Milan, 23 April 2024

Italian Equity Research – New Coverage

Energy

Sector: Industrials

OUTPERFORM

Price: Eu1.43 - **Target: Eu2.35**

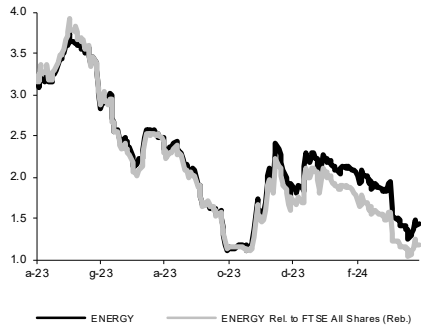
Leading the Green Transition through BESS Enablers

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

Stock Rating	
Rating:	OUTPERFORM (New Coverage)
Target Price (Eu):	2.35 (New Coverage)

Next Event
1H24 Results: September 26th

Energy - 12M Performance



Stock Data	
Reuters code:	ENY.MI
Bloomberg code:	ENY IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	-21.6%	-37.3%	-54.9%
Relative	-19.7%	-48.2%	-74.6%
12M (H/L)			3.75/1.12
3M Average Volume (th):			79.46

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	62
Total no. of shares (mn):	58
Mkt Cap Ord (Eu mn):	89
Total Mkt Cap (Eu mn):	89
Mkt Float - Ord (Eu mn):	14
Mkt Float (in %):	15.6%
Main Shareholder:	
Elmagi S.r.l.	19.3%

Balance Sheet Data	
Book Value (Eu mn):	74
BVPS (Eu):	1.24
P/BV:	1.2
Net Financial Position (Eu mn):	4
Enterprise Value (Eu mn):	78

- **Energy, attore protagonista nel processo di transizione ecologica.** Nata nel 2013, Energy è *leader* italiano nella produzione e distribuzione di sistemi di accumulo e gestione di energia (*BESS*) stazionari, sia per uso residenziale sia per applicazioni commerciali e industriali, e più recentemente agrivoltaiche e *utility-scale*. L'obiettivo di un ambiente ad emissioni zero, sostenibile, affidabile ed efficiente conferma la centralità dei *BESS* nel processo di transizione energetica ed il ruolo da attore protagonista che Energy svolge nel percorso verso la *carbon neutrality* in atto.
- **Posizionamento distintivo a presidio della propria *leadership*: costruttore integrato.** L'internalizzazione delle attività di assemblaggio dei sistemi di grande taglia, la produzione interna di batterie al litio tramite la *JV* Pylon LiFeEU, l'acquisizione di Cloud Computing hanno consentito ad Energy di elevarsi a *full system integrator*, integrando competenze e definendo un posizionamento competitivo distintivo, pressoché unico, nel contesto europeo. Rapporti consolidati con i principali distributori, un vasto catalogo prodotti nonché un dipartimento *R&D* ed un centro assistenza interni consentono ad Energy di fornire un prodotto completo, comprensivo della fase di installazione, ai clienti finali, ponendo la Società tra i più qualificati attori in Europa.
- **Un 2023 in *stop-over*.** L'esercizio fiscale 2023 è stato caratterizzato da una significativa discontinuità rispetto alla traiettoria di crescita storica della Società a causa del mancato rinnovo del Superbonus 110% e, ancor più rilevante, delle altalenanti evoluzioni inerenti la c.d. cessione del credito. In dettaglio, i ricavi sono scesi del 50% a €63 milioni, guidando ad una contrazione più che proporzionale di EBITDA (-69%) ed utile netto (-75%). In questo contesto, la posizione finanziaria netta ha chiuso in territorio positivo, evidenziando, nei 12 mesi, una generazione di cassa superiore a €8 milioni, favorita da una significativa riduzione del capitale circolante.
- **2023-26 EPS CAGR atteso in crescita del 50%.** Lo sviluppo della categoria di prodotti XL, un aumento della penetrazione dei mercati esteri, entrambi favoriti dalla crescente integrazione verticale e dall'accresciuta *brand recognition* del *brand* proprietario zeroCO_2 rappresentano i *driver* principali alla base delle nostre stime che prevedono una crescita media di ricavi ed EBITDA ben superiore al 30% nel prossimo triennio. Il contributo offerto dalla partecipata Pylon LiFeEU ci attendiamo possa consentire all'utile netto di crescere ad un ritmo ulteriormente accelerato.
- **Transizione ecologica ancora nel pieno della sua evoluzione: OUTPERFORM, *target price* a €2.35.** Per quanto lo scenario di breve termine presenti ancora incertezze e offra limitata visibilità, crediamo che il *megatrend* concernente la transizione ecologica in atto sia intatto e supporti una significativa crescita di energia rinnovabile e *BESS* nel medio-lungo termine. L'ingresso nella produzione e assemblaggio di batterie al litio, in *joint venture* con Pylon Technologies, l'accresciuta integrazione verticale nonché ulteriori potenziali acquisizioni *bolt-on* crediamo possano consentire ad Energy di recitare un ruolo da attore protagonista nel mercato europeo dei *BESS*, potendo così beneficiare appieno delle significative opportunità di crescita derivanti dall'obiettivo di *carbon neutrality* definito dall'agenda UE.

Key Figures & Ratios	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Sales (Eu mn)	126	63	67	99	148
EBITDA Adj (Eu mn)	32	10	10	16	26
Net Profit Adj (Eu mn)	23	6	5	9	17
EPS New Adj (Eu)	0.404	0.091	0.089	0.168	0.305
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	5.2	16.3	7.7	4.4	2.5
EV/EBIT Adj	5.3	18.5	9.9	5.5	3.0
P/E Adj	3.5	15.8	16.1	8.5	4.7
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	0.3	0.0	-0.4	-0.3	-0.5

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

Energy – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Sales	52	126	63	67	99	148
EBITDA	11	32	10	10	16	26
EBIT	10	32	9	8	13	22
Financial Income (charges)	-0	-1	-1	-1	-0	-0
Associates & Others	0	0	0	0	0	1
Pre-tax Profit	10	31	8	7	13	23
Taxes	-3	-8	-2	-2	-3	-6
Tax rate	26.0%	27.0%	25.4%	27.0%	27.0%	27.0%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	-0	-0
Net Profit	7	23	6	5	9	17
EBITDA Adj	11	32	10	10	16	26
EBIT Adj	10	32	9	8	13	22
Net Profit Adj	7	23	6	5	9	17
Per Share Data (Eu)	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Total Shares Outstanding (mn) - Average	50	62	62	59	57	57
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	50	61	61	59	56	56
EPS f.d	0.147	0.404	0.091	0.093	0.211	0.323
EPS Adj f.d	0.147	0.404	0.091	0.093	0.211	0.323
BVPS f.d	0.198	1.070	1.056	1.237	1.583	1.945
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)	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Gross Cash Flow	10	26	1	8	13	20
Change in NWC	-9	-52	15	11	0	-9
Capital Expenditure	-0	-6	-7	-15	-15	-5
Other Cash Items	0	-0	-0	4	4	0
Free Cash Flow (FCF)	1	-33	9	4	-2	7
Acquisitions, Divestments & Other Items	-0	-0	-1	-3	-2	0
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	-0	27	0	0	1	0
Change in Net Financial Position	1	-5	8	4	1	7
Balance Sheet (Eu mn)	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Total Fixed Assets	1	6	13	29	45	47
Net Working Capital	12	62	52	42	44	49
Long term Liabilities	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Net Capital Employed	13	68	65	70	89	96
Net Cash (Debt)	-3	-8	0	5	3	14
Group Equity	10	60	65	75	92	110
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	10	60	65	75	92	110
Enterprise Value (Eu mn)	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Average Mkt Cap		160	165	83	77	77
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-3	-8	0	4	5	12
Enterprise Value		168	165	78	72	65
Ratios (%)	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
EBITDA Adj Margin	20.4%	25.4%	16.0%	15.3%	16.6%	17.5%
EBIT Adj Margin	19.7%	25.0%	14.1%	11.9%	13.2%	14.9%
Gearing - Debt/Equity	28.9%	13.7%	-0.3%	-5.7%	-5.4%	-11.1%
Interest Cover on EBIT	58.5	53.8	6.5	12.5	39.3	96.0
Net Debt/EBITDA Adj	0.3	0.3	0.0	-0.4	-0.3	-0.5
ROACE*	108.1%	78.2%	13.3%	11.7%	16.9%	24.9%
ROE*	nm	64.8%	9.0%	7.6%	11.6%	17.2%
EV/CE		4.2	2.5	1.2	0.9	0.7
EV/Sales		1.3	2.6	1.2	0.7	0.4
EV/EBITDA Adj		5.2	16.3	7.7	4.4	2.5
EV/EBIT Adj		5.3	18.5	9.9	5.5	3.0
Free Cash Flow Yield	0.7%	-36.7%	10.6%	4.0%	-2.6%	7.5%
Growth Rates (%)	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Sales	153.8%	145.5%	-49.9%	5.1%	48.0%	50.0%
EBITDA Adj	403.8%	205.8%	-68.5%	0.3%	60.6%	59.0%
EBIT Adj	452.2%	211.6%	-71.8%	-11.1%	64.9%	69.2%
Net Profit Adj	450.4%	206.9%	-75.1%	-4.9%	77.3%	75.7%
EPS Adj	450.4%	174.1%	-77.6%	-2.0%	89.2%	81.8%
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Websim Corporate estimates

Company in Brief

Descrizione della società

Con un fatturato 2023 pari a €63 milioni, Energy è *leader* italiano nell'integrazione di *BESS*, essenziali nel processo di transizione ecologica in atto, favorendo autoconsumo, stabilità della rete e una riduzione delle emissioni di Co_2. Consolidate relazioni con fornitori e distributori, *software EMS* (*Energy Management System*) proprietario, R&S e assistenza *post*-vendita, rappresentano importanti *assets* che garantiscono alla Società un significativo vantaggio competitivo, e una barriera all'ingresso di nuovi entranti.

Management

Independent Chairman: A. Granuzzo
CEO: D. Tinazzi
CFO: D. Manfroi

Azionisti

Elmagi s.r.l.	19.3%
Freman Hldg s.r.l.	19.3%
Euroguarco S.p.A.	19.1%
Sun Hongwu	19.1%
RPS S.p.A.	7.8%
Flottante	15.6%

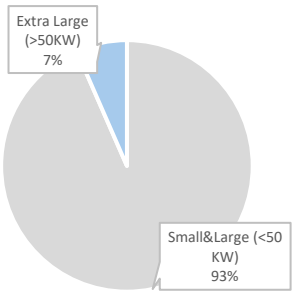
Punti di forza/Opportunità

- *First mover* e *leader* nei mercati di riferimento in cui opera
- Significativo potenziale di crescita del mercato di riferimento
- Consolidate relazioni con fornitori e distributori
- Crescente integrazione a monte
- Potenziale espansione in Nord Europa e negli Stati Uniti
- Avvio produzione di batterie *Made-in-Italy*

Rischi/Debolezze

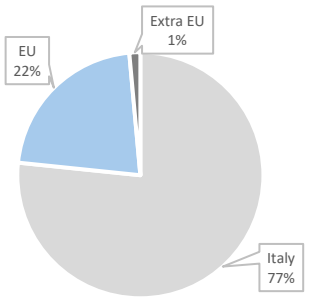
- Crescente competizione dovuta a integrazione concorrenza *downstream*
- Elevata dipendenza da un numero limitato di fornitori e clienti
- Pressione sui prezzi di vendita degli *ESS* a destinazione residenziale
- Elevato capitale circolante a servizio del *business*
- Elevata dipendenza da un numero limitato di *key people*
- Concentrazione attuale del *business* nel mercato domestico

Energy – 2023 Turnover Breakdown by Product Category



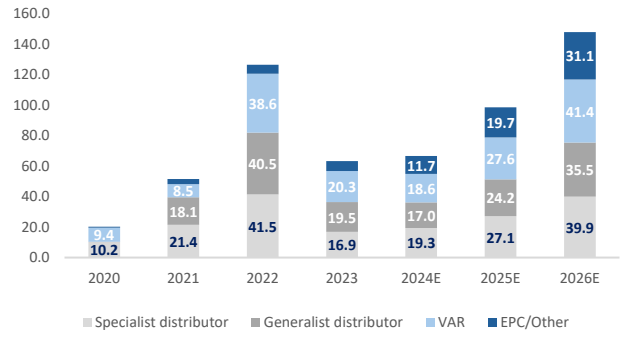
Source: Company data

Energy - 2023 Turnover Breakdown by Geography



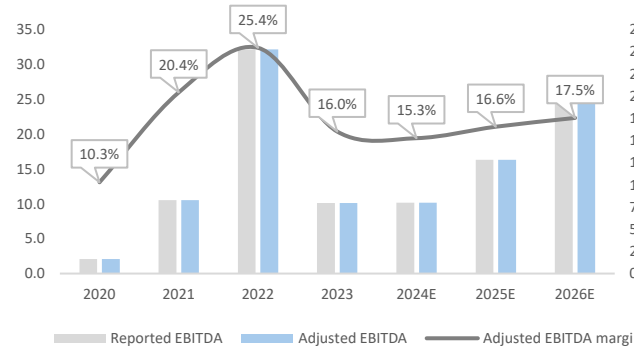
Source: Company Data

Energy - 2020-26E Turnover Evolution by Distribution Channel



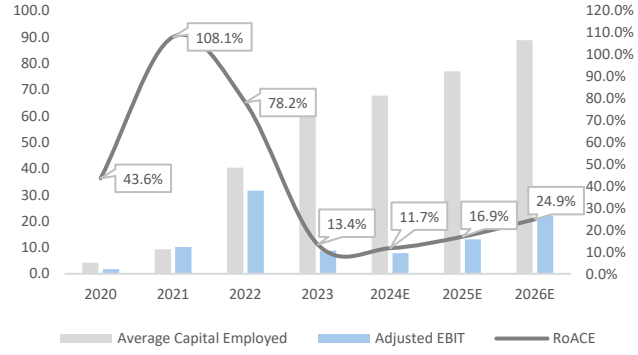
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Energy - 2020-26E EBITDA (€ mn) and Adj EBITDA Margin (%)



