato, è consistito nell'utilizzo dei multipli storici registrati dalle medesime società comparabili nel corso dell'ultimo decennio borsistico, approccio che consente di normalizzare i multipli utilizzati e di mitigare eventuali divergenze, rispetto ai multipli correnti, derivanti da fattori tipicamente congiunturali.

Dall'applicazione dei multipli storici ai risultati attesi dalla Società per gli anni 2025 e 2026, giungiamo ad una valutazione dell'Equity di Ecosuntek compresa tra €49 milioni e €218 milioni, in funzione del multiplo considerato.

Attribuendo pari dignità ai 3 multipli utilizzati e applicando un *liquidity discount* pari al 20%, giungiamo ad una valutazione per azione ordinaria *fully diluted* di Ecosuntek pari a €61.19, di quasi il 30% superiore a quella derivante dall'applicazione dei correnti multipli di mercato. Un *gap* valutativo per larga parte attribuibile alle più alte valutazioni riconosciute al comparto delle *Utilities* nel protratto periodo di tassi zero, immediatamente successivo al periodo pandemico e che riteniamo sia difficilmente ripetibile nel medio termine.

Econsuntek: Valution on Comparable Companies Historical Multiples (x, € mn)

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
10Y AVERAGE	14.2	25.0	22.3
10Y MEDIAN	9.2	16.5	16.2

Ecosuntek figures (Eu mn)	2024	2025	2026
Adjusted Ebitda	18.1	20.8	27.6
Adjusted Ebit	14.8	17.1	21.9
Adjusted Net Profit	1.9	2.1	3.9

	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
historical multiples premium vs current	*21.2%*	*31.3%*	*32.7%*	*43.2%*	*19.0%*	*31.2%*
Fair Enterprise Value	**191.8**	**254.8**	**281.3**	**361.4**	**121.1**	**170.5**
Net financial position @ the end of the period	*(15.6)*	*(29.3)*	*(15.6)*	*(29.3)*	(15.6)	(29.3)
Minority Interests	*(72.4)*	*(78.4)*	*(79.3)*	*(85.6)*	(71.1)	(78.4)
Associates	*1.0*	*1.1*	*1.1*	*1.2*	1.0	1.1
Treasury shares	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	0.0	0.0
Cash-out/in for acquisitions/disposals	*(0.2)*	*(0.2)*	*(0.2)*	*(0.2)*	(0.2)	(0.2)
Fair Equity Value, pre liquidity discount	**104.6**	**148.0**	**187.4**	**247.5**	**35.2**	**63.7**
2025-26 average equity value	***126.3***		***217.5***		***49.4***	
(-) 20% liquidity discount	(25.3)		(43.5)		(9.9)	
Fair Equity Value, post liquidity discount	**101.0**		**174.0**		**39.5**	
Number of fully diluted shares (mn)	1.7		1.7		1.7	
Fair Value per fully diluted share (€)	**59.0**		**101.5**		**23.1**	
% weight	*33.3%*		*33.3%*		*33.3%*	

Weighted Average Fair Value per fully diluted share (€)	61.19

Source: Websim Corporate estimates, FactSet

La tabella che segue riassume le risultanze dei tre approcci valutativi utilizzati che ci conducono ad una **valutazione media ponderata del capitale economico di Ecosuntek pari a €102 milioni, ovvero €82 milioni una volta applicato uno sconto liquidità pari al 20%**, prassi adottata per tutte le società a capitalizzazione contenuta quotate all'EGM (e non solo). Nel valutare i pesi utili alla ponderazione dei diversi approcci valutativi, abbiamo attribuito valenza più che proporzionale al c.d. *Discounted Cashflow Model* e valenza residuale ai multipli storici, in quanto influenzati da un prolungato periodo di tassi zero. Da qui, la determinazione di un *fair value* per azione *fully diluted*[51] Ecosuntek pari a €47.62.

Ecosuntek: Valuation Summary (€ mn)

Valuation Method	Equity Value	20% Liq. Disc.	Fair Equity Value	*Fully Diluted shares (mn)*	Fair Value per share (€)	*% Weight*
A) Discounted Cashflow Model	97.2	(19.4)	77.8	*1.71*	45.38	*55%*
B) Peer multiple comparison	101.2	(20.2)	81.0	*1.71*	47.25	*35%*
C) Historical multiples	131.1	(26.2)	104.8	*1.71*	61.19	*10%*
Weighted average value	**102.0**	**(20.4)**	**81.6**		**47.62**	***100%***

Source: Websim Corporate estimates

Per fini espositivi, riportiamo qui a seguito una tabella che riassume i multipli ai quali Ecosuntek tratterebbe al *target price* da noi individuato.

[51] vedasi precedente commento a pagina 37

Ecosuntek: 2024-27 Trading Multiples @ target price (x)

Fiscal Year	2024	2025	2026	2027
F.d. shares (mn)	1.7	1.7	1.7	1.7
Market Cap.	81.6	81.6	81.6	81.6
Enterprise Value	155.3	160.4	174.2	163.9
EV/Sales	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/Adjusted EBITDA	8.6	7.7	6.3	5.6
EV/Adjusted EBIT	10.1	9.0	7.6	6.7
EV/Capital Employed	4.4	3.7	2.2	2.2
Reported P/E	52.0	38.6	21.1	16.2
Adjusted P/E	43.8	38.6	21.1	16.2
Reported P/CEPS	19.1	16.3	9.4	8.3
Adjusted P/CEPS	17.9	16.3	9.4	8.3

Source: Webs.im Corporate estimates

Conclusioni

Iniziamo la copertura sul titolo Ecosuntek con raccomandazione BUY e *target price* a €47.50 per azione. La nostra visione positiva sul titolo poggia su molteplici aspetti. Tra questi:

- una **forte vocazione a crescita e sviluppo** che si è tradotta nel reinvestimento pressoché integrale dei flussi di cassa operativi generati in nuove iniziative, ispirate a sostenibilità e rispetto del territorio, nel rispetto di stringenti prerogative di ritorno sul capitale investito;
- un **piano di sviluppo particolarmente ambizioso sul versante della generazione**, solo in quota parte riflesso nelle nostre stime, che potrà beneficiare di tariffe "incentivanti" che offrono visibilità sui ritorni futuri delle iniziative selezionate;
- una **bilanciata integrazione verticale**, in grado di mitigare potenziali alterazioni della redditività dei diversi segmenti della filiera energetica, al contempo favorendo un'interazione sinergica tra le diverse società comprese nel perimetro societario (al riguardo, basti pensare ai benefici che +Energia potrà trarre dalle forniture procacciate da Eco Trade e Eco Sviluppo, anche a supporto della propria campagna commerciale);
- una **contenuta esposizione debitoria** che nel triennio oggetto di analisi non è attesa eccedere 1.1x l'EBITDA consolidato, lasciando spazio al *management* per poter cogliere opportunità ulteriori e non attualmente fattorizzate nei nostri numeri. Tra queste non escludiamo operazioni che possano interessare quote di minoranza in società attualmente controllate;
- **Valutazioni a significativo sconto rispetto alle società comparabili**: agli attuali prezzi di mercato Ecosuntek tratta a 5.0x e a 4.3x l'*EV/EBITDA* 2025 e 2026, a sconto rispettivamente del 34% e del 39% rispetto ai multipli espressi dal campione di società comparabili, nonostante i significativi tassi di crescita attesi e alle prospettive di ulteriore e potenziale sviluppo che la Società potrebbe fare proprie;
- **Consistente e sostenibile generazione di cassa**: assumendo uno scenario di pura *maintainance* degli *assets* proprietari, che crediamo possa comportare investimenti nell'ordine di €1.5 milioni annui, stimiamo che la Società potrebbe generare un free *cashflow* di pertinenza compreso tra €7 e €9 milioni, corrispondente al 25/30% circa dell'attuale capitalizzazione di mercato.

Appendix A) Comparable Companies

Enel SpA (ENEL-IT) — Relative: FTSE ITALIA MIB

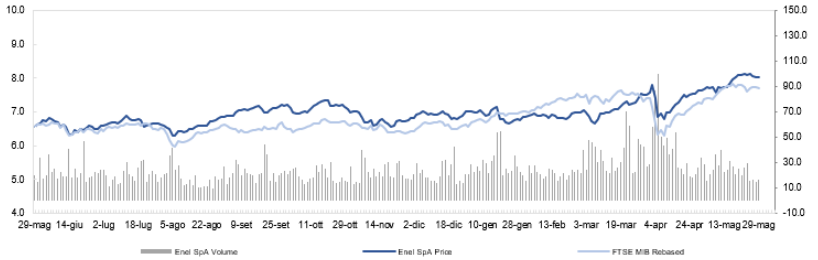
Company Information

Enel SpA engages in the electricity generation and distribution of natural gas. Its business lines include Enel Green Power and Thermal Generation, Global Energy and Commodity Management, E-Mobility Enel X Way, Enel X Global Retail, and Enel Grids. It operates through the following geographical segments: Italy, Iberia, Latin America, Europe, North America, Africa, Asia, and Oceania, North America, and Latin America.

ISIN	IT0003128367
Company Web Site	http://www.enel.it/
Local Exchange	Milan
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.75
Local Index	FTSE MIB
No. Employees	60,359.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance



		Shs Out	10,156.59	1M %	5.05%
		Mkt Cap	81,516.83	3M %	13.70%
Share Price	8.03	One Y Beta	0.57	6M %	17.86%
		Avg D vol	25.03	YTD %	16.56%
		52 W H/L	8.2 / 6.2	1Y %	22.16%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	75,247.00	81,702.69	81,070.28	EPS (dil)	0.67	0.68	0.70
EBITDA	17,351.00	23,066.53	23,739.52	P/E	12.04	11.84	11.48
EBIT	10,670.00	14,887.27	15,326.69	EBITDA Margin(%)	23.1%	28.2%	29.3%
Net Income	6,770.00	6,885.25	7,084.15	EBIT Margin(%)	14.2%	18.2%	18.9%
Cash & ST Inv	8,189.00	13,154.00	11,892.00	Net Margin (%)	9.0%	8.4%	8.7%
Assets	187,139.00	183,166.40	186,641.60	ROA (%)	5.7%	8.1%	8.2%
Wkg Cap	-8,791.00	-11,332.00	-10,909.00	ROE (%)	25.5%	18.8%	18.1%
Net Debt	70,040.00	57,735.43	59,878.24	Asset Turn	0.39	0.48	0.42
Net Op CF	13,223.00	17,601.26	18,294.00	Asset /Equity	7.04	6.32	5.42
CapeEX	10,166.00	12,595.92	13,757.21	DPS	0.47	0.48	0.49
FCF	-834.00	4,281.29	3,573.54	BK PS	2.62	3.61	3.86

A2A S.p.A. (A2A-IT) — Relative: FTSE ITALIA MIB

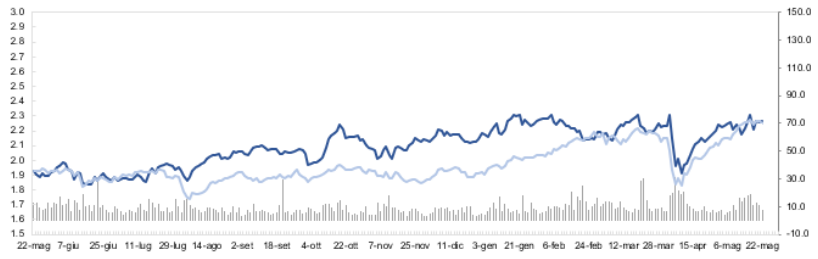
Company Information

A2A SpA engages in the production, sale & distribution of electricity, gas & heat and management of waste & integrated water cycle. The Energy business area provides electricity generation, energy management, and sale of electricity and gas. The Environment business area involves the whole waste management cycle. The Heat and Services business area offers cogeneration and district heating services, and management of heating plants. The Networks business area consists of the operational management of networks in the distribution of electricity & natural gas.

ISIN	IT0001233417
Company Web	https://www.grupp
Local Exchange	Milan
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.48
Local Index	FTSE MIB
No. Employees	14,777.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance



		Shs Out	3,132.91	1M %	5.34%
		Mkt Cap	7,105.43	3M %	5.73%
Share Price	2.27	One Y Beta	0.71	6M %	7.23%
		Avg D vol	9.63	YTD %	5.73%
		52 W H/L	2.4 / 1.8	1Y %	17.79%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	12,570.00	12,596.69	12,440.89	EPS (dil)	0.28	0.22	0.22
EBITDA	1,954.00	2,209.22	2,240.49	P/E	8.22	10.23	10.28
EBIT	1,060.00	1,178.27	1,172.90	EBITDA Margin(%)	15.5%	17.5%	18.0%
Net Income	864.00	694.93	685.89	EBIT Margin(%)	8.4%	9.4%	9.4%
Cash & ST Inv	1,549.00	--	--	Net Margin (%)	6.9%	5.5%	5.5%
Assets	20,226.00	19,592.00	20,168.00	ROA (%)	5.2%	6.0%	5.8%
Wkg Cap	733.00	495.33	499.67	ROE (%)	15.9%	11.8%	11.1%
Net Debt	5,723.00	5,827.76	5,992.25	Asset Turn	0.64	0.79	0.65
Net Op CF	1,459.00	1,705.95	1,740.70	Asset /Equity	3.71	4.43	3.56
CapeEX	1,512.00	1,598.00	1,636.50	DPS	0.10	0.10	0.11
FCF	108.00	361.95	147.20	BK PS	1.74	1.88	1.99

Hera S.p.A. (HER-IT)

Relative: FTSE ITALIA MIB

Company Information

Hera SpA is a joint-stock company, which engages in the provision of environmental, water, and energy services. It operates through the following business segments: Gas, Waste Management, Electricity, Water Cycle, and Other Services. The Gas segment relates to gas services. The Waste Management segment refers to waste management and treatment. The Electricity segment refers to the distribution and sale of electricity, gas, and energy services. The Water Cycle segment includes aqueduct, sewage, and purification.

ISIN	IT0001250932
Company Web	https://ha.gruppoh
Local Exchange	Milan
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.55
Local Index	FTSE MIB
No. Employees	10,241.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance

		Shs Out	1,462.64	1M %	5.15%
		Mkt Cap	6,268.87	3M %	20.46%
Share Price	4.29	One Y Beta	0.55	6M %	22.81%
		Avg D vol	2.66	YTD %	24.88%
		52 W H/L	4.3 / 3.1	1Y %	26.95%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	12,889.70	13,588.98	13,628.56	EPS (dil)	0.34	0.32	0.33
EBITDA	1,275.70	1,591.05	1,625.81	P/E	12.49	13.44	13.15
EBIT	689.30	848.00	869.34	EBITDA Margin(%)	9.9%	11.7%	11.9%
Net Income	494.50	472.41	481.21	EBIT Margin(%)	5.3%	6.2%	6.4%
Cash & ST Inv	1,315.60	--	--	Net Margin (%)	3.8%	3.5%	3.5%
Assets	15,187.00	15,492.00	16,000.00	ROA (%)	4.5%	5.5%	5.4%
Wkg Cap	314.80	965.00	1,010.00	ROE (%)	13.4%	12.1%	11.6%
Net Debt	3,478.70	4,143.42	4,212.45	Asset Turn	0.85	0.99	0.86
Net Op CF	853.00	1,163.33	1,180.33	Asset /Equity	4.13	4.38	4.09
CapeEX	860.30	908.67	934.00	DPS	0.15	0.16	0.16
FCF	369.00	189.67	216.00	BK PS	2.55	2.64	2.81

Acea S.p.A. (ACE-IT)

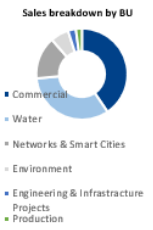
Relative: FTSE ITALIA MIB

Company Information

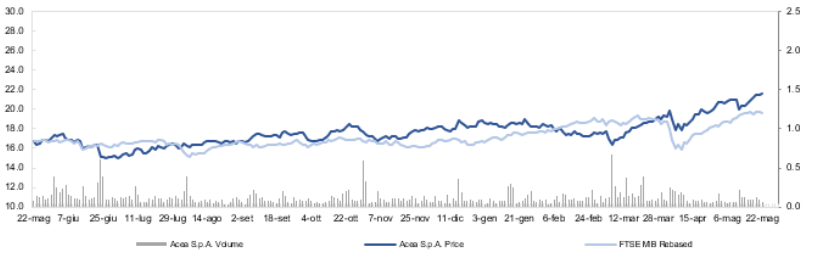
Acea SpA is a holding company, which engages in the business of managing and developing water, energy, and environmental services. It operates through the following segments: Environment, Commercial, Water, Overseas Water, Production, Networks and Smart Cities, Engineering and Infrastructure Projects, and Corporate.