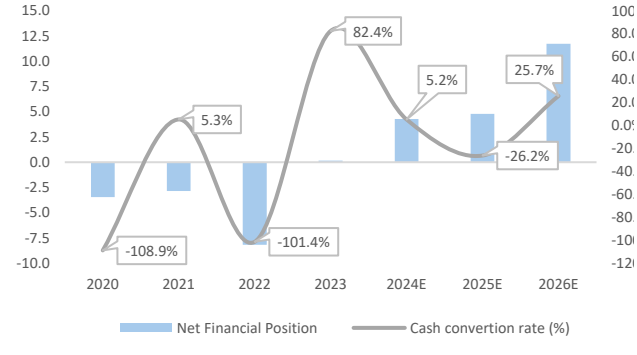
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Energy - 2020-26E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Energy - 2020-26E NFP (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Sommario

Company in Brief 3

Energy, *leader* italiano nell'integrazione avanzata di *BESS* 5

Energy: *Key Enabler* della Transizione Ecologica 8

Energy Business Proposition & Value Chain 8

Procurement *10*

Ricerca & Sviluppo *10*

Ingegnerizzazione di Prodotto & Manufacturing *11*

Catalogo Prodotti *12*

Route-to-market *14*

BESS: un Mercato destinato alla Crescita caratterizzato da una Crescente Competizione 16

On Track, sulla via della *Full System Integration* 22

2020-2023 Financials 24

2023-2026 Forecasts 30

Valuation & Conclusions 36

Discounted Cashflow Model 36

Peer Multiple Comparison 37

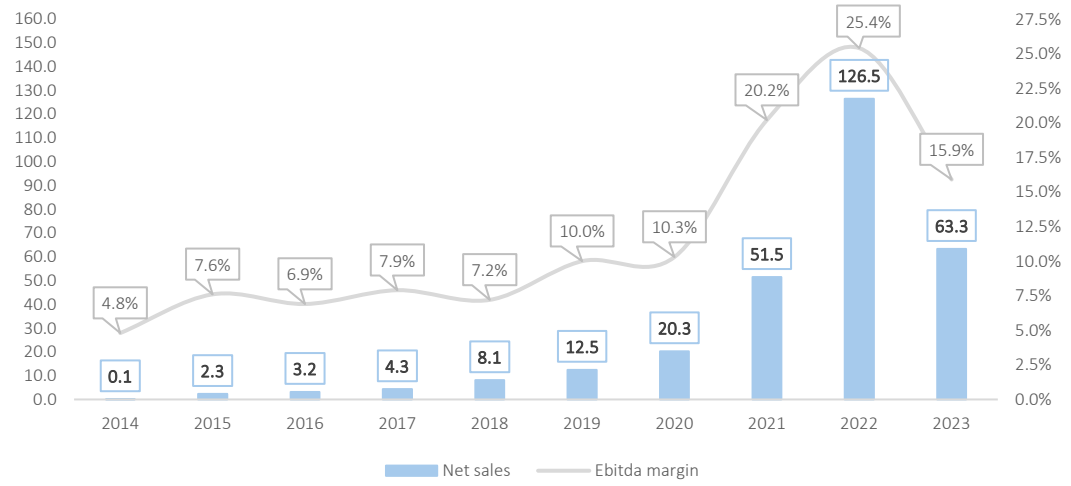
Energy, *leader* italiano nell'integrazione avanzata di *BESS*

Nata nel 2013 dall'iniziativa pionieristica dei fondatori Davide Tinazzi e Andrea Taffurelli, **Energy** (o in seguito la **"Società"**) **è un produttore italiano di sistemi di accumulo e gestione di energia** (*BESS, Battery Energy Storage Systems*) **stazionari**[1], combinando componenti prodotti localmente con *software* proprietario e piattaforma *cloud* sia per uso residenziale sia per applicazioni commerciali e industriali, e più recentemente agrivoltaiche e *utility-scale*.

Beneficiando della crescita esponenziale registrata dal mercato domestico di riferimento, Energy ha registrato tassi di crescita molto significativi: dalla sua costituzione, il giro d'affari della Società è cresciuto molto rapidamente, superando quota €125 milioni nel 2022 e riportando nell'ultimo triennio[2] una crescita media composta dei ricavi negli anni 2020-22 pari al 116%, cui ha fatto seguito la miglior redditività operativa[3] mai registrata nella storia, superiore al 25%.

Una crescita che ha subito una battuta d'arresto nel 2023 che, come vedremo più in dettaglio oltre, ha evidenziato una significativa contrazione dei ricavi e della redditività a causa del ridimensionamento delle agevolazioni fiscali legate al c.d. *Superbonus* nonché dello *stop*[4], prima, e le limitazioni e incertezze, poi, alla cessione del credito e allo sconto in fattura precedentemente consentiti.

Energy -2014-23 Net Sales & EBITDA Margin Evolution



Source: Company data

Il mercato nel quale la Società opera è ancora relativamente giovane e particolarmente dinamico: nonostante la fase di recente rapido sviluppo, cui è seguito un altrettanto rapido rallentamento nel 2023, il mercato si caratterizza per un potenziale di significativa e ulteriore crescita, favorito da numerosi fattori, la cui portata è stata amplificata dallo scoppio del conflitto armato tra Russia ed Ucraina. Tra questi:

- le iniziative promosse dalla Comunità Europea volte al raggiungimento della *carbon neutrality* e dell'autosufficienza energetica;
- le politiche pubbliche di incentivo a supporto della transizione energetica;
- l'aumento della domanda di energia legata alla diffusione di veicoli elettrici;
- i rischi di *black-out* e interruzioni della fornitura di energia elettrica, in particolare per le imprese energivore;
- la oramai assodata complementarietà degli ESS con fonti di energia rinnovabile, quali l'eolico ed il fotovoltaico che, per natura intrinseca, sono intermittenti;

Il ruolo svolto da Energy è pertanto strategico, e tale è riconosciuto anche nell'ambito del PNRR **nel percorso di transizione energetica** verso un ambiente ad emissioni zero, sostenibile, affidabile ed efficiente.

[1] Pertanto non idonei ad applicazioni mobili quali, a mero titolo esemplificativo, le autovetture elettriche
[2] i.e. 2019-2022
[3] i.e. margine *EBITDA*
[4] Con decreto legge n.11 del 16 febbraio 2023, è stato fatto divieto per le pubbliche amministrazioni di essere cessionarie di crediti d'imposta relativi agli incentivi fiscali maturati con interventi edilizi.

In questo contesto, ha avuto luogo la quotazione di Energy ad Euronext Growth Milan. La quotazione, risalente all'agosto 2022, ha visto il collocamento di 12.5 milioni di azioni, delle quali 4.2 milioni sottoscritte dal *cornerstone investor* RPS S.p.A.[5].

Grazie ad un prezzo di *IPO* pari a €2.40 per azione, il collocamento ha consentito alla Società di raccogliere capitale di nuova emissione per un controvalore complessivamente superiore a €27 milioni. Al netto di costi di collocamento e accessori pari a c.a. €3 milioni, i proventi netti incassati dalla Società si sono attestati a circa €24 milioni. Tali proventi, coerentemente con i propositi originari, sono stati destinati al perseguimento degli obiettivi strategici della Società volti ad una crescente integrazione a monte, in grado di conferire alla Società lo *status* di *full system integrator*. Grazie ad investimenti mirati, la Società acquisirà gestione diretta, internalizzata, di tutta la catena del valore degli *BESS*, fino a fornire un prodotto completo anche della fase di installazione, ai clienti finali. Un simile livello di integrazione, come vedremo oltre, sarà ancora tanto fondamentale nel segmento *Small&Large* quanto in quello *XXL*, laddove i prodotti venduti prevedono un elevato livello di customizzazione.

Nell'ambito dell'Offerta, ulteriori 1.1 milioni di azioni sono state cedute dagli azionisti di riferimento a servizio dell'integrale esercizio dell'opzione *Greenshoe*.

Al fine di mitigare potenziali effetti negativi derivanti da uno *shortfall* dei *target* di *EBITDA* contemplati nel Piano Industriale[6], l'Assemblea straordinaria[7] della Società ha deliberato la modifica dello Statuto al fine di prevedere che il capitale sociale fosse composto da azioni ordinarie e PAS, procedendo alla conversione di n. 11.4 milioni di azioni ordinarie in *PAS*[8] e prevedendone la riconversione obbligatoria in azioni ordinarie a date prefissate (corrispondente alla data di approvazione della bozza di bilancio 2022, 2023 e 2024[9]), proporzionalmente al raggiungimento degli obiettivi prefissati nel Piano Industriale 2022-24. In altre parole, qualora gli obiettivi 2022-24 non fossero pienamente raggiunti, una porzione delle *PAS* verrà annullata determinando un numero di azioni *fully diluted* complessivamente inferiore. Per inciso, eccezion fatta per il vincolo di intrasferibilità sino all'intercorsa trasformazione obbligata, le *PAS* garantiscono diritti amministrativi ed economici equivalenti a quelli riconosciuti alle azioni ordinarie.

Qui a seguito riportiamo l'attuale base azionaria della società, comprensiva delle *PAS* attualmente esistenti, che precede la conversione della *tranche* di *PAS* legata al raggiungimento degli obiettivi 2023.

Energy – Shareholder Base at the approval of Draft 2023 Results

	CURRENT SHAREHOLDER' STRUCTURE[10]					
	Number of shares (#)	*% of capital*	**Number of PAS (#)**	*% of PAS*	**Total number of shares (#)**	*% of total f.d. capital*
Elmagi s.r.l.(6)	**10,403,534**	*19.30%*	**1,899,792**	*25.05%*	**12,303,326**	*20.01%*
Freman Holding s.r.l. (6)	**10,404,570**	*19.30%*	**1,899,792**	*25.05%*	**12,304,362**	*20.01%*
Sun Hongwu (6)	**10,270,638**	*19.05%*	**1,896,000**	*25.00%*	**12,166,638**	*19.79%*
Euroguarco S.p.A. (6)	**10,278,222**	*19.07%*	**1,888,416**	*24.90%*	**12,166,638**	*19.79%*
RPS S.p.A. (6)	**4,166,500**	*7,73%*	**-**	-	**4,166,500**	*6.78%*
Market float	**8,384,462**	*15,55%*	**-**	-	**8,384,462**	*13.64%*
Total capital	**53,907,926**	*100.00%*	**7,584,000**	*100.00%*	**61,491,926**	*100.00%*

Source: Company data

[5] Fondata nel 1986, RPS S.p.A., parte di Riello Elettronica Group, è società italiana *leader* nel mercato *UPS* (*Uninterruptible Power Supplies*), organizzata in quattro principali *Business Units*: *Power*, *Automation*, *Safety & Security* e *Real Estate*

[6] Le stime contemplate dal Piano Industriale elaborato dal *management* all'epoca dell'*IPO* prevedevano i seguenti obiettivi di EBITDA: €21.5 milioni nel 2022, €30.0 milioni nel 2023 e €40.0 milioni nel 2024

[7] Assemblea straordinaria del 18 luglio 2022 e, successivamente, del 26 luglio 2022

[8] PAS: *Price Adjustment Shares*

[9] Approvazione da parte del CdA, e specificamente da parte del/dei Consigliere/i Indipendente/i

[10] Elmagi s.r.l.: società di proprietà di Davide Tinazzi, Amministratore Delegato di Energy S.p.A.
Freman Holding s.r.l.: società di proprietà di Andrea Taffurelli, co-founder nonché Senior Director di Energy S.p.A.
Sun Hongwu: imprenditrice cinese che ha introdotto Energy nel mercato cinese nel 2013. La sua famiglia è attiva nella produzione di grafite espansa
Euroguarco S.p.A.: società controllata dal gruppo Ghirlanda e operante nella produzione di guarnizioni e materiali isolanti per l'industria del petrolio e del gas
RPS S.p.A.: *cornerstone investor*

Qualora le nostre stime trovassero riscontro nei risultati che la Società sarà in grado di esprimere, il numero di azioni *fully diluted* dovrebbe ridursi di n. 7.6 milioni, o n. 7.0 milioni nel caso in cui le *stock options* assegnate ai soci co-fondatori vengano integralmente esercitate, come da tabella che segue.