ISIN	IT0001207098
Company Web	http://gruppo.acea
Local Exchange	Milan
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.18
Local Index	FTSE MIB
No. Employees	8,715.00

Sales breakdown by BU



One Year Price Performance



		Shs Out	212.55	1M %	8.47%
		Mkt Cap	4,599.54	3M %	25.74%
Share Price	21.64	One Y Beta	0.29	6M %	21.57%
		Avg D vol	0.12	YTD %	15.85%
		52 W H/L	21.7 / 14.8	1Y %	29.19%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	4,050.22	4,358.41	4,425.59	EPS (dil)	1.56	1.57	1.63
EBITDA	1,236.69	1,472.91	1,535.71	P/E	13.87	13.80	13.27
EBIT	552.01	680.64	715.97	EBITDA Margin(%)	30.5%	33.8%	34.7%
Net Income	331.62	339.01	358.51	EBIT Margin(%)	13.6%	15.6%	16.2%
Cash & ST Inv	514.51	476.00	492.00	Net Margin (%)	8.2%	7.8%	8.1%
Assets	12,226.07	12,150.00	12,508.00	ROA (%)	4.5%	5.6%	5.7%
Wkg Cap	-1,042.58	534.50	562.00	ROE (%)	13.2%	12.6%	12.4%
Net Debt	5,139.37	5,030.32	5,181.79	Asset Turn	0.34	0.39	0.35
Net Op CF	1,601.64	1,107.50	1,151.00	Asset /Equity	4.88	4.94	4.87
CapeEX	1,438.87	1,099.67	1,058.00	DPS	0.95	0.98	1.02
FCF	13.41	23.00	110.00	BK PS	11.79	12.44	13.12

Iren S.p.A. (IRE-IT)

Relative: FTSE ITALIA MIB

Company Information

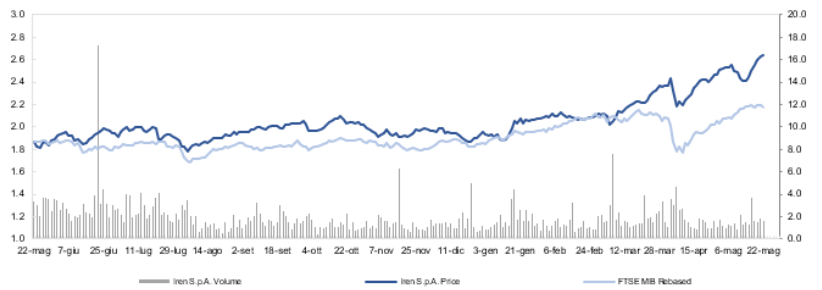
Iren SpA is a holding company, which engages in the provision of multi-utility services. The Networks segment includes electricity & gas distribution networks, and integrated water service. The waste management segment includes waste collection, treatment and disposal. The Energy segment includes Hydroelectric production and other renewable sources, Cogeneration of electricity and heat, District heating, thermoelectric production. The Market segment includes Sale of electricity, gas, heat and other customer services.

ISIN	IT0003027817
Company Web	http://irenmercato.i
Local Exchange	Milan
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.39
Local Index	FTSE MIB
No. Employees	11,311.00

Sales breakdown by BU

- Market
- Energy
- Environment
- Networks
- Not Allocatable
- Other Services

One Year Price Performance



		Shs Out	1,283.08	1M %	8.84%
		Mkt Cap	3,382.19	3M %	26.97%
Share Price	2.64	One Y Beta	0.55	6M %	35.32%
		Avg D vol	1.89	YTD %	37.36%
		52 W H/L	2.6 / 1.8	1Y %	41.49%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	5,942.16	6,386.10	6,438.73	EPS (dil)	0.21	0.23	0.25
EBITDA	1,089.04	1,353.01	1,417.06	P/E	12.60	11.25	10.76
EBIT	433.56	564.27	596.81	EBITDA Margin(%)	18.3%	21.2%	22.0%
Net Income	268.47	307.71	322.71	EBIT Margin(%)	7.3%	8.8%	9.3%
Cash & ST Inv	365.81	399.00	408.00	Net Margin (%)	4.5%	4.8%	5.0%
Assets	12,211.32	11,911.00	12,288.00	ROA (%)	3.6%	4.7%	4.9%
Wkg Cap	-363.56	319.30	377.05	ROE (%)	9.3%	8.8%	8.9%
Net Debt	4,684.62	4,262.07	4,418.22	Asset Turn	0.50	0.60	0.54
Net Op CF	982.46	1,045.18	1,080.23	Asset /Equity	4.25	3.85	3.88
CapeEX	830.22	941.00	1,002.75	DPS	0.13	0.14	0.15
FCF	-37.54	223.05	70.00	BK PS	2.24	2.65	2.74

E.ON SE (EOAN-DE)

Relative: GERMANY DAX(TR)

Company Information

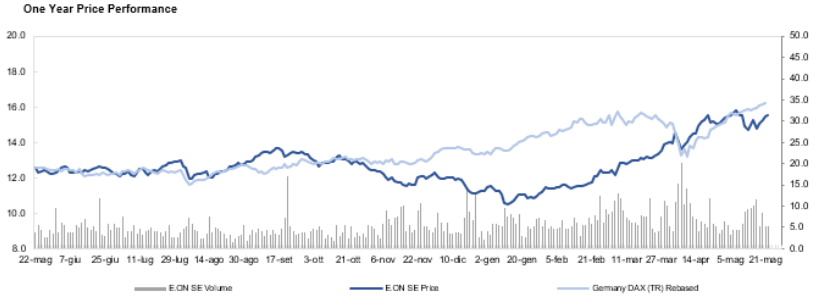
E.ON SE is an international investor-owned energy company, which engages in providing energy networks and customer solutions. It develops and sells products and solutions for private, commercial and industrial customers. The Energy Networks segment consists of E.ON's power and gas distribution networks and related activities. The Customer Solutions segment serves as the platform for working with E.ON's customers to actively shape Europe's energy transition.

ISIN	DE000ENAG999
Company Web	http://www.eon.co
Local Exchange	Xetra
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.84
Local Index	Germany DAX (TR)
No. Employees	76,566.00

Sales breakdown by BU

- Energy Retail - Germany
- Energy Retail - Other
- Energy Retail - United Kingdom
- Energy Networks - Germany
- Energy Retail - Netherlands

One Year Price Performance



		Shs Out	2,611.66	1M %	0.00%
		Mkt Cap	40,532.94	3M %	32.42%
Share Price	15.52	One Y Beta	0.20	6M %	28.96%
		Avg D vol	5.66	YTD %	38.02%
		52 W H/L	15.8 / 10.4	1Y %	23.76%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	80,119.00	85,707.73	85,216.45	EPS (dil)	1.73	1.13	1.06
EBITDA	12,090.00	9,624.57	9,582.61	P/E	8.95	13.68	14.64
EBIT	8,412.00	6,048.87	5,891.91	EBITDA Margin(%)	15.1%	11.2%	11.2%
Net Income	4,531.00	2,965.30	2,774.63	EBIT Margin(%)	10.5%	7.1%	6.9%
Cash & ST Inv	7,280.00	5,514.25	4,119.75	Net Margin (%)	5.7%	3.5%	3.3%
Assets	120,065.00	119,062.00	122,545.75	ROA (%)	7.0%	5.1%	4.8%
Wkg Cap	-3,923.00	-13,351.68	-17,586.94	ROE (%)	25.4%	15.8%	14.1%
Net Debt	31,784.00	37,743.44	41,439.67	Asset Turn	0.66	0.83	0.72
Net Op CF	5,673.00	7,464.30	7,136.41	Asset /Equity	6.73	7.52	5.58
CapeEX	6,971.00	8,297.57	8,696.33	DPS	0.55	0.57	0.59
FCF	-2,682.00	-999.10	-1,745.20	BK PS	6.83	7.18	7.53

RWE AG (RWE-DE)

Relative: GERMANY DAX(TR)

Company Information

RWE AG is a holding company, which engages in generating electricity and gas from renewable and conventional sources. The Offshore Wind segment focuses on development and realization of projects to expand capacity. The Onshore Wind and Solar segment include onshore wind, solar power, and parts of battery storage. The Supply and Trading segment offers proprietary trading of energy commodities. The Coal and Nuclear segment cover electricity production using coal and nuclear power, as well as lignite mining operations.