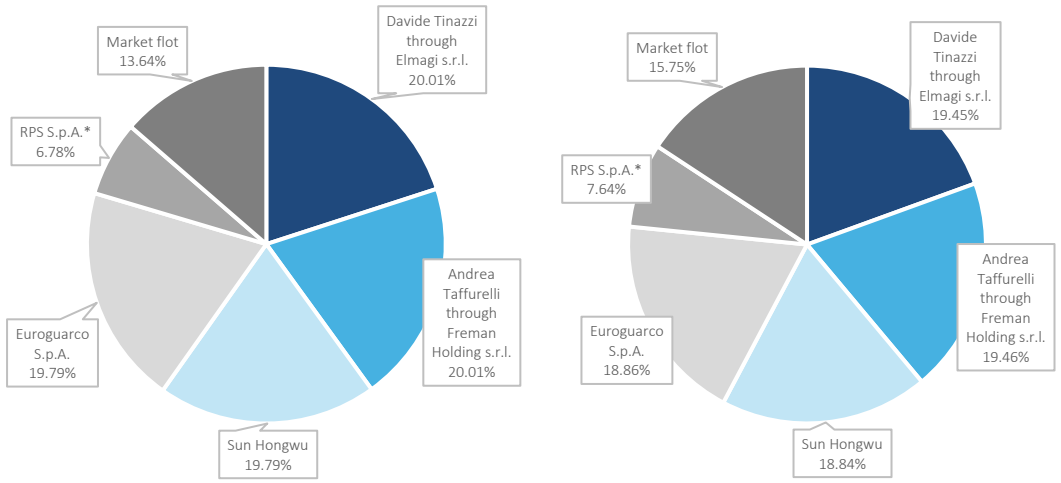
Energy – Estimated "To-Be" Shareholder Base

	"TO BE" EXPECTED SHAREHOLDER' STRUCTURE					
	Number of shares (#)	*% of capital*	**Number of Stock Options (#)**	*% of SO*	**Total number of shares (#)**	*% of total capital*
Elmagi s.r.l.*	**10,403,534**	*19.30%*	**200,000**	*33.33%*	**10,603,534**	*19.45%*
Freman Holding s.r.l.*	**10,404,570**	*19.30%*	**200,000**	*33.33%*	**10,604,570**	*19.46%*
Sun Hongwu	**10,270,638**	*19.05%*	**-**	-	**10,270,638**	*18,84%*
Euroguarco S.p.A.	**10,278,222**	*19.07%*	**-**	-	**10,278,222**	*18.86%*
RPS S.p.A.	**4,166,500**	*7.73%*	**-**	-	**4,166,500**	*7.64%*
Market float	**8,384,462**	*15.55%*	**200,000**	*33.33%*	**8,584,462**	*15.75%*
Total capital	**53,907,926**	*100.00%*	**600,000**	*100.00%*	**54,507,926**	*100.00%*

Source: Websim Coporate elaborations

I grafici che seguono illustrano l'evoluzione della base azionaria, dall'attuale alla conformazione che potrebbe assumere, qualora le nostre stime trovassero riscontro nei risultati societari.

Energy – Actual & Expected "To-Be" Shareholder Base



Source: Company data & Websim Corporate elaborations

Nominato dall'assemblea del 28 maggio 2022[11], il Consiglio di Amministrazione è composto da tre membri: il Presidente indipendente Alessandro Granuzzo, l'Amministratore Delegato, Davide Tinazzi, e dal co-fondatore nonché *Chief Technology Officer* della Società, Andrea Taffurelli.

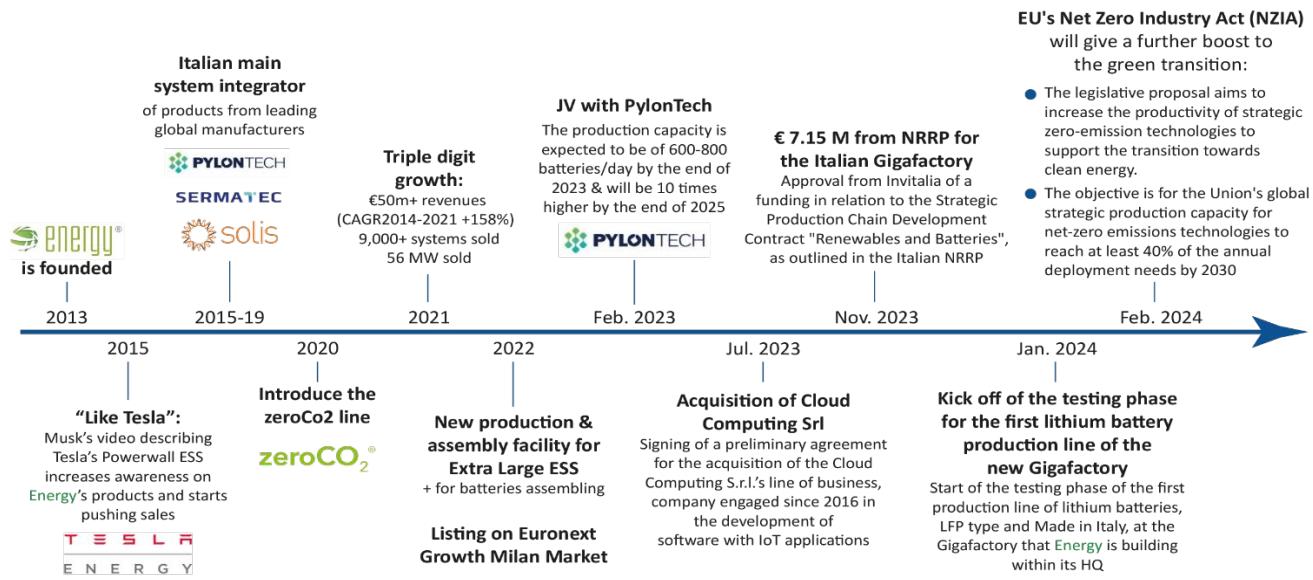
Specularmente, 3 sono i membri effettivi del Collegio Sindacale[12] mentre società di revisione dei conti è KPMG.

[11] L'attuale Consiglio di Amministrazione rimarrà in carica sino alla data di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2024
[12] Presidente: Marco De Bernardis, sindaci effettivi: Rentao Bogoni e Dante Carolo, sindaci supplenti: Aldo Travain e Inge Bisinella

Energy: *Key Enabler* della Transizione Ecologica

Nata nel 2013 dall'iniziativa pionieristica dei suoi fondatori Davide Tinazzi e Andrea Taffurelli, **Energy è società *leader* in Italia nella produzione di batterie e nell'integrazione avanzata per sistemi di accumulo di energia stazionari**, rivolti al segmento residenziale, C&I e, più recentemente, al segmento agrivoltaico.

Energy – Historical Key Milestone & more recent Development



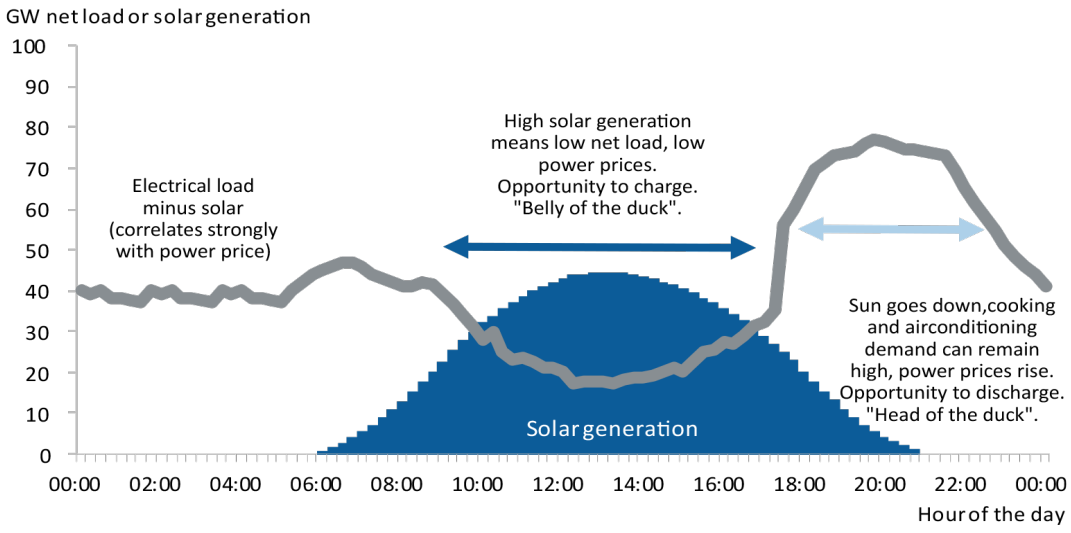
Source: Company Presentation, March 2024

Eccellenza nel settore di riferimento, **Energy possiede una combinazione di fattori distintivi che ne hanno decretato il successo**. Capitalizzando un *megatrend* globale guidato dalla transizione ecologica, la sua visione strategica ne sfrutta appieno il potenziale, favorita da flessibilità e capacità di adattamento alle mutevoli condizioni del mercato. Un catalogo prodotti distintivo, solide relazioni con i fornitori nonché il positivo *track record* del *management* descrivono in estrema sintesi le principali aree di *focus* che saranno oggetto di approfondimento in questo *report*.

Energy Business Proposition & Value Chain

Per consentire una effettiva transizione energetica, con le rinnovabili che costituiscono la quota maggiore del *mix* energetico globale, i sistemi di accumulo di energia (*BESS*) rappresentano un tassello imprescindibile del *puzzle*.

Solar Generation and Electrical load @ high solar penetration

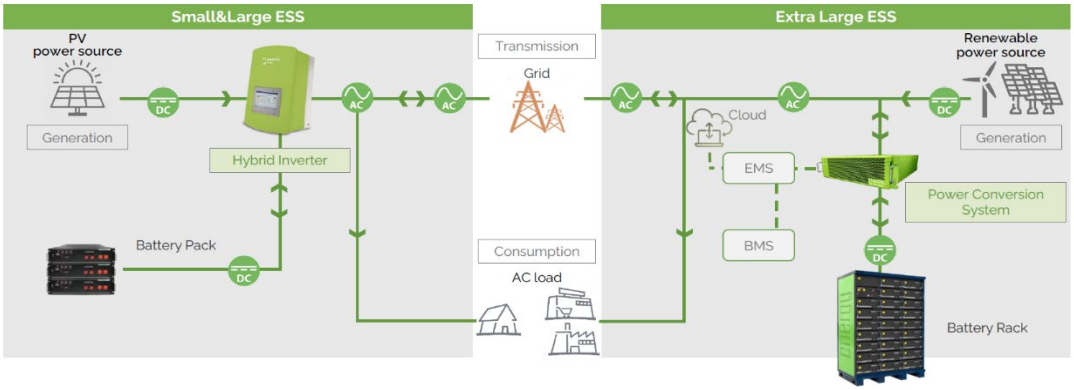


Source: Bloomberg NEF, November 2023

A causa dell'intermittenza intrinseca che caratterizza le fonti rinnovabili, rappresentata a titolo esemplificato nel grafico che segue, l'accumulo di energia consente di poter massimizzare l'autoconsumo, distribuendo l'energia accumulata in quantità e tempi coerenti con le esigenze dell'utente finale. Inoltre, fornendo argomenti forti a sostegno dello sviluppo delle energie rinnovabili, i sistemi di accumulo contribuiscono a ridurre la produzione di CO_2.

Come anticipato in premessa, **Energy è un produttore di batterie e integratore avanzato per sistemi di accumulo di energia** (*Battery Energy Storage System*, *BESS*) **stazionari**, ossia di sistemi complessi che richiedono la combinazione di componenti *hardware* e *software* in forte interazione tra di loro, quali un sistema di batterie, un sistema di gestione delle batterie (*Battery Management System*, BMS), un *inverter* ossia un sistema di conversione dell'energia (*Power Conversion System*, PCS) e un *Energy Management System*, costituito da parte *hardware* e parte *software*, tutti connessi ad una piattaforma *Cloud,* la complessità dei quali è generalmente legata alle prestazioni che i sistemi stessi sono in grado di esprimere.