ISIN	DE0007037129
Company Web	http://www.rwe.co
Local Exchange	Xetra
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.91
Local Index	Germany DAX (TR)
No. Employees	20,385.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance

		Shs Out	743.84	1M %	-4.51%
		Mkt Cap	24,249.22	3M %	11.91%
Share Price	32.60	One Y Beta	0.42	6M %	5.13%
		Avg D vol	2.42	YTD %	13.08%
		52 W H/L	35.9 / 27.8	1Y %	-6.08%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	24,224.00	25,045.46	26,234.39	EPS (dil)	6.91	2.18	2.46
EBITDA	6,402.00	4,915.85	5,551.81	P/E	4.72	14.96	13.26
EBIT	4,396.00	2,707.37	3,095.26	EBITDA Margin(%)	26.4%	19.6%	21.2%
Net Income	5,135.00	1,590.03	1,758.58	EBIT Margin(%)	18.1%	10.8%	11.8%
Cash & ST Inv	11,941.00	4,916.33	3,080.67	Net Margin (%)	21.2%	6.3%	6.7%
Assets	111,787.00	101,165.80	102,378.80	ROA (%)	3.9%	2.7%	3.0%
Wkg Cap	5,886.00	11,401.19	7,190.34	ROE (%)	16.3%	4.9%	5.2%
Net Debt	3,849.00	13,560.89	15,917.98	Asset Turn	0.21	0.27	0.25
Net Op CF	6,620.00	4,360.60	4,717.74	Asset /Equity	3.54	3.25	3.00
CapeEX	9,377.00	7,176.01	6,214.15	DPS	1.10	1.18	1.27
FCF	-3,501.00	-2,793.79	-1,150.38	BK PS	42.41	44.68	46.82

ENGIE S.A. (ENGI-FR)

Relative: FRANCE CAC 40

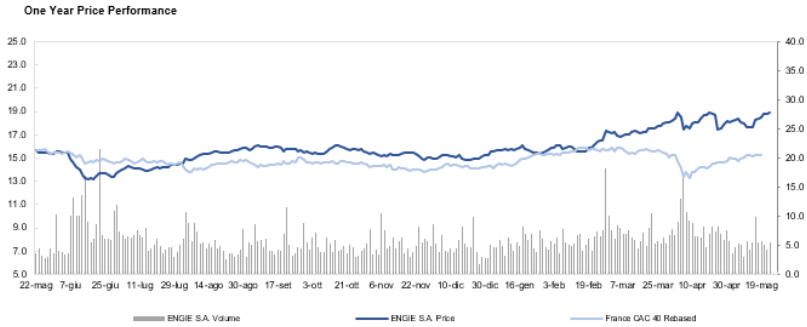
Company Information

ENGIE SA engages in the provision of electricity, natural gas, and energy related services. The Renewables segment is involved in the renewable energy generation activities, including financing, construction, operation and maintenance of renewable energy facilities. The Networks segment focuses on electricity and gas infrastructure activities and projects. The Energy Solutions segment consists of construction and management of decentralized energy networks to produce low-carbon energy heating and cooling networks. The Supply segment relates to the sale of gas and electricity to end customers, whether professional or individual. The Others segment encompasses energy management and optimization activities.

ISIN	FR0010208488
Company Web	http://www.engie.c
Local Exchange	Euronext Paris
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.72
Local Index	France CAC 40
No. Employees	97,967.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance



		Shs Out	2,431.65	1M %	0.24%
		Mkt Cap	46,055.43	3M %	17.97%
Share Price	18.94	One Y Beta	0.26	6M %	23.07%
		Avg D vol	6.02	YTD %	23.71%
		52 W H/L	19.0 / 13.1	1Y %	20.79%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	73,812.00	73,833.34	72,364.47	EPS (dil)	1.65	1.92	1.83
EBITDA	14,099.00	14,481.98	14,117.38	P/E	11.45	9.84	10.37
EBIT	8,970.00	9,227.16	9,006.88	EBITDA Margin(%)	19.1%	19.6%	19.5%
Net Income	4,030.00	4,704.88	4,450.93	EBIT Margin(%)	12.2%	12.5%	12.4%
Cash & ST Inv	17,737.00	13,049.67	12,261.33	Net Margin (%)	5.5%	6.4%	6.2%
Assets	189,544.00	183,371.33	186,255.33	ROA (%)	4.7%	5.0%	4.8%
Wkg Cap	6,475.00	0.00	0.00	ROE (%)	13.2%	13.3%	12.3%
Net Debt	38,308.00	43,202.91	45,978.57	Asset Turn	0.38	0.42	0.39
Net Op CF	12,637.00	11,900.73	12,325.58	Asset /Equity	6.21	6.40	5.87
CapeEX	9,385.00	9,601.74	10,009.79	DPS	1.48	1.34	1.32
FCF	-895.00	2,777.68	2,714.34	BK PS	12.58	14.42	14.88

Veolia Environnement SA (VIE-FR)

Relative: FRANCE CAC 40

Company Information

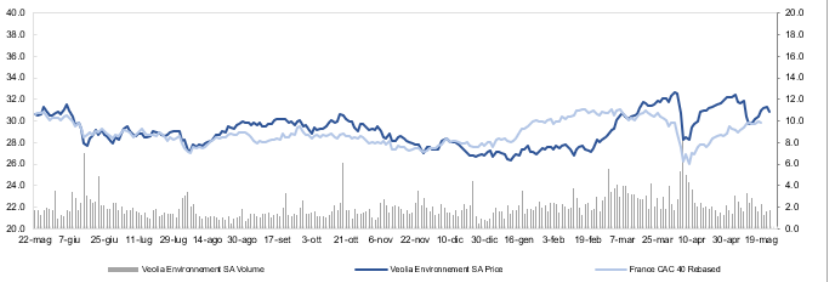
Veolia Environnement SA engages in the management of water supplies and distribution systems and provides waste management services. The Water segment integrates drinking water and waste water activities. The Environmental Services segment collects, processes, and disposes household, trade, and industrial waste. The Energy Services segment includes heat production and distribution, energy optimization and related services, and electricity production.

ISIN	FR0000124141
Company Web	http://www.veolia.c
Local Exchange	Euronext Paris
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.99
Local Index	France CAC 40
No. Employees	215,041.00

Sales breakdown by BU

▪ Water ▪ Waste ▪ Energy

One Year Price Performance



		Shs Out	756.52	1M %	-0.99%
		Mkt Cap	23,368.89	3M %	12.45%
Share Price	30.89	One Y Beta	0.71	6M %	10.96%
		Avg D vol	2.04	YTD %	13.94%
		52 W H/L	32.7 / 26.2	1Y %	0.65%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	44,692.00	46,112.15	48,124.61	EPS (dil)	1.48	2.20	2.38
EBITDA	6,250.00	7,046.52	7,403.47	P/E	20.85	14.07	12.96
EBIT	3,074.00	3,730.34	3,976.78	EBITDA Margin(%)	14.0%	15.3%	15.4%
Net Income	1,200.00	1,617.70	1,751.84	EBIT Margin(%)	6.9%	8.1%	8.3%
Cash & ST Inv	9,601.00	7,438.00	7,116.33	Net Margin (%)	2.7%	3.5%	3.6%
Assets	72,959.00	72,058.66	73,184.00	ROA (%)	4.2%	5.2%	5.4%
Wkg Cap	-2,861.00	-3,442.50	-3,407.00	ROE (%)	11.3%	12.5%	13.0%
Net Debt	23,018.00	19,056.19	19,643.56	Asset Turn	0.61	0.62	0.61
Net Op CF	4,495.00	5,546.08	5,948.58	Asset /Equity	7.62	5.74	5.72
CapeEX	2,965.00	3,885.98	3,927.09	DPS	1.40	1.51	1.64
FCF	635.00	980.87	1,317.54	BK PS	13.13	17.58	18.34

Iberdrola SA (IBE-ES)

Relative: SPAIN IBEX 35

Company Information

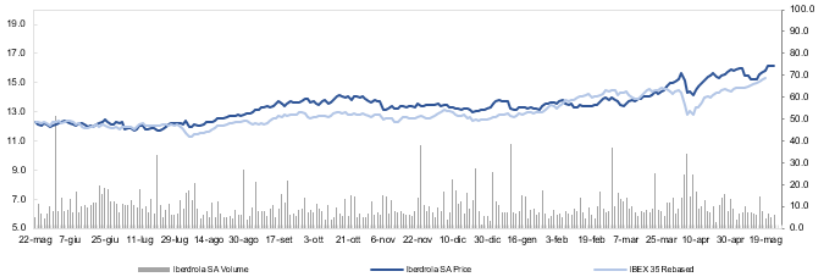
Iberdrola SA is a holding company, which engages in the generation, distribution, trading, and marketing of electricity. The Networks business engages in the transmission and distribution of energy businesses. The Liberalized business includes wholesale and retail of electricity in Spain, Portugal, the United Kingdom, Mexico and Continental Europe. The Renewables business involves the generation of electricity from renewable energy sources worldwide.

ISIN	ES0144580Y14
Company Web	http://www.iberdrol
Local Exchange	Madrid
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.98
Local Index	IBEX 35
No. Employees	42,246.00

Sales breakdown by BU

▪ Customers
▪ Networks
▪ Renewables & Sustainable Generation

One Year Price Performance



		Shs Out	6,764.03	1M %	3.42%
		Mkt Cap	109,374.39	3M %	20.09%
Share Price	16.17	One Y Beta	0.39	6M %	19.03%
		Avg D vol	10.36	YTD %	21.58%
		52 W H/L	16.2 / 11.6	1Y %	31.68%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	44,324.00	47,138.69	48,398.46	EPS (dil)	0.87	0.95	0.98
EBITDA	15,994.00	16,434.44	17,402.17	P/E	18.60	17.02	16.45
EBIT	10,901.00	10,632.72	11,232.04	EBITDA Margin(%)	36.1%	34.9%	36.0%
Net Income	5,631.00	6,031.85	6,267.32	EBIT Margin(%)	24.6%	22.6%	23.2%
Cash & ST Inv	5,771.00	4,057.40	4,489.80	Net Margin (%)	12.7%	12.8%	12.9%
Assets	164,310.00	164,917.33	171,403.83	ROA (%)	6.6%	6.4%	6.6%
Wkg Cap	-9,304.00	-119.19	1,053.70	ROE (%)	11.4%	11.3%	11.8%
Net Debt	51,498.00	57,366.55	60,698.81	Asset Turn	0.28	0.32	0.29
Net Op CF	9,619.00	13,155.48	14,018.17	Asset /Equity	3.49	3.07	2.94
CapeEX	8,375.00	13,271.85	12,969.84	DPS	0.51	0.67	0.70
FCF	788.00	191.79	-94.26	BK PS	7.63	8.39	8.31

Endesa S.A. (ELE-ES)

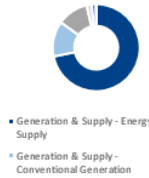
Relative: SPAIN IBEX 35

Company Information

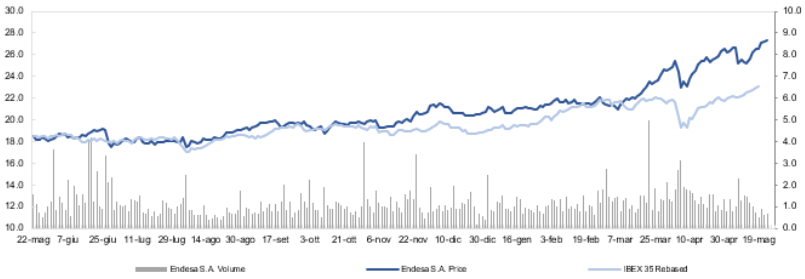
Endesa SA engages in the generation, distribution, and sale of electricity. It is also involved in the natural gas sector and provides other energy-related services. The Generation and Commercialisation segment refers to the production of electricity from energy sources such as hydroelectric, nuclear, thermal, wind, and solar. The Distribution segment consists of distribution of electricity to consumption points. The Structure segment includes the balances and transactions of holding and financing companies.

ISIN	ES0130670112
Company Web	http://www.endesa
Local Exchange	Madrid
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.30
Local Index	IBEX 35
No. Employees	8,914.00

Sales breakdown by BU



One Year Price Performance



		Shs Out	1,058.67	1M %	6.17%
		Mkt Cap	28,975.78	3M %	27.60%
Share Price	27.37	One Y Beta	0.49	6M %	35.03%
		Avg D vol	1.19	YTD %	31.78%
		52 W H/L	27.4 / 17.4	1Y %	47.63%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	20,935.00	23,180.36	22,910.37	EPS (dil)	1.78	1.94	2.00
EBITDA	5,900.00	5,511.02	5,622.03	P/E	15.34	14.12	13.68
EBIT	3,952.00	3,275.39	3,341.25	EBITDA Margin(%)	28.2%	23.8%	24.5%
Net Income	1,888.00	2,039.66	2,080.29	EBIT Margin(%)	18.9%	14.1%	14.6%
Cash & ST Inv	840.00	1,163.83	1,096.17	Net Margin (%)	9.0%	8.8%	9.1%
Assets	37,345.00	39,917.83	40,194.00	ROA (%)	10.6%	8.2%	8.3%
Wkg Cap	143.00	377.15	324.87	ROE (%)	23.3%	23.3%	22.5%
Net Debt	9,654.00	10,705.79	10,944.78	Asset Turn	0.53	0.62	0.55
Net Op CF	3,573.00	4,226.38	4,356.02	Asset /Equity	4.60	5.94	4.71
CapeEX	1,846.00	3,388.36	2,671.63	DPS	1.07	1.37	1.42
FCF	669.00	518.78	1,430.14	BK PS	7.66	8.33	8.90

Naturgy Energy Group, S.A. (NTGY-ES)

Relative: SPAIN IBEX 35

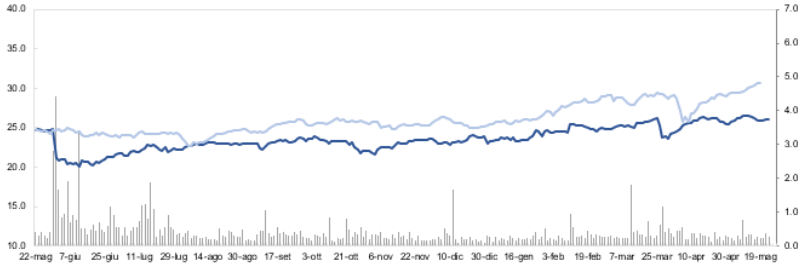
Company Information

Naturgy Energy Group SA is engaged in the production and distribution of natural gas and electricity. The Gas & Electricity segment includes the Supply of gas, electricity, and services, International LNG supply, Electricity generation in Europe, and International electricity generation. The EMEA Infrastructures segment includes distribution in Spain and manages Maghreb – Europe gas pipeline. The Latin America North Infrastructures segment includes distribution in Mexico and Panama. The Latin America South Infrastructures segment includes distribution in Argentina and Gas distribution in Brazil.

ISIN	ES0116870314
Company Web	http://www.naturgy
Local Exchange	Madrid
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.11
Local Index	IBEX 35
No. Employees	6,812.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance



		Shs Out	960.94	1M %	0.38%
		Mkt Cap	25,061.27	3M %	4.32%
Share Price	26.08	One Y Beta	0.67	6M %	11.64%
		Avg D vol	0.42	YTD %	11.55%
		52 W H/L	26.6 / 20.1	1Y %	5.67%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	19,267.00	19,429.13	18,656.54	EPS (dil)	2.00	1.91	1.80
EBITDA	5,204.00	5,180.53	5,124.80	P/E	13.03	13.66	14.49
EBIT	3,662.00	3,379.73	3,309.19	EBITDA Margin(%)	27.0%	26.7%	27.5%
Net Income	1,923.00	1,825.96	1,731.18	EBIT Margin(%)	19.0%	17.4%	17.7%
Cash & ST Inv	6,097.00	2,143.00	2,141.00	Net Margin (%)	10.0%	9.4%	9.3%
Assets	40,836.00	38,493.50	37,956.50	ROA (%)	9.0%	8.8%	8.7%
Wkg Cap	2,516.00	142.00	127.00	ROE (%)	20.3%	19.9%	17.7%
Net Debt	11,914.00	14,454.11	14,291.88	Asset Turn	0.49	0.60	0.47
Net Op CF	3,992.00	3,633.33	3,642.67	Asset /Equity	4.31	3.96	4.14
CapeEX	2,197.00	2,270.42	2,287.57	DPS	2.11	1.62	1.70
FCF	224.00	1,187.50	1,167.00	BK PS	9.87	9.60	10.15

EDP S.A. (EDP-PT)

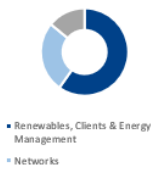
Relative: PORTUGAL PSI GENERAL

Company Information

EDP SA engages in the generation, transmission, distribution and supply of electricity and supply of gas. The Renewables segment engages in generation of electricity through renewable energy sources. The Networks segment engages in electricity distribution and transmission business, including last resort suppliers. The Customer Solutions and Energy Management segment includes electricity generation from energy sources non-renewable, especially coal and gas; electricity and gas trading and energy solution services.