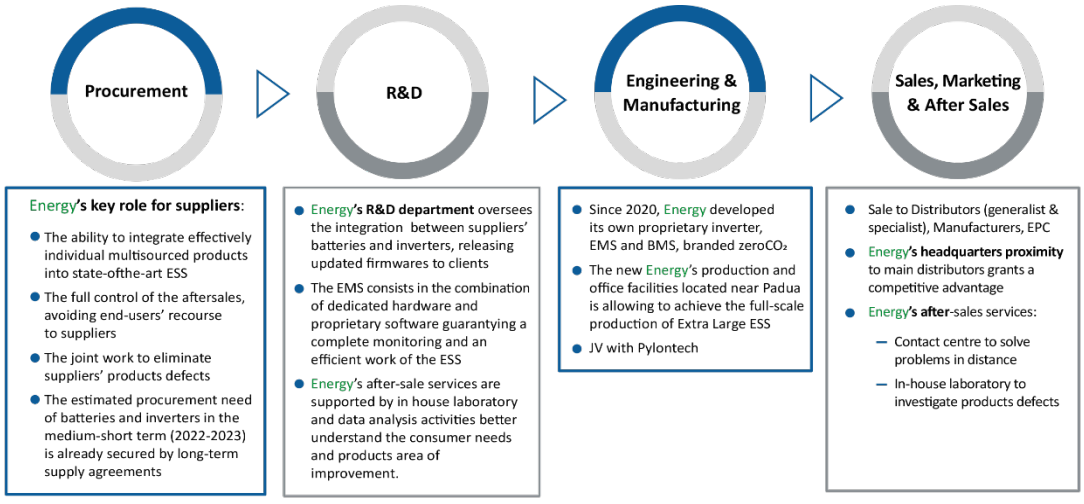
Energy – Battery Energy Storage System



Source: Company Presentation

Nella progettazione di *BESS*, Energy utilizza componenti forniti da terzi (e solo recentemente batterie prodotte internamente) e integrati (anche) con *software* proprietario che rende il sistema più accessibile ed efficiente per gli utenti finali, consentendo agli stessi, in modo facile ed intuitivo, il monitoraggio, l'accumulo e l'utilizzo di energia, i consumi ed il traffico energetico. Ai fini della propria attività produttiva, Energy ha rapporti di fornitura e di *partnership* tecnologica consolidati con operatori internazionali di primario *standing*. Grazie alle proprie competenze tecnologiche e all'attività di ricerca e sviluppo svolta internamente, la Società definisce le specifiche tecniche dei componenti che, grazie al *software* proprietario, vengono combinati in sistemi integrati conformi agli *standard* regolamentari europei, le cui differenti caratteristiche e prestazioni consentono la **commercializzazione di ESS sia per uso residenziale che per utilizzo industriale e commerciale, di piccole e grandi dimensioni, nel mercato domestico e all'estero, a marchio proprio (i.e. zeroCO_2) o *white label*,** attraverso il canale *VAR* (i.e. *Value Added Resellers*), così consentendo l'integrazione dei prodotti distribuiti in sistemi più ampi.

Energy – Value Chain



Source: Company Presentation, November 2023

La catena del valore della società si incardina su quattro pilastri: i) *Procurement*, ii) Ricerca & Sviluppo, iii) Ingegnerizzazione di prodotto e *Manufacturing*, iv) Attività di Vendita, Assistenza Post-Vendita e *Marketing*.

Procurement

I prodotti sviluppati e commercializzati da Energy prevedono l'assemblaggio di batterie prodotte internamente e componenti forniti da terzi integrati da un *software* proprietario, *EMS*, che consente al sistema integrato funzioni e interattività altrimenti non possibili.

In questo contesto, la Società produce e acquista batterie ed *inverter*, sulla base di specifiche tecniche dalla stessa determinate, da produttori di primario *standing* a livello globale quali Pylon Technologies (batterie), Ginlong Technologies (*inverter*) e, in misura significativamente inferiore, Sermantec (*Power Control Systems*). La sola Pylon Technologies riveste un ruolo particolarmente importante rispetto alle forniture complessivamente approvvigionate dalla Società: nel solo 2023, gli acquisti di batterie effettuati da Pylon Technologies hanno rappresentato il 54%[13] del totale acquisti[14].

Si tratta di produttori ubicati in Cina, tra i principali operatori nel settore a livello globale, con i quali Energy ha sviluppato rapporti consolidati e per i quali svolge una funzione di vero e proprio *partner* tecnico, così garantendosi una maggiore continuità di forniture nonché prezzi preferenziali. Relazioni consolidate e di lungo termine che in aggiunta poggiano sulla collaborazione offerta dalla Società ai clienti internazionali di tali fornitori nonché sulla gestione delle attività *post*-vendita. Nel caso specifico di Pylon Technologies, la Società coadiuva la distribuzione e l'assistenza *post*-vendita su tutto il territorio europeo. Un rapporto, quello con Pylon Technologies, talmente consolidato che è sfociato alla creazione di una *joint venture*, Pylon LiFeEU, che si sarà deputata alla produzione e distribuzione di batterie nel territorio europeo.

Gli accordi quadro di fornitura hanno generalmente durata annuale e prevedono la disponibilità di capacità produttiva e di fornitura disponibile per Energy. Tali accordi tipicamente prevedono un listino prezzi dedicato, seppur i termini concordati possano essere passibili di revisioni in situazioni particolari e non prevedibili. Da sempre, Energy ha cooperato con i fornitori nelle revisioni delle condizioni di fornitura in presenza di dinamiche di mercato divergenti rispetto alle previsioni.

Per quanto la Società abbia intrapreso attività tese alla diversificazione della propria base fornitori, la significativa prevalenza di singoli fornitori per tipologia di componente approvvigionata lascia supporre che eventuali problematiche in cui un fornitore dovesse incorrere potrebbero avere un impatto temporaneamente negativo sulla catena di approvvigionamento della Società. A tale riguardo, il *management* ritiene che eventuali *disruptions* potrebbero essere ovviate entro 6 mesi, in funzione del *partner*/componente interessato.

Ricerca & Sviluppo

Il dipartimento di ricerca e sviluppo è il cuore pulsante di Energy, **laddove risiede uno dei fondamentali fattori critici di successo e punti di forza della Società**. Il dipartimento[15] valuta le specifiche tecniche di batterie e *inverter* da richiedere ai fornitori e sviluppa il progetto a partire dal quale tali componenti vengono forniti, rendendosi responsabile della compatibilità e conformità dei sistemi sviluppati con usi e norme vigenti nei mercati di distribuzione[16]. Le attività di analisi e le valutazioni svolte dal dipartimento di R&S consentono di dotare i sistemi sviluppati di specifiche funzionalità, nonché garantiscono affidabilità ed efficienza all'utente finale.

Sul versante *hardware*, l'attività di R&S ha consentito lo sviluppo di un *inverter* proprietario, un *Battery Management System* (BMS) e un *Energy Management System* (EMS) a marchio zeroCO_2.

L'attività di ricerca e sviluppo si traduce inoltre nel continuo aggiornamento, in alcuni casi possibile anche da remoto, di *software* e *firmware* per *inverter* e *Battery Energy Storage System* al fine di garantire il rispetto del quadro regolamentare applicabile e il corretto ed efficiente funzionamento degli stessi,

[13] Al 31 dicembre 2021 il valore degli acquisti dal primo fornitore di batterie, Pylon Technologies, ha costituito circa il 70.5% del totale acquisti di materie prime e prodotti mentre il valore degli acquisti dal primo fornitore di inverter, Ginlong Technologies, ha rappresentato il 19% degli acquisti di materie prime e prodotti della Società (fonte: Documento di Ammissione)
[14] Nell'esercizio fiscale 2023, Energy ha contabilizzato acquisti per complessivi €46.9 milioni, pari al 73.5% dei ricavi netti di vendita
[15] I costi capitalizzati riconducibili alle attività di ricerca e sviluppo sostenuti dalla Società negli anni 2020-23 si sono attestati a circa €2.2 milioni, mediamente pari all'1% dei ricavi annui
[16] Pur essendo ad oggi ancora fortemente prevalenti le vendite nel mercato domestico, le stesse attività vengono svolte anche per i mercati esteri

dotandoli di particolari funzionalità (a mero titolo esemplificativo, la gestione di allarmi in caso di malfunzionamenti, il monitoraggio dello stato delle batterie ed un *display user friendly* per l'utente finale).

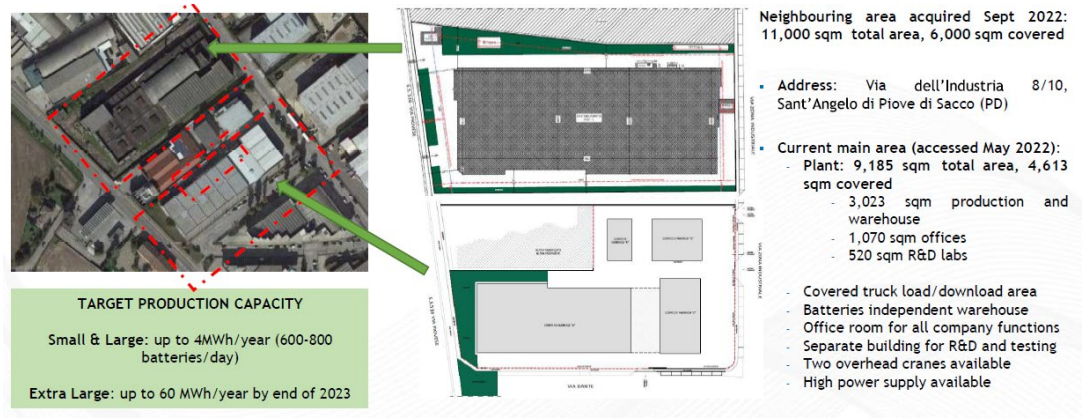
La funzione interna di ricerca e sviluppo ha inoltre il compito di indagare e risolvere eventuali difetti riportati dai clienti attraverso il supporto *post*-vendita. Le sinergie derivanti dalla collaborazione tra R&S, supporto *post*-vendita e fornitori terzi si sostanziano in un continuo miglioramento di prodotti e servizi, nonché nel consolidamento delle relazioni con i fornitori strategici della Società.

Ingegnerizzazione di Prodotto & Manufacturing

Elemento centrale della strategia della Società verte su di una progressiva integrazione a monte, da conseguirsi tramite l'internalizzazione di alcune fasi dell'attività produttiva dei BESS, attualmente svolte in *outsourcing* da terze parti. Con questo obiettivo, nel maggio 2022 è stata avviata l'attività del nuovo stabilimento produttivo dove sarà possibile gestire su larga scala la produzione di *BESS Extra Large* e l'assemblaggio di batterie. Lo stabilimento ha un'area di 9,185 metri quadrati, di cui oltre 4,500 coperti.

Sempre nel maggio 2022, la Società ha acquisito un ulteriore stabilimento avente un'area complessiva superiore a 17,000 metri quadrati, di cui 6,000 coperti.

Energy – Production Facility & Headquarter

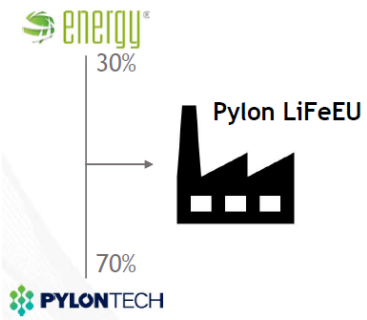


Source: Company Presentation, November 2023

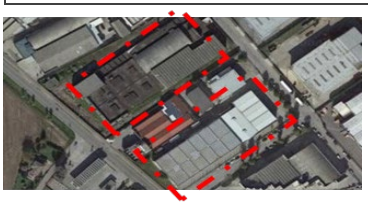
Per quanto riguarda i *BESS Extra Large*, la capacità produttiva del nuovo stabilimento è attesa raggiungere i 60MWh/anno. L'attività di produzione avrà a oggetto la costruzione di *container* e *shelter*, anche con alcune attività di carpenteria fino all'imballaggio e alla consegna del prodotto finito al cliente finale.

Per quanto, invece, riguarda l'attività di produzione delle batterie, *core business* della JV Pylon LiFeEU, essa include l'assemblaggio delle celle e dell'elettronica di controllo, l'assiemaggio della carpenteria, l'equalizzazione, la fase di *testing* ed il *packaging* di batterie *LFP* (*lithium-iron-phosphate*) in grado di accumulare energia da fonti rinnovabili, specialmente quella generata da pannelli fotovoltaici.

Energy – Pylon LiFeEU Joint Venture



	Phase 1	Phase 2 (batteries assembly from cells)
Start of Production	Apr. 2024	1Q 2026
Plant	Company HQ (V. dell'Industria 8/10, S. Angelo di Piove di Sacco – PD)	Next to HQ



Source: Company Presentation, March 2024

La Società prevede che a regime siano attive le linee di produzione di batterie fino a 4MWh/giorno, corrispondenti a circa 600/800 batterie/giorno sino a 60MWh all'anno per gli *BESS Extra Large* ma con ulteriore possibilità di espansione della produzione. L'attività di assemblaggio delle batterie verrà svolta in collaborazione con il *partner* strategico Pylon Technologies. Con un investimento iniziale fino a €10 milioni, Pylon LifeEU, così è stata denominata la NewCo partecipata da Pylon Technologies (70% del capitale) ed Energy (30%), avrà sede presso il quartier generale di Energy a Padova ed è diretta da un Amministratore Delegato designato da Energy.

Tale attività consentirà alla Società di acquisire uno specifico *know-how* inerente il funzionamento delle batterie, anche a livello elettrochimico nonché di accorciare e rendere più flessibili le catene di fornitura. Il *know-how* derivante dalla produzione delle batterie consentirà anche un ulteriore avanzamento tecnologico nello sviluppo dei c.d. *Smart Energy Storage Systems*, specialmente per utilizzo industriale.