ISIN	PTEDP0AM0009
Company Web	http://www.edp.co
Local Exchange	Euronext Lisbon
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.71
Local Index	Portugal PSI
No. Employees	12,596.00

Sales breakdown by BU



One Year Price Performance

		Shs Out	4,132.89	1M %	4.76%
		Mkt Cap	14,374.19	3M %	14.63%
Share Price	3.48	One Y Beta	1.25	6M %	-0.09%
		Avg D vol	9.67	YTD %	12.52%
		52 W H/L	4.2 / 2.9	1Y %	-8.59%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	15,268.87	16,642.02	16,541.50	EPS (dil)	0.19	0.29	0.29
EBITDA	4,278.98	4,822.84	4,892.36	P/E	17.92	12.04	12.08
EBIT	1,858.28	2,945.36	2,981.81	EBITDA Margin(%)	28.0%	29.0%	29.6%
Net Income	800.98	1,216.18	1,207.09	EBIT Margin(%)	12.2%	17.7%	18.0%
Cash & ST Inv	3,663.22	3,028.25	2,923.00	Net Margin (%)	5.2%	7.3%	7.3%
Assets	56,430.82	56,345.40	57,440.40	ROA (%)	3.3%	5.2%	5.2%
Wkg Cap	1,006.49	1,081.00	1,381.00	ROE (%)	7.0%	9.4%	9.0%
Net Debt	19,002.67	17,375.87	17,575.62	Asset Turn	0.27	0.29	0.27
Net Op CF	3,617.07	3,144.63	3,509.88	Asset /Equity	4.89	4.05	4.52
CapeEX	5,508.49	3,485.49	3,182.20	DPS	0.20	0.20	0.20
FCF	-2,703.12	104.39	191.63	BK PS	2.77	3.08	3.20

SSE PLC (SSE-GB)

Relative: FTSE UK ALL-SHARE(GBP)

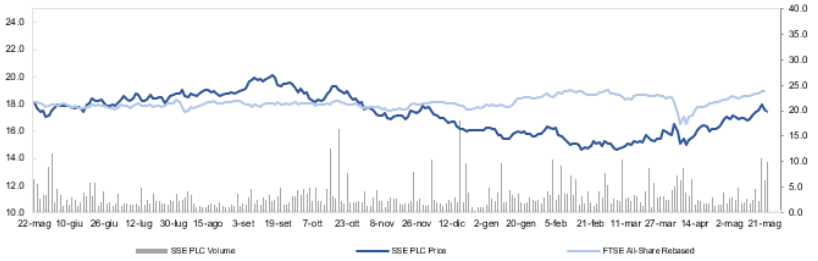
Company Information

SSE Plc engages in the generation, transmission, distribution, and supply of electricity. It operates through the following segments: Networks, Retail, and Wholesale. The Networks segment includes electricity distribution, electricity transmission, and gas distribution. The Retail segment comprises the business energy, airtricity, and enterprise. The Wholesale segment involves the energy portfolio management, electricity generation, gas storage, and gas production.

ISIN	GB0007908733
Company Web	http://www.sse.co
Local Exchange	London
Trading Currency	GBP
Reporting	GBP
Financial Year End	31/03/2025
Float	0.97
Local Index	FTSE All-Share

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance



		Shs Out	1,100.29	1M %	6.61%
		Mkt Cap	19,178.05	3M %	16.63%
Share Price	17.43	One Y Beta	0.74	6M %	-0.23%
		Avg D vol	3.24	YTD %	8.67%
		52 W H/L	20.2 / 14.5	1Y %	-4.05%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	10,131.90	9,781.84	10,569.69	EPS (dil)	1.08	1.58	1.88
EBITDA	3,326.80	3,394.56	4,091.52	P/E	16.12	11.06	9.28
EBIT	2,242.50	2,415.73	2,976.64	EBITDA Margin(%)	32.8%	34.7%	38.7%
Net Income	1,189.40	1,745.73	2,099.61	EBIT Margin(%)	22.1%	24.7%	28.2%
Cash & ST Inv	1,090.50	996.00	882.40	Net Margin (%)	11.7%	17.8%	19.9%
Assets	30,363.60	32,404.00	36,853.75	ROA (%)	7.4%	7.5%	8.1%
Wkg Cap	26.30	-12,633.17	-15,979.74	ROE (%)	19.9%	13.9%	14.9%
Net Debt	11,396.30	11,890.67	15,009.07	Asset Turn	0.35	0.32	0.35
Net Op CF	2,476.80	2,858.60	3,372.00	Asset /Equity	2.98	2.67	2.52
CapeEX	3,131.00	4,196.01	5,921.50	DPS	0.64	0.69	0.74
FCF	-688.20	-217.20	-1,155.40	BK PS	5.44	11.35	12.64

Centrica plc (CNA-GB)

Relative: FTSE UK ALL-SHARE(GBP)

Company Information

Centrica Plc engages in the provision of energy supply and services. The British Gas Services and Solutions segment is involved in the installation, repair, and maintenance of domestic central heating and related appliances. The Energy Marketing and Trading segment includes procurement, trading, and optimization of energy in the UK and Europe. The Upstream segment produces and processes oil and gas principally within Spirit Energy and the sale of power generated from nuclear assets in the UK.

ISIN	GB00B033F229
Company Web	http://www.centric
Local Exchange	London
Trading Currency	GBP
Reporting	GBP
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.98
Local Index	FTSE All-Share
No. Employees	21,038.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance

		Shs Out	4,875.95	1M %	4.16%
		Mkt Cap	7,752.76	3M %	9.58%
Share Price	1.59	One Y Beta	0.93	6M %	29.22%
		Avg D vol	27.04	YTD %	19.01%
		52 W H/L	1.6 / 1.1	1Y %	7.94%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	19,913.00	22,498.31	21,997.17	EPS (dil)	0.25	0.14	0.16
EBITDA	6,133.00	1,556.40	1,516.89	P/E	6.33	11.44	10.22
EBIT	5,660.00	979.78	979.15	EBITDA Margin(%)	30.8%	6.9%	6.9%
Net Income	1,332.00	667.38	699.65	EBIT Margin(%)	28.4%	4.4%	4.5%
Cash & ST Inv	6,338.00	5,778.00	5,785.33	Net Margin (%)	6.7%	3.0%	3.2%
Assets	18,733.00	19,583.00	19,095.00	ROA (%)	30.2%	5.0%	5.1%
Wkg Cap	5,242.00	6,543.00	6,543.00	ROE (%)	28.4%	16.1%	16.1%
Net Debt	-2,870.00	-1,891.05	-1,732.28	Asset Turn	0.99	1.58	1.20
Net Op CF	1,538.00	662.75	859.75	Asset /Equity	4.24	6.70	4.79
CapeEX	416.00	750.81	736.44	DPS	0.05	0.05	0.06
FCF	903.00	71.18	218.98	BK PS	0.88	0.86	0.97

Orsted (ORSTED-DK)

Relative: DENMARK OMXC 20

Company Information

Ørsted A/S engages in the provision of renewable energy solutions. The Offshore segment focuses on the development, construction, ownership, and operation of offshore wind farms. The Onshore segment includes the development, construction, ownership, and operation of onshore wind and solar farms. The Bioenergy and Other segment deals with the generation of heat and power and delivery of ancillary services from combined heat and power (CHP) plants in Denmark, optimization of gas portfolio, as well as management of Danish and Swedish B2B business.

ISIN	DK0060094928
Company Web	http://www.orsted.
Local Exchange	OMX Nordic
Trading Currency	DKK
Reporting	DKK
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.35
Local Index	OMX Copenhagen
No. Employees	8,278.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance

		Shs Out	420.51	1M %	-4.07%
		Mkt Cap	110,131.37	3M %	-13.05%
Share Price	261.90	One Y Beta	0.18	6M %	-32.59%
		Avg D vol	0.58	YTD %	-19.22%
		52 W H/L	458.3 /	1Y %	-36.18%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	58,833.00	75,273.58	81,881.85	EPS (dil)	-2.20	19.47	24.90
EBITDA	7,641.00	27,983.44	31,189.01	P/E	-119.24	13.45	10.52
EBIT	-2,584.00	16,967.14	19,298.72	EBITDA Margin(%)	13.0%	37.2%	38.1%
Net Income	-923.00	9,513.33	11,075.32	EBIT Margin(%)	-4.4%	22.5%	23.6%
Cash & ST Inv	37,658.00	20,030.82	21,737.92	Net Margin (%)	-1.6%	12.6%	13.5%
Assets	298,786.00	309,438.88	328,654.06	ROA (%)	-0.9%	5.5%	5.9%
Wkg Cap	25,887.00	3,515.03	1,247.89	ROE (%)	-1.5%	9.7%	11.0%
Net Debt	79,915.00	76,712.25	77,522.92	Asset Turn	0.20	0.29	0.24
Net Op CF	17,696.00	19,796.68	26,996.05	Asset /Equity	4.81	4.17	3.67
CapeEX	42,788.00	48,081.56	39,205.28	DPS	0.00	0.00	11.61
FCF	-24,958.00	-22,237.13	-8,201.11	BK PS	147.86	200.61	226.53

Fortum Oyj (FORTUM-FI)

Relative: FINLAND OMXH

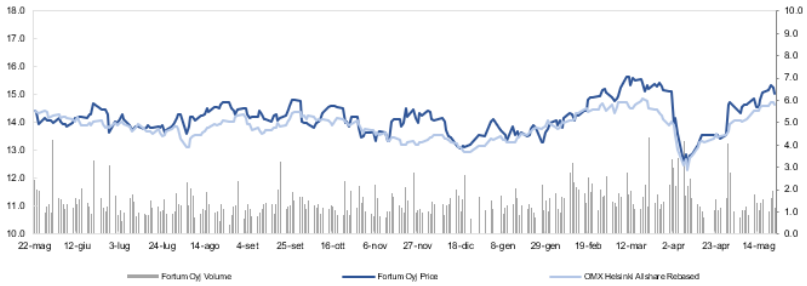
Company Information

Fortum Oyj engages in the generation, distribution, and sale of electricity and heat, as well as operation and maintenance of power plants. It operates through the following divisions: Generation, Consumer Solutions, and Other Operations. The Generation segment refers to power production, physical optimization, and trading activities in the Nordic area. The Consumer Solutions segment comprises of electricity sales, as well as some consumer business related parts of the technology and new ventures development unit.

ISIN	FI0009007132
Company Web	http://www.fortu
Local Exchange	OMX Nordic
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	0.48
Local Index	OMX Helsinki
No. Employees	4,466.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance



		Shs Out	897.26	1M %	11.15%
		Mkt Cap	13,503.83	3M %	0.91%
Share Price	15.05	One Y Beta	1.12	6M %	5.80%
		Avg D vol	1.49	YTD %	11.36%
		52 W H/L	15.8 / 12.2	1Y %	4.30%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	5,800.00	5,349.11	5,248.49	EPS (dil)	1.30	0.94	0.87
EBITDA	1,582.00	1,395.19	1,338.22	P/E	11.60	16.04	17.25
EBIT	1,290.00	1,066.87	1,007.64	EBITDA Margin(%)	27.3%	26.1%	25.5%
Net Income	1,164.00	834.63	785.63	EBIT Margin(%)	22.2%	19.9%	19.2%
Cash & ST Inv	4,135.00	3,521.38	3,282.00	Net Margin (%)	20.1%	15.6%	15.0%
Assets	17,307.00	16,575.00	16,475.50	ROA (%)	7.5%	6.4%	6.1%
Wkg Cap	4,653.00	713.80	685.20	ROE (%)	12.8%	9.7%	9.1%
Net Debt	693.00	809.59	958.55	Asset Turn	0.32	0.36	0.34
Net Op CF	1,392.00	1,254.61	1,138.48	Asset /Equity	1.91	2.24	1.90
CapeEX	484.00	489.33	486.15	DPS	1.40	0.88	0.83
FCF	-44.00	739.79	628.33	BK PS	10.11	9.65	9.63

eVISO SpA (EVISO-IT)

Relative: FTSE ITALIA MIB

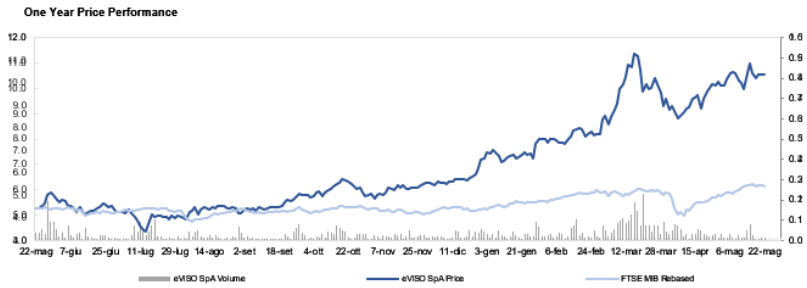
Company Information

eVISO SpA engages in the purchase, sale, and distribution of electricity, heat, and gas to small and medium-sized enterprises. It offers power supply at low and medium voltage, utility connection and transfer, and electricity generated by photovoltaic system. The company was founded by Gianfranco Sorasio on December 14, 2012 and is headquartered in Saluzzo, Italy.

ISIN	IT0005430936
Company Web	https://eviso.it/
Local Exchange	Milan
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	30/06/2024
Float	0.22
Local Index	FTSE MIB
No. Employees	113.00

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance



		Shs Out	24.66	1M %	9.68%
		Mkt Cap	259.93	3M %	28.54%
Share Price	10.54	One Y Beta	0.42	6M %	72.79%
		Avg D vol	0.03	YTD %	46.80%
		52 W H/L	12.0 / 4.3	1Y %	100.38%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	224.26	342.40	423.10	EPS (dil)	0.20	0.34	0.47
EBITDA	9.59	15.30	19.83	P/E	51.82	31.46	22.67
EBIT	7.27	12.10	16.80	EBITDA Margin(%)	4.3%	4.5%	4.7%
Net Income	4.88	8.00	10.00	EBIT Margin(%)	3.2%	3.5%	4.0%
Cash & ST Inv	20.68	--	--	Net Margin (%)	2.2%	2.3%	2.4%
Assets	80.04	16.90	16.10	ROA (%)	9.1%	71.6%	104.3%
Wkg Cap	2.60	-8.30	-8.03	ROE (%)	24.2%	28.3%	29.2%
Net Debt	-12.06	-11.47	-21.90	Asset Turn	3.17	23.96	23.88
Net Op CF	10.25	8.73	15.00	Asset /Equity	3.97	0.56	0.45
CapeEX	4.55	2.73	2.80	DPS	0.05	0.02	0.02
FCF	7.11	2.10	11.20	BK PS	0.84	1.18	1.59

Distribuzione Elettrica Adriatica S.p.A. (DEA-IT)

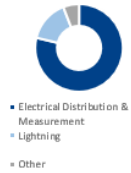
Relative: FTSE ITALIA MID

Company Information

Distribuzione Elettrica Adriatica SpA engages in the distribution of electrical energy. It offers electrical distribution, production plant connection, public lighting, and measurement services. The company was founded on September 16, 2013 and is headquartered in Osimo, Italy.

ISIN	IT0005600249
Company Web	http://deaelettrica.
Local Exchange	Milan
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2023
Float	0.34
Local Index	FTSE MIB
No. Employees	39.00

Sales breakdown by BU



One Year Price Performance

		Shs Out	7.91	1M %	6.90%
		Mkt Cap	61.34	3M %	0.65%
Share Price	7.75	One Y Beta	0.00	6M %	-3.61%
		Avg D vol	0.00	YTD %	-3.61%
		52 W H/L	9.4 / 6.8	1Y %	--

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	15.79	37.90	38.90	EPS (dil)	0.23	0.72	0.74
EBITDA	5.94	15.00	15.60	P/E	34.23	10.76	10.47
EBIT	2.76	9.10	9.30	EBITDA Margin(%)	37.6%	39.6%	40.1%
Net Income	1.78	5.70	5.90	EBIT Margin(%)	17.5%	24.0%	23.9%
Cash & ST Inv	3.82	-13.20	-15.70	Net Margin (%)	11.3%	15.0%	15.2%
Assets	79.25	--	--	ROA (%)	3.5%	--	--
Wkg Cap	-2.62	-6.10	-6.20	ROE (%)	3.4%	6.7%	6.6%
Net Debt	6.40	5.50	3.10	Asset Turn	--	--	--
Net Op CF	6.41	12.20	12.50	Asset /Equity	1.53	--	--
CapeEX	5.37	9.10	8.00	DPS	--	0.25	0.26
FCF	2.57	3.00	4.50	BK PS	6.61	10.70	11.15

Iniziative Bresciane S.p.A. (IB-IT)

Relative: FTSE ITALIA MID

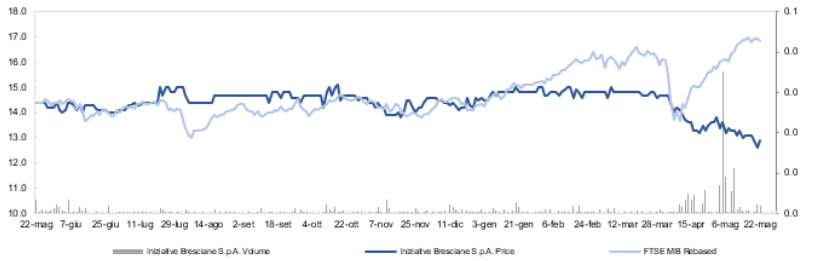
Company Information

Iniziative Bresciane SpA engages in the identification of potential sites and the subsequent design, construction and operation of hydroelectric power plants. It also involves in the maintenance of free-flowing, and run-of-the-river small and medium-sized hydroelectric power plants. The company was founded on April 1, 1988 and is headquartered in Breno, Italy.