Catalogo Prodotti

Nel corso degli anni, l'attività di Energy si è evoluta passando dalla produzione di *BESS* destinati a uso residenziale e di piccole e medie utenze commerciali o industriali alla produzione di sistemi di maggiori dimensioni, basati su di un sistema di gestione dell'energia (*Energy Management System, EMS*), tecnologia sviluppata dalla Società che permette l'integrazione tra i convertitori di potenza e le batterie.

Con l'avvio dell'attività del nuovo stabilimento, ubicato a Sant'Angelo di Piove di Sacco (Padova), Energy ha integrato l'attività produttiva di grandi *BESS*, iniziando a svolgere anche attività di assemblaggio di batterie, in una logica che corrisponde alle tendenze globali volte al *reshoring*.

Energy – Product Catalogue

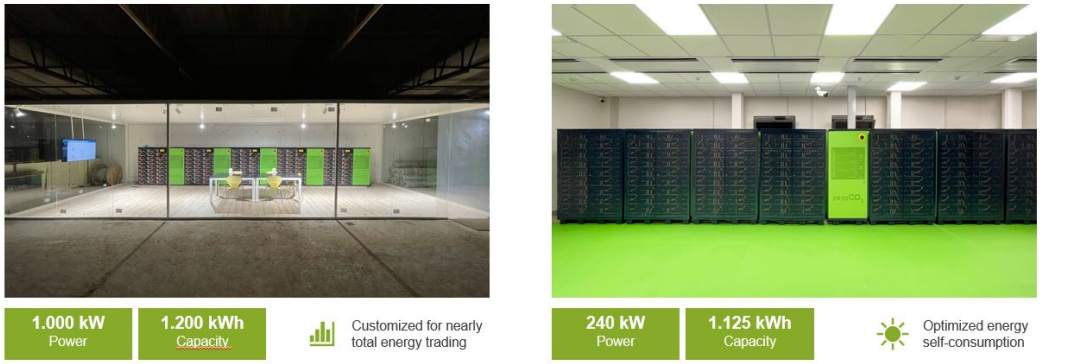
Source: Company Presentation, March 2024

In funzione della capacità di accumulo degli *ESS* nonché delle relative funzioni d'uso, il catalogo prodotti di Energy può essere suddiviso in:

- ***Small BESS*** (zeroCo_2 *small*): presenti a catalogo sin dal 2014, così come nel caso dei *Large BESS*, questa categoria si caratterizza per una capacità di accumulo compresa tra 3 e 6 KW, la presenza di un *inverter* monofase e una destinazione prettamente, se non esclusivamente, residenziale. Tale sistema, compatibile con batterie ed *inverter* a bassa tensione, quali quelli di Pylon Technologies, di Solis String Inverters e Tigo *mini-inverter* ottimizzatori, può essere installato ammodernando sistemi preesistenti, così come su impianti di nuova installazione;
- ***Large BESS*** (zeroCo_2 *large*): rispetto agli *Small BESS*, i *Large BESS* hanno una capacità di accumulo superiore, compresa tra 6 e 10 KW, utilizzano *inverter* trifase e consentono di scalare la capacità di accumulo fornita dal singolo *BESS* sino ad un massimo di 100 KW, grazie alla messa in linea di un massimo di 10 *Large BESS*. Destinato a utenze domestiche, a piccoli condomini e a utenze commerciali tipicamente fino a 50 KW, i *Large BESS* si caratterizzano per l'integrazione di un *inverter* ibrido trifase e la compatibilità con batterie e *inverter* ad alta tensione, quali quelli di Pylon Technologies e di Solis String Inverters e Tigo mini-inverter ottimizzati. Come nel caso degli *Small BESS*, anche i *Large BESS* possono essere installati ammodernando sistemi preesistenti, così come su impianti di nuova installazione;
- ***Extra Large BESS***: lanciati a fine 2021, i prodotti *Extra Large BESS* racchiudono tutte le soluzioni per applicazioni C&I e per impianti fotovoltaici di grandi dimensioni. Le diverse configurazioni *indoor* e *outdoor* permettono di soddisfare necessità di accumulo da 120KWh e 60 KW scalabili modularmente in applicazioni da MWh e MW. I prodotti zeroCO_2 *Extra Large* si rivolgono a *producers* e *prosumers*, con impianto nuovo o già esistente, di dimensioni commerciali, industriali o *utility scale*, che desiderano integrare un sistema di accumulo di grandi dimensioni per aumentare l'autoconsumo, massimizzare il *peak shaving* o per immettere in rete energia nelle ore più convenienti della giornata. I sistemi zeroCo_2 *Extra Large* possono essere utilizzati a supporto di comunità energetiche,

consentendo una migliore valorizzazione del proprio impianto, riducendo i tempi di rientro dell'investimento. In funzione della propria capacità di accumulo, nonché della propria collocazione, vuoi *indoor* o *outdoor*, i sistemi di accumulo possono essere disposti in uno o più *rack* piuttosto che essere preinstallati in grandi *case* o *containers*. I sistemi zeroCo2 sono compatibili con qualsiasi impianto fotovoltaico, eolico o di altre fonti rinnovabili esistenti o in via di realizzazione e più in generale con qualsiasi fonte di energia elettrica, e sono declinabili in svariate "taglie" di potenza di carica/scarica e di capacità di accumulo. Fattore distintivo e qualificante i prodotti zeroCo2 *Extra Large* consta nell'elevata customizzazione del prodotto.

Energy – Examples of zeroCO_2 Installed XL Solutions



Source: Company Presentation, March 2024

Nei sistemi di piccole e grandi dimensioni, con potenza di accumulo sino a 50 KW, un *inverter* ibrido gestisce le batterie e l'alimentazione derivante da pannelli fotovoltaici. La gestione della batteria coordina produzione di energia e trasmissione verso la rete, così che le batterie vengano caricate quando vi è un eccesso di produzione rispetto al fabbisogno e cedono energia quando l'energia richiesta supera quella generate.

Nel caso di sistemi di maggiori dimensioni, la generazione può derivare da diverse fonti (i.e. fotovoltaico, eolico, idrogeno, etc.). Vi è poi un sistema di conversione di potenza dell'energia nelle batterie, tipicamente dei *rack* modulari che vengono messi in parallelo (da 120 KWh fino a più MWh), in un sistema integrato con l'*EMS* che gestisce le batterie, il *power conversion system*, il sistema di gestione delle batterie (*battery management system*, *BMS*) e i sensori preposti alle strategie di gestione energetica.

Le batterie "integrate" dalla Società utilizzano tecnologia LFP (litio-ferro-fosfato), tecnologia matura e maggiormente efficiente per le destinazioni d'uso cui Energy si propone di dare soddisfazione. La decisione di optare per batterie LFP rispetto all'alternativa NMC (nichel-manganese-cobalto) poggia su quattro principali *driver*[17]: un maggior livello di sicurezza, assenza di cobalto, costi inferiori e un più lungo ciclo di vita. In particolare, l'assenza di cobalto, stanti le condizioni di estrazione del minerale, conferisce a questa tecnologia un profilo eticamente superiore, garantendo al contempo un ridotto rischio di autocombustione, fenomeno alle luci della ribalta per gli incidenti occorsi ad autovetture elettriche.

I sistemi sviluppati e commercializzati da Energy sono integrati con un *software* proprietario che permette di gestire in modo efficiente, in una piattaforma *cloud*, il monitoraggio, l'accumulo, lo stoccaggio, l'utilizzo di energia, i consumi e il traffico energetico coerentemente alla complessità del sistema di stoccaggio di energia utilizzato.

A questi prodotti, che sono commercializzati anche in versione *white label* attraverso il canale VAR (Value Added Reseller), si affianca il caricatore monofase ZeroCo_2 *sun charger*, la cui commercializzazione ha fatto il suo esordio solo a partire dal 2022. Il caricatore, compatibile e adattabile a tutti i prodotti commercializzati dalla Società, ha una potenza di accumulo pari a 7.3 KW, è in grado di funzionare anche senza *inverter* e si rivolge a utenze residenziali ed è utilizzabile per la carica di veicoli elettrici.

[17] Per converso la tecnologia NMC, rispetto alla composizione LFP, offre *performance* superiori quanto riduzione del peso per potenza espressa nonché per velocità di ricarica, entrambi fattori di portata ridotta nel caso dei sistemi di accumulo stazionari

Energy – ZeroCO$_2$ Island & Photovoltaic Barrels

Source: Company *webiste*

Infine, la Società ha sviluppato e commercializza il prodotto ZeroCo$_2$ *island*, *inverter* ibrido *off-grid*, destinato ad un mercato di nicchia, ossia quello inerente utilizzi al di fuori della rete elettrica.

Con l'intento di fornire aiuto alle popolazioni dell'Emilia Romagna colpite da alluvione, Energy e Barrel hanno sviluppato e commercializzato "barili fotovoltaici", così garantendo una fonte affidabile e sostenibile di elettricità anche nelle situazioni più critiche. La combinazione di batterie al litio ed *inverters* forniti da Energy, integrate con il sistema fotovoltaico "plug-and-play" fornito da Barrel, ha consentito lo sviluppo di un nuovo prodotto capace di fornire energia pulita e autonoma a coloro che si trovano senza elettricità in situazioni estreme.

Una parte residuale dei ricavi di Energy viene generate tramite la vendita di *inverter* progettati dalla Società come OEM (*Original Equipment Manufacture*).

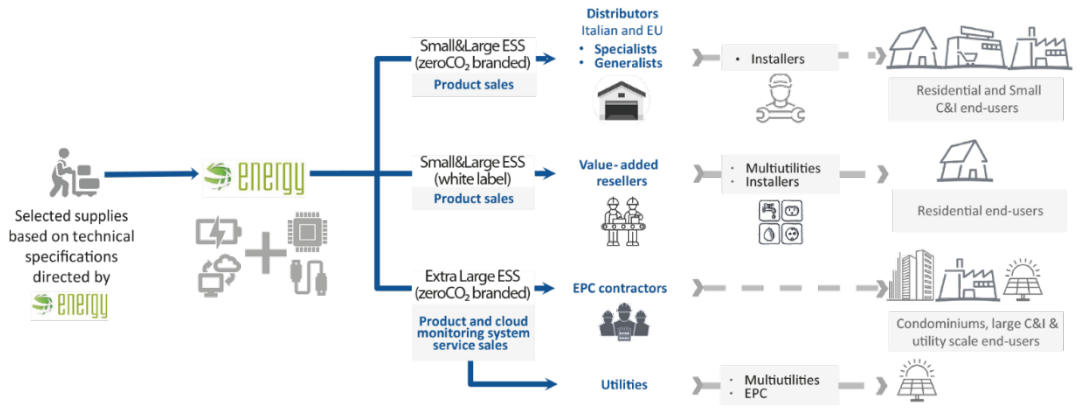
Al 31.12.2023, stante l'ancora recente lancio dei prodotti XL, sono stati registrati e allacciati 42 sistemi XL zeroCO$_2$, di cui 25 nel solo 2023, a testimonianza del crescente tasso di conversione dei progetti sviluppati. Al riguardo, la *pipeline* di nuovi progetti cui la Società sta attivamente lavorando lascia presagire la continuazione del positivo *trend* registrato nel 2023.

Tra le destinazioni d'uso emergenti e dalle promettenti aspettative di sviluppo, segnaliamo il comparto agrivoltaico. Nel corso del 2021, un sistema zeroCo$_2$ *Extra Large* è stato messo a servizio di un sistema agrivoltaico installato su serre, avente capacità complessiva di 1.2MW, sviluppato in territorio siciliano. La complessiva capacità di accumulo, superiore a 1 MW, è stata resa possibile grazie all'installazione di 10 sistemi zeroCo$_2$ XL, gestiti tramite *software* proprietario che consente anche l'attività di *trading* di energia, con un valore complessivo della commessa prossimo a €500,000.

Route-to-market

A tutt'oggi, Energy non distribuisce i propri prodotti al consumatore finale. Al contrario, la Società effettua la commercializzazione dei propri prodotti facendo ricorso a tre principali canali di distribuzione:

Energy – Go-to-market Strategy



Source: Company Presentation, March 2024

Grandi distributori di prodotto elettronici sia italiani che esteri, generalisti o specialisti nell'industria fotovoltaica. Tramite tali operatori vengono raggiunti gli installatori elettrici che, nel concreto, installano i prodotti negli edifici di destinazione per conto degli utenti finali. In questo caso, i prodotti sono commercializzati a marchio zeroCo_2. Ulteriore *touch point* per gli installatori elettrici è rappresentato dai consulenti tecnico-commerciali formati dalla Società, ossia dai componenti il *team* commerciale della Società stessa che raccolgono informazioni dai distributori sull'andamento del mercato e sulle previsioni di vendita e al contempo informano i distributori sui prodotti commercializzati dalla Società.

Ulteriore canale distributivo utilizzato dalla Società è rappresentato dai c.d. *VAR*, ossia *Value Added Resellers*, che integrano i prodotti commercializzati dalla Società in sistemi più ampi e articolati che saranno rivenduti a installatori e *utilities*. Differentemente da quanto avviene per il caso dei grandi distributori di prodotti elettronici, i prodotti commercializzati attraverso il canale *VAR* sono venduti in *white label*.