ISIN	IT0005037905
Company Web	http://www.iniziat
Local Exchange	Milan
Trading Currency	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2024
Float	--
Local Index	FTSE MIB
No. Employees	--

Sales breakdown by BU

One Year Price Performance



		Shs Out	5.20	1M %	-2.27%
		Mkt Cap	67.13	3M %	-12.84%
Share Price	12.90	One Y Beta	0.01	6M %	-9.15%
		Avg D vol	0.00	YTD %	-11.03%
		52 W H/L	15.1 / 12.6	1Y %	-10.42%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	25.09	29.96	30.81	EPS (dil)	0.81	1.12	1.25
EBITDA	17.32	21.67	22.35	P/E	15.97	11.52	10.36
EBIT	7.55	11.12	11.58	EBITDA Margin(%)	69.0%	72.3%	72.5%
Net Income	4.20	5.83	6.48	EBIT Margin(%)	30.1%	37.1%	37.6%
Cash & ST Inv	5.03	3.59	1.95	Net Margin (%)	16.8%	19.5%	21.0%
Assets	204.39	--	--	ROA (%)	3.7%	--	--
Wkg Cap	-16.06	-12.50	-12.70	ROE (%)	5.7%	7.1%	7.3%
Net Debt	100.43	94.76	90.38	Asset Turn	0.12	--	--
Net Op CF	16.32	19.33	19.00	Asset /Equity	2.77	--	--
CapeEX	9.84	10.05	10.00	DPS	0.60	0.60	0.60
FCF	6.83	4.13	3.68	BK PS	14.19	15.80	17.00

Altea Green Power S.p.A. (AGP-IT) Relative: FTSE ITALIA MIB

Company Information

Altea Green Power SpA provides renewable energy installation services. It develops integrated projects in the energy sector and supplies electricity and gas. The company was founded by Giovanni Di Pascale on June 16, 2000 and is headquartered in Turin, Italy.

ISIN	IT0005472730
Company Web	https://www.alte
Local Exchange	Milan
Trading	EUR
Reporting	EUR
Financial Year End	31/12/2023
Float	0.32
Local Index	FTSE MIB
No. Employees	29.00

One Year Price Performance

		Shs Out	19.81	1M %	20.38%
		Mkt Cap	171.35	3M %	15.03%
Share Price	8.65	One Y	0.86	6M %	33.08%
		Beta			
		Avg D vol	0.07	YTD %	34.74%
		52 W H/L	8.8 / 4.9	1Y %	6.73%

Financhal Highlights

	Dec '24	Dec '25E	Dec '26E		Dec '24	Dec '25E	Dec '26E
Sales	16.54	50.21	56.02	EPS (dil)	5.68	1.16	1.29
EBITDA	7.28	29.60	32.61	P/E	1.52	7.47	6.70
EBIT	7.15	29.41	32.31	EBITDA Margin(%)	44.0%	59.0%	58.2%
Net Income	4.92	21.42	22.81	EBIT Margin(%)	43.2%	58.6%	57.7%
Cash & ST Inv	0.50	-11.50	-26.00	Net Margin (%)	29.7%	42.7%	40.7%
Assets	38.22	58.90	58.60	ROA (%)	18.7%	49.9%	55.1%
Wkg Cap	16.46	53.97	49.13	ROE (%)	28.2%	37.2%	29.6%
Net Debt	4.36	1.00	-18.50	Asset Turn	0.53	--	0.83
Net Op CF	-3.73	8.75	26.93	Asset /Equity	2.19	--	1.25
CapeEX	0.20	2.33	7.50	DPS	0.00	0.00	0.00
FCF	-3.93	6.45	19.45	BK PS	20.15	3.11	4.36

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	**ECOSUNTEK**		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	47.50	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	17.60	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	09/06/2025	Date of last report:	--

DISCLAIMER (for more details go to DISCLAIMER)

IMPORTANT DISCLOSURES

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under LEGAL NOTICES. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the web page CUSTOMER AREA.
Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certify that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.
The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.
Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.
The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Ave, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (DCF) model or similar methods such as a dividend discount model (DDM)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales.
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium between 5.5%-6.0% are being used.
Frequency of research: quarterly.
Reports on all companies listed on the S&PMIB40 Index, most of those on the MIDEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.
A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.
Explanation of our ratings system:
BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;
OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;
NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and – 10% compared to the market over a 12 month period;
UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between –10% and -25% over a 12 month period;
SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.
Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.
As at 31 March 2025 Intermonte's Research Department covered 131 companies.
As of today Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	32.59 %
OUTPERFORM:	37.78 %
NEUTRAL:	29.63 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

As at 31 March 2025 the distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (74 in total) is as follows:

BUY:	52.70 %
OUTPERFORM:	29.73 %
NEUTRAL:	17.57 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:
Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as the person in charge of carrying out the share buyback plan approved by the shareholders' meeting of ABITARE IN, ANIMA HOLDING, AZIMUT, CIVITANAVI SYSTEMS, EL.EN., ELICA, INTRED, PHARMANUTRA, SERVIZI ITALIA, SESA, TMP GROUP, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD
Intermonte SIM S.p.A. provides or has provided corporate brokerage services to ALLCORE, ALMAWAVE, ANTARES VISION, AQUAFIL, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, CYBEROO, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ENERGY, ESPRINET, EVISO, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FNM, FRANCHI UMBERTO MARMI, G.M. LEATHER, GPI, GREEN OLEO, GREENTHESIS, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTRED, ISCC FINTECH, ITALIAN EXHIBITION GROUP, LEMON SISTEMI, LUVE, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SG COMPANY, SPINDOX, STAR7, TALEA GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA **in the last 12 months**
Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as Financial Content Provider on the company ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, CLEANBNB, COFLE, CROWDFUNDME, CUBE LABS, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, EDILIZIACROBATICA, ELES, ENERGY, EVISO, FAE TECHNOLOGY, FIERA MILANO, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, OSAI AUTOMATION SYSTEM, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SCIUKER FRAMES, SG COMPANY, SIMONE, SOLID WORLD GROUP, SPINDOX, TALEA GROUP, TAMBURI, TINEXTA, TMP GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA
Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of intermediary appointed in the public purchase and/or exchange offer transaction of SAES GETTERS, TINEXTA
Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as liquidity provider of BANCA SISTEMA, Zest Group SpA
Intermonte SIM is acting as counterparty to WIIT Fin S.r.l. in connection with call and put options having WIIT S.p.A. shares and dividends as reference underlying.
Intermonte SIM acts as financial advisor to Banco BPM in the context of the offer promoted by Unicredit.
Intermonte SIM acts as ECM advisor to Banca IFIS in the offer promoted on Illimity Bank.
Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCO BPM, MAIRE, RETEX SPA, TINEXTA
Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as market maker on financial instruments with underlying shares issued by A2A, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BCA POP SONDRIO, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINECOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIOBANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD
Intermonte Sim S.p.A. has or had in the last 12 months a marketing contract on instruments issued by BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N, WISDOMTREE IRELAND LIMITED
Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of specialist on financial instruments issued by ABITARE IN, ALKEMY, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, CIVITANAVI SYSTEMS, COFLE, CYBEROO, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, EL.EN., EMAK, ENERGY, GREENTHESIS, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, QF ALPHA IMM, REPLY, SAES GETTERS, SERVIZI ITALIA, SESA, SG COMPANY, SOMEC, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA, WIIT **with the obligation to disseminate studies**
Intermonte SIM S.p.A. plays or has played in the last 12 months the role of sponsor for UNIDATA S.p.A.
Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short

© Copyright 2025 by Intermonte SIM - All rights reserved
It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.
INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.
INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.
Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website MiFID
Further information is available