Infine, per la commercializzazione dei sistemi XL, con ciò intendendo sia il prodotto che i relativi sistemi di monitoraggio in *cloud*, Energy si rivolge tipicamente a *general contractors* (*EPC*, *Engineering, Procurement & Construction*) italiani ed europei, che si relazionano direttamente con la Società avendo necessità e competenze tecniche specifiche, o a *utilities*.

Così come sul versante dei fornitori di componenti tecnologiche, la curva ABC dei clienti è caratterizzata da una non indifferente ripidità. A tale riguardo, basti pensare che i primi 23 clienti della Società hanno contribuito alla generazione di circa l'80% dei ricavi 2023[18]. Lo sviluppo atteso dai sistemi *XL* nonché una crescente contribuzione dei mercati esteri dovrebbe diluire la dipendenza della Società da un numero così esiguo di operatori, pur confermando la Società il proprio obiettivo teso ad un aumento del fatturato medio per singolo cliente.

Nell'attività di distribuzione degli *Small&Large BESS*, ancora largamente prevalenti, Energy è agevolata dalla prossimità a livello geografico ai maggiori distributori che, indipendentemente dalla propria ubicazione geografica, operano su tutto il livello nazionale. La prossimità geografica, indubbiamente, consente alla Società una maggior tempestività nel soddisfacimento delle esigenze dei propri clienti, conferendole un vantaggio competitivo "di prossimità".

Come parte integrante dell'attività di commercializzazione, i prodotti a marchio zeroCo_2 godono di garanzie che spaziano tra 2 e 10 anni, oltre alla garanzia legale prestata da parte dei fornitori. La Società mette inoltre a disposizione un servizio di assistenza *post*-vendita per l'assistenza da remoto nonché un laboratorio interno per l'analisi di eventuali vizi nei prodotti, gestendo dunque la fase di assistenza *post*-vendita nel mutuo interesse di fornitori e utenti finali. Potendo far leva su di un *team* interno per l'assistenza *post*-vendita, Energy può così fornire un servizio più tempestivo ed efficiente, acquisendo conoscenza diretta di eventuali criticità grazie alla quale guadagnare un ruolo di primo piano nella definizione delle specifiche tecniche dei nuovi prodotti nonché porsi nelle condizioni di porre rimedio a specifiche criticità riscontrate su singoli prodotti che possano guidare ad un aggiornamento da remoto di difettosità riscontrabili nei prodotti già distribuiti e installati.

Il *know-how* tecnologico della Società, nonché le capacità di progettazione ed applicative degli *BESS*, sviluppate anche grazie alla consolidata esperienza maturata nel mercato, costituiscono, a nostro modo di vedere, una barriera all'ingresso per nuovi potenziali concorrenti. Inoltre, i *software EMS*, l'accesso a distributori chiave e *VAR*, la capacità di fornire un supporto tempestivo ai clienti, la rete di fornitura basata su relazioni consolidate e di lungo termine, la capacità di adeguarsi tempestivamente al *framework* regolatorio definito dal Comitato Elettrotecnico Italiano e dalle altre agenzie regolatorie europee costituiscono, a parere della Società, un ulteriore vantaggio competitivo.

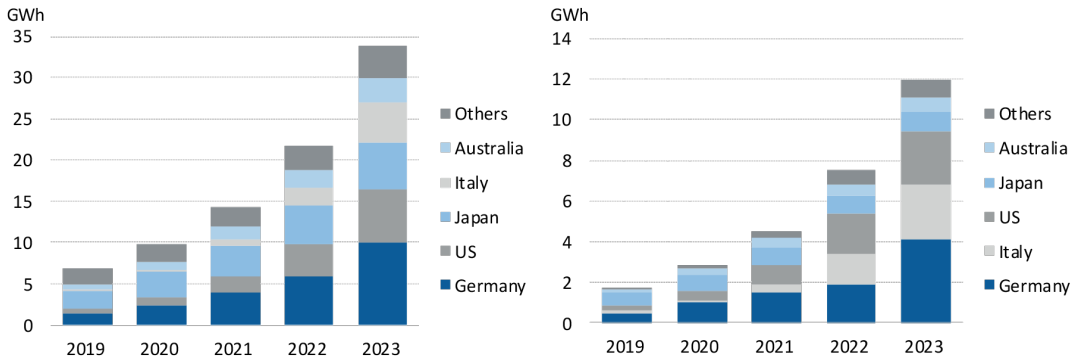
[18] Nel 2023, la concentrazione clienti, analogamente al 2022, vede l'80% della realizzazione dei ricavi nei primi 23 (su un totale serviti di 214), registrando un sostanziale mantenimento del portafoglio e l'ingresso di nuovi clienti esteri

BESS: un Mercato destinato alla Crescita caratterizzato da una Crescente Competizione

I sistemi di stoccaggio di energia rappresentano un *enabler* essenziale e imprescindibile nel processo di transizione ecologica in atto, il cui obiettivo di lungo termine si sostanzia nell'azzeramento delle emissioni nette di *gas* serra entro il 2050.

In questo contesto, il mercato globale dello stoccaggio residenziale è cresciuto molto rapidamente negli ultimi anni, con progressi particolarmente rilevanti in alcuni mercati che, con largo anticipo rispetto a molti altri, hanno intrapreso un percorso virtuoso, non da ultimo spinte dalle conseguenze rinvenienti dallo scoppio del conflitto che vede contrapposte Russia ed Ucraina. Tra questi spiccano Stati Uniti, Giappone, Australia e, in ambito europeo, Germania e Italia. Secondo stime elaborate da BloombergNEF[19], questi 5 Paesi rappresentano circa l'88% della capacità cumulata di stoccaggio residenziale di batterie installate a fine 2023, valutata in 15GW/34GWh.

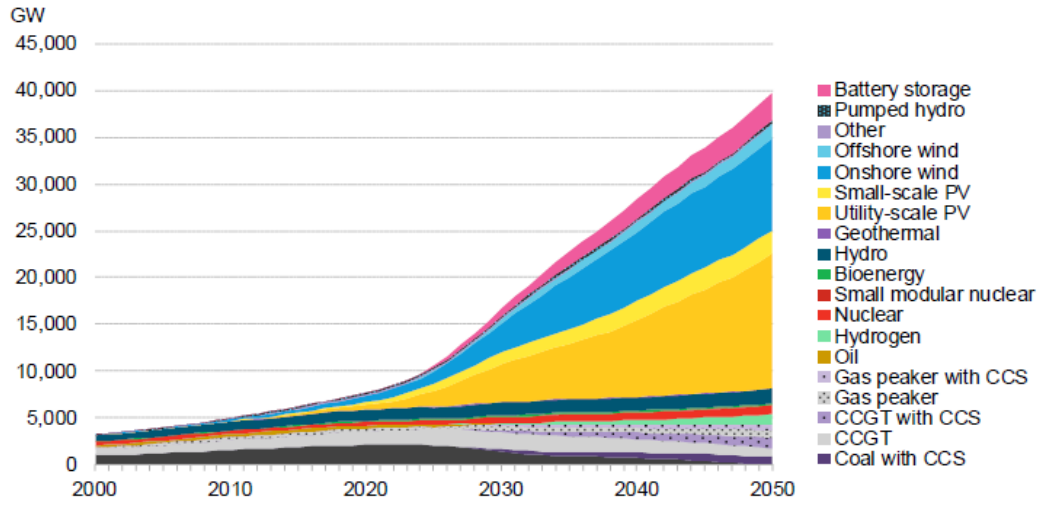
Cumulative Residential Battery Capacity & Additions by Region



Source: BloombergNEF, Scaling the Residential Energy Storage Market, November 2023

L'adozione di *BESS* nei mercati principali è stata guidata da politiche incentivanti, tradottesi in sussidi, nonché da obblighi normativi. A questi fattori si è sommato un crescente interesse dei consumatori ad un aumento dell'autoconsumo di energia solare. Ciò nonostante, il costo ancora elevato dei sistemi di stoccaggio rende non facilmente accessibile tale tecnologia su vasta scala laddove non siano previsti incentivi all'acquisto.

Cumulative Installed Power Capacity in BloombergNEF's Net-Zero Scenario



Source: BloombergNEF, Scaling the Residential Energy Storage Market, November 2023

Secondo un'analisi condotta da BloombergNEF, assumendo un percorso teso a emissioni nette zero entro il 2050 a livello globale, le crescenti necessità di stoccaggio di energia spingeranno all'installazione di sistemi di accumulo aventi capacità per 722GW entro il 2030, rispetto ai 36GW presenti alla fine del 2022, e per 2.8TW entro la fine del 2050.

[19] Bloomberg New Energy Finance

Come premesso, nei mercati ad oggi più sviluppati, l'adozione di batterie ad utilizzo residenziale è stata stimolata dall'introduzione di sussidi a sostegno dei sistemi di stoccaggio di energia. Tutti i Paesi interessati[20] sono stati di fatto interessati dall'introduzioni di normative incentivanti a livello nazionale, cui, in taluni casi, si sono sommati incentivi promulgati a livello regionale/locale.

Ulteriori fattori che hanno guidato lo sviluppo dei sistemi di stoccaggio in alcuni mercati hanno interessato l'eliminazione graduale per l'esportazione di energia fotovoltaica, riducendo la convenienza alla cessione dell'energia solare generata in eccesso (rispetto all'autoconsumo), nonché un crescente interesse degli utenti finali per soluzioni *green* e in grado di offrire protezione rispetto a possibili *black-out* del sistema elettrico, fattore non trascurabile in Paesi quali Australia e Giappone in cui la stabilità delle rete elettrica è messa non di rado in pericolo da fenomeni metereologici avversi di particolare intensità.

Battery Chemistry of Major Products by Selected Residential Storage Providers

Company	2017	2021	2023
Pylontech	LFP	LFP	LFP
BYD	LFP	LFP	LFP
Panasonic	-	NMC	NMC / LFP
LG	NMC	NMC / LFP	NMC / LFP
Tesla	NMC	NMC / LFP	NMC / LFP
Enphase Energy	LFP	LFP	LFP
Sonnen	LFP	LFP	LFP
E3/DC	NMC / NCA	NMC / NCA / LFP	NMC / NCA / LFP
Senec	NMC	NMC	NMC
Powervault	NMC	NMC	LFP

Source: Source: BloombergNEF. Note: NMC = nickel manganese cobalt, LFP = lithium iron phosphate, NCA = nickel cobalt aluminum oxide. Green entries refer to newly launched products or chemistry changes. Grey entries refer to newly announced or upcoming products or chemistry changes.

La scelta più comune per la tecnologia delle batterie residenziali è cambiata nel corso degli anni. I fornitori di sistemi di accumulo di energia a batterie per uso residenziale sono passati dall'utilizzo di batterie agli ioni di litio con catodi a base di nichel (NCM: nichel-manganese-cobalto e NCA: nichel-cobalto-ossido di alluminio) alle batterie LFP (litio-ferro-fosfato). A guidare lo *shift* tecnologico dominante è stata la ricerca di maggiore sicurezza, costi inferiori nonché una maggior durata del ciclo di vita. Tant'è che produttori come Tesla, E3/DC e Powervault hanno iniziato ad offrire dal 2023 sistemi con batterie LFP, rispetto allo standard NMC precedentemente utilizzato.

Le batterie LFP superano le batterie NMC in tre parametri chiave particolarmente rilevanti per i sistemi di accumulo di energia stazionaria: durata del ciclo di vita, costo e sicurezza. Per converso, le batterie NMC eccellono per densità di energia, ossia nel rapporto peso/potenza, e offrono prestazioni superiori quanto a velocità di ricarica, fattore anch'esso meno rilevante per i sistemi stazionari, laddove la rapidità di ricarica non rappresenta una priorità.

Per le caratteristiche intrinseche delle differenti tecnologie, è presagibile che le batterie NMC e NCA possano confermare l'attuale *leadership* nel mercato dei veicoli elettrici, capitalizzando su *features* quali la velocità di ricarica ed il minor peso che le caratterizzano, mentre **la tecnologia LFP è parimenti verosimile che si confermi come scelta predominante nel segmento dello stoccaggio stazionario**, a beneficio di chi già oggi ha consolidato posizioni competitive di rilievo.

[20] i.e. Stati Uniti, Giappone, Australia, Germania e Italia

Battery Metrics and Best-Fit Applications for LFP Batteries

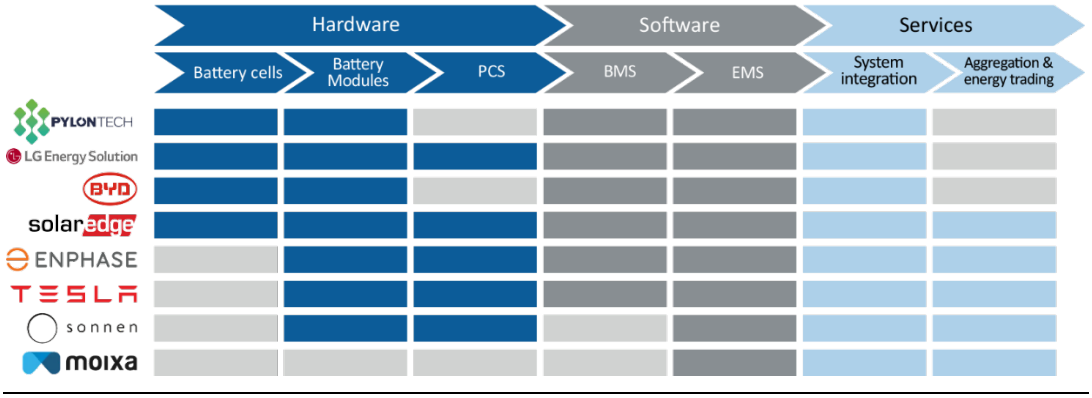
Application		Energy density	Cycle life	Cost	Charge rate	Safety
Electric vehicles	Passenger EVs					
	Commercial EVs					
	Electric buses					
	Two-and three-wheelers					
Stationary storage	Utility-scale					
	Commercial					
	Residential					

Source: BloombergNEF. Note: Blue = most important metric, Sky Blue = less important metric, Grey = relatively unimportant metric

I sistemi di accumulo di energia residenziale integrano vari componenti, tra cui celle di batteria, moduli, sistemi di conversione di potenza (*PCS*), *software* come sistemi di gestione della batteria (BMS) e sistemi di gestione dell'energia (*EMS*) e altri componenti.

Se fino a pochi anni fa l'integrazione di questi componenti era riservata ad un numero limitato di attori specializzati come Tesla e Sonnen, oggi i produttori di batterie e altre componenti si stanno sempre più integrando a valle.

Selected Residential Storage System Providers by Activity



Source: BloombergNEF. Note: PCS = power conversion systems (inverters). BMS = battery management systems, EMS = energy management systems. Darker shading indicates core business area.

In questo contesto, **tre sono i *trend* che stanno caratterizzando il mercato: da un lato, i produttori di batterie stanno cercando di guadagnare spazio nell'integrazione di sistemi di accumulo, dall'altro i *system integrator* stanno accelerando nell'integrazione a valle, sul versante della distribuzione.**

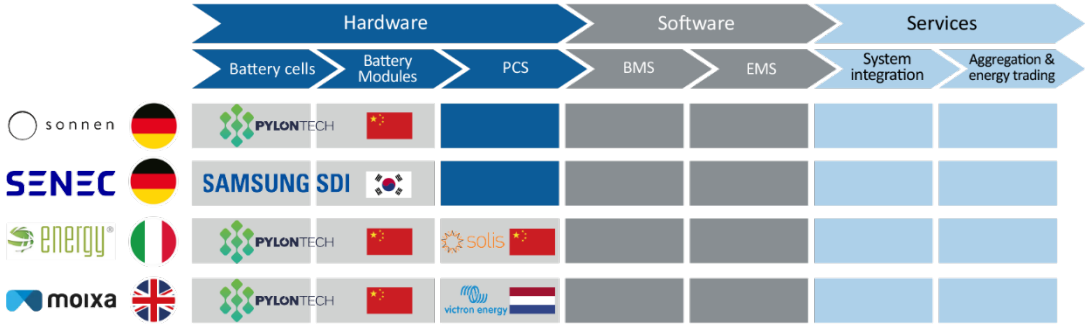
I fornitori di sistemi di accumulo residenziale stanno affrontando una forte concorrenza da parte di altre aziende che si stanno spostando verso l'integrazione di sistema, conquistando quote di mercato. Dall'inizio del 2019, produttori di batterie e sistemi fotovoltaici come Panasonic, Sofar Solar, Jinko e Canadian Solar hanno lanciato i loro primi prodotti di stoccaggio di energia stazionari, affiancandosi ad attori consolidati quali BYD, Pylontech, LG e Trina Solar. Testimonianza ne è il fatto che allo SNEC tenutosi a maggio 2023 il numero di aziende che esponevano prodotti di stoccaggio stazionario a destinazione residenziale ha raggiunto quota 35.

Sul versante opposto, i fornitori di sistemi di accumulo si sono concentrati su di una crescente integrazione a valle, sia intessendo relazioni sempre più strette con i distributori presenti nei mercati già presidiati attraverso lo sviluppo di una solida rete locale di installatori certificati che hanno familiarità con le normative locali, incentivi, tariffe al dettaglio e sviluppano attività locali di *marketing* che espandendosi in nuovi mercati.

Un'altra strategia adottata dai fornitori di sistemi di accumulo verte sullo sviluppo di *software* per l'aggregazione e il commercio e lo scambio di energia, che consente alle aziende di sviluppare nuovi modelli di *business* che non si concentrino esclusivamente sull'utente finale. Una simile strategia richiede una profonda conoscenza dei mercati energetici locali, difficilmente accessibile, se non per via mediata da operatori locali, da parte dei produttori di batterie o di apparecchiature solari.

I *trend* che precedono hanno favorito lo sviluppo di un terzo *trend* di mercato, ossia la formazione di **alleanze tra produttori di batterie e *partner* locali**, in grado di garantire una presa diretta sui mercati, in particolare laddove il livello di maturità del mercato è particolarmente elevato.

Selected Residential Energy Storage System Providers by Region and Partnership



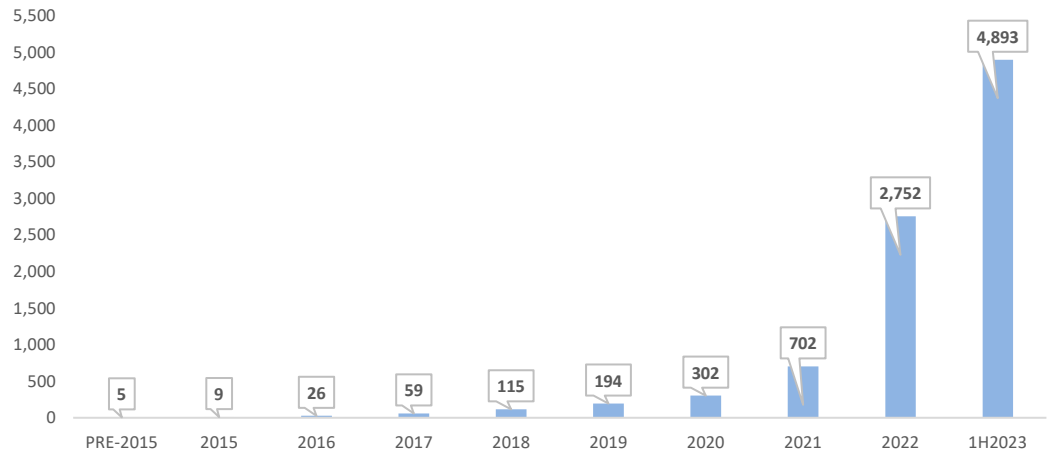
Source. BloombergNEF. Shading shows that the residential storage provider is active in that area of the value chain. Logos show where in the value chain the residential storage provider works with a partner and who that partner is. PCS = power conversion systems (inverters), BMS = battery management systems, EMS = energy management systems

Le difficoltà che produttori di batterie o apparecchiature solari hanno incontrato nel fornire servizi a valle in nuovi mercati hanno creato il viatico per alleanze con *partner*. Lo schema seguito prevede la vendita di batterie a *system integrator* locali che possono poi marchiare i sistemi con propri *brand.* L'approvvigionamento delle celle delle batterie, in tutti i casi qui rappresentati, rimane esternalizzato ed è garantito attraverso *partnership* con produttori di batterie ubicati nei mercati asiatici, Cina e Sud Corea in particolare, in grado di offrire economie di scala sufficienti a garantire prezzi di fornitura altamente competitivi.

Nel contesto italiano, il mercato dell'accumulo di energia è quasi raddoppiato nella sola prima metà dell'anno, sebbene il secondo trimestre abbia registrato il primo rallentamento in oltre due anni.

A giugno 2023, secondo ANIE Rinnovabili, in Italia sono stati installati 3,045MW e 4,893MWh di sistemi di accumulo di energia. Quasi la metà, 1,468MW/2,058MWh, è stata installata nel solo primo semestre 2023 il che significa che, in Italia, potenza e capacità dei sistemi di accumulo sono raddoppiati rispetto alla fine del 2022.

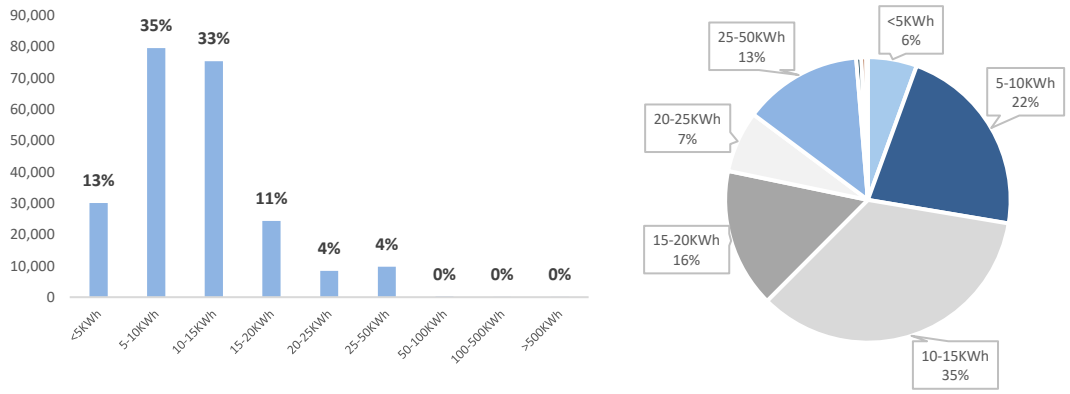
Italian Total Battery Storage (MWh)



Source: ANIE Rinnovabili

A trainare il mercato domestico continuano ad essere i settori residenziale e commerciale mentre quello delle grandi reti è atteso accelerare nei prossimi anni, una volta tracciate regole definite e chiare concernenti la partecipazione dell'accumulo di energia al mercato elettrico, gestito dal gestore della rete, Terna. Come si evince dai grafici che seguono, degli oltre 225,000 sistemi di accumulo installati a fine 2022, oltre l'80% ha potenza inferiore ai 15KWh mentre un ulteriore 11% ha potenza compresa tra 15 e 20KWh e solo 10 sistemi hanno potenza superiore a 500KWh. Ne deriva che circa l'80% della potenza installata poggi su sistemi di accumulo con potenza pari o inferiore a 20KWh.

Battery Energy Storage Systems Distribution by Size and Power Capacity Installed, at the end of 2022



Source: ANIE Rinnovabili

Per converso, l'Italia è destinata a diventare uno dei mercati *BESS* (*Battery Energy Storage System*) di rete più attivi nei prossimi anni. A seguito della crescita degli obiettivi di energia rinnovabile e del piano di implementazione, il gestore del sistema di trasmissione (TSO) Terna ha trascorso gli ultimi anni in consultazioni con gli operatori di settore al fine di comprendere come facilitare l'accumulo di energia sulla propria rete, prevedendo che entro il 2030 debbano essere resi disponibili *online* 9GW/71GWh.

Il modello di *business* sarà incentrato sul mercato della capacità e dell'arbitraggio energetico, anche attraverso una nuova piattaforma dedicata sviluppata da Terna dove i proprietari di sistemi di accumulo potranno vendere lo "spostamento temporale" dell'energia ai produttori di energia rinnovabile, oltre a servizi accessori, con progetti che avranno tendenzialmente durata di quattro ore o più.

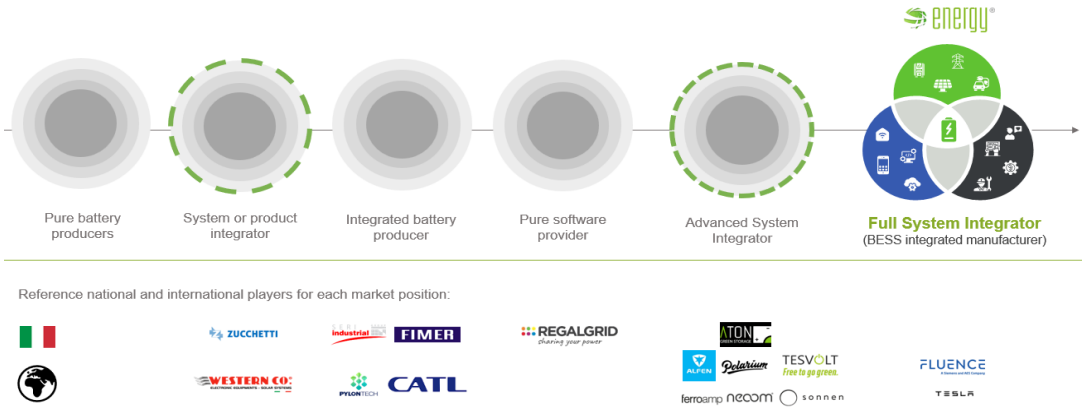
Il tutto, sostenuto da un programma di sovvenzioni a fondo perduto superiori a €17.5 miliardi sovvenzionato dall'UE a copertura di parte degli investimenti e dei costi di esercizio legati allo stoccaggio, approvato dalla Commissione Europea lo scorso dicembre 2023.

Le attese di un forte sviluppo dei *BESS* sono confermate da una ricerca redatta da LCP Delta[21] e che sostiene che nel 2024 entreranno in funzione 2.6GW/8.9GWh con una durata media di 3.4 ore, potenza e capacità destinate ad aumentare considerevolmente negli anni successivi, tant'è che entro la fine del 2027 viene stimato che saranno *online* 4.8GW/14.7GWh.

In questo contesto, si inserisce lo sviluppo delle comunità energetiche, ossia di distretti dove *prosumer* e *consumer* si potranno scambiare energia secondo un concetto di autoconsumo, con indubbi effetti positivi che saranno riscontrabili nell'installazione di pannelli fotovoltaici e sistemi di stoccaggio.

Quanto alla morfologia del mercato italiano, sei sono le categorie nelle quali possono essere ricondotti gli operatori attivi nel mercato delle soluzioni di *energy storage.*

Italian BESS Market: Player Segmentation by Solution Provided and Vertical Integration



Source: Company Presentation, March 2024

[21] Dal 2004, LCP Delta è una società di consulenza che fornisce ricerche, consulenza, prodotti tecnologici e servizi di formazione alle aziende che investono nella transizione energetica

A dominare il mercato domestico sono oggi gli *Integrated Battery Producer*: questi operatori producono internamente *inverter* o batterie e, seguendo la stessa strategia degli integratori di sistema, offrono sul mercato soluzioni di accumulo proprietaria "*all-in-one*" che integrano i propri *inverter* e batterie con componenti di terze parti e *EMS*.

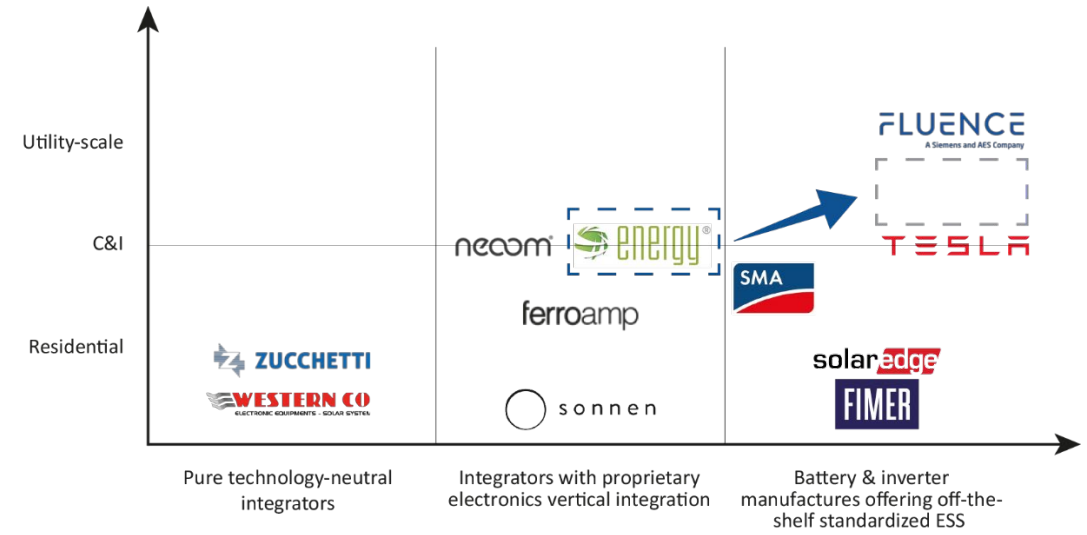
I *System Integrator* sono rappresentati principalmente da operatori che offrono soluzioni complete esternalizzando la prima parte della filiera; si tratta spesso di operatori attivi nel mondo delle rinnovabili che hanno interesse ad ampliare la propria offerta facendo il proprio esordio nel mercato dello *storage*.

Per converso, *Pure Software Provider* e *Pure Battery Provider* sono poco attivi in Italia se non quasi assenti.

Nel mercato, gli operatori che strategicamente hanno assorbito internamente tutte le attività, integrandosi verticalmente sono molto pochi, i c.d. *Full System Integrator*. Tra coloro che possono essere definiti tali spiccano Fluence e Tesla.

In questa arena competitiva, **Energy si caratterizza per un posizionamento distintivo: *Full System Integrator***, da un lato, e ***Battery Producer***, dall'altro, in virtù delle competenze e dell'*industrial footprint* di cui la *joint venture* Pylon LiFeEU dispone e disporrà. Un **posizionamento che garantisce ad Energy un indubbio vantaggio competitivo** basato su *know-how*, maggior incisività nello sviluppo prodotti nonché nell'assistenza alla propria base clienti.

Italian BESS Market: Player Segmentation by Technology and End Market



Source: Energy Admission Document

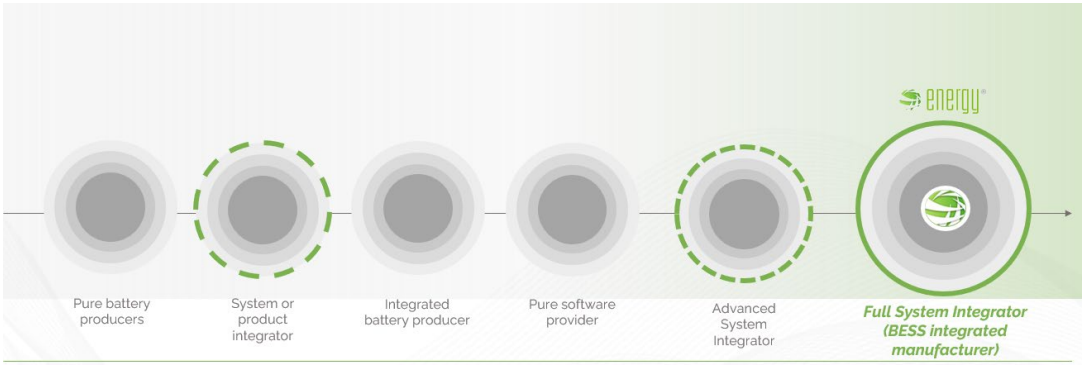
Nonostante la concorrenza si stia intensificando come risultato del crescente interesse dimostrato per lo stoccaggio di energia, il *management* della Società ritiene che le barriere all'ingresso possano ostacolare l'ingresso di potenziali nuovi operatori privi di un consolidato *track record* specialistico e di una approfondita conoscenza del contesto italiano. Tra queste:

- *Know-how* e curva di apprendimento favorito dalla profonda conoscenza tecnica e capacità distintiva di progettazione e ingegnerizzazione dei sistemi;
- *Software EMS* proprietario efficace ed affidabile;
- Consolidate relazioni con la clientela nazionale e internazionale, rappresentata da grandi distributor e *VAR*;
- Sviluppo di un marchio proprio ZeroCO_2, conosciuto e ben posizionato sul mercato;
- Consolidato servizio *post*-vendita in grado di garantire tempestiva assistenza ai clienti e di intercettare e analizzare i dati relativi a difetti e malfunzionamenti dei prodotti;
- Relazioni di lungo periodo maturate con fornitori globali strategici che, in taluni casi, sono sfociate in *partnership* o *joint ventures* quale, e ne è un esempio rappresentativo, quella con Pylon Technologies per il co-sviluppo di un sito produttivo italiano dedicato alla produzione delle batterie (partendo dalle celle) che si prefigge di servire il mercato europeo;

On Track, sulla via della *Full System Integration*

Obiettivo strategico della Società consiste nel consolidare il proprio posizionamento di *Full System Integrator*, arrivando ad includere ulteriori parti della filiera produttiva nella propria attività (produzione di *inverter*, *software EMS* e batterie), così da poter gestire tutte le fasi che gravitano nell'universo dei *Battery Energy Storage Systems*, fino a fornire un prodotto completo, comprensivo della fase di installazione, ai clienti finali.

Energy – Strategic Positioning



Source: Company Presentation, March 2024

In questa prospettiva, Energy ha posto in essere azioni tese ad appropriarsi di una parte sostanziale della catena del valore, attraverso l'internalizzazione della produzione di *hardware* e *software* per i *BESS*, vuoi tramite R&D, vuoi tramite *JV* e acquisizioni.

Tra queste, le più rilevanti azioni si sono tradotte in/nel:

- ***Insourcing* dell'attività di assemblaggio di *BESS* di grande taglia**, al fine di avere un maggior controllo delle fasi strategiche della catena del valore, nelle aree dell'approvvigionamento e della produzione.

A tale riguardo, il nuovo stabilimento situato a Padova è in grado di offrire una capacità produttiva per i sistemi extra-large pari a 60MWh/anno e assembla internamente la totalità delle armadiature.

- **Internalizzazione della produzione di batterie per *BESS***

L'attività di produzione e commercializzazione di batterie per sarà svolta tramite la *joint venture* di diritto italiano Pylon LiFeEU, di cui Energy detiene il 30% del capitale sociale. La JV, avente sede sociale e produzione in un'area dedicata presso il sito di Energy si occuperà, appunto, della produzione e commercializzazione in Europa di batterie al litio.

Stanti le quote di rispettivo possesso, l'investimento cui Energy dovrà fattivamente contribuire, a regime, si attesta a €3 milioni[22]; Energy per converso ha diritti di governance, tra i quali quello di nominare l'AD della società nonché diritti di veto per decisioni aventi valenza strategica e straordinaria.

Di fatto, la *JV* costituisce una base operativa europea del colosso Pylon Technologies, che sviluppa la maggior parte del proprio *business* proprio in Europa, e del quale la Società rappresenta uno dei più importanti *partner* commerciali e tecnologici.

- **Acquisizione di Cloud Computing**

Lo scorso 20 luglio 2023, Energy ha annunciato ha annunciato l'acquisizione di Cloud Computing s.r.l.[23], società attiva nello sviluppo di software con applicazione IoT. Grazie a questa acquisizione, Energy, per il tramite della sua controllata EnergyInCloud, sarà attiva nella fornitura di servizi avanzati per il controllo e

[22] Pari al 30% dell'investimento iniziale stimato in €10 milioni
[23] L'acquisizione è stata effettuata tramite la *start-up* innovativa EnergyInCloud s.r.l., di cui la Società detiene il 73% del capitale sociale mentre il restante 27% è detenuto dai soci di Cloud Computing s.r.l.

la gestione da remoto di sistemi di produzione, stoccaggio e consumo di energia, attraverso tecnologie evolute nell'ambito ICT, IoT, AI, Blockchain, e nella relativa assistenza.

Energy – Cloud Computing Acquisition through the controlled entity EnergyInCloud s.r.l.

Source: Company Presentation, March 2024

La gestione digitalizzata e le competenze specialistiche di Cloud Computing consentiranno alla Società di rafforzare ulteriormente il *know-how* relativo al controllo da remoto dei sistemi di produzione, accumulo e consumo di energia, con l'obiettivo di presidiare in maniera integrata le fasi strategiche della catena del valore, anche in vista e in funzione dell'erogazione di servizi per le Comunità Energetiche e per i servizi alla Rete Elettrica, ed in particolare alle attività di bilanciamento e dispacciamento, consentendo alla Società di poter meglio cogliere le opportunità che potranno emergere dalla regolamentazione sullo scambio di energia locale tra soggetti diversi, ambiti in cui la gestione dell'energia elettrica, dalla produzione allo scambio, dal consumo all'accumulo, viene governata grazie al *software* e alle piattaforme *cloud* operanti da remoto che saranno sviluppati, appunto, da EnergyInCloud.

Grazie a questa acquisizione, **Energy si pone come l'unico operatore europeo ad aver verticalizzato le varie fasi di produzione dei sistemi di accumulo e la loro connessione alla rete, con garanzie di sicurezza e della *privacy* dei dati secondo *standard* europei**.

Nell'ambito di questa visione strategica, la Società si prefigge di **sviluppare il proprio *mix* di offerta** e **consolidare canali distributivi e clientela di riferimento**, anche attraverso la **promozione del marchio proprietario zeroCo_2**.

Quanto allo sviluppo del *mix* di offerta, la Società prevede la **graduale estensione dell'offerta a sistemi di accumulo aventi potenza superiore a 50KW destinati a clienti industriali e commerciali**, beneficiando della crescita attesa dal segmento di mercato e delle più elevate barriere all'ingresso che lo caratterizzano. A tale riguardo, i dati recentemente pubblicati relativi all'esercizio fiscale 2023 evidenziano ricavi per €4.2 milioni nel segmento. Tale dato, pari al 7% del giro d'affari, è più che doppio in termini relativi rispetto a quanto registrato nell'esercizio fiscale 2022, a riprova dell'impegno tecnico e commerciale profuso dalla Società nello sviluppo di questa tipologia di prodotti.

Con riferimento alla categoria *Small&Large BESS*, **la Società intende ulteriormente sviluppare sistemi *stackable*** (batterie impilabili) aventi caratteristiche tecniche ed estetiche "*plug&play*", quindi semplici da installare, facilmente interfacciabili e in grado di supportare in modo integrato le esigenze di accumulo di energia ad uso residenziale. Inoltre, la Società prevede di selezionare la propria clientela, indirizzando la propria offerta a distributori di maggiori dimensioni in Italia e all'estero (in particolare Europa e Nordamerica), facendo leva sulle competenze di *full system integrator* che deriveranno da un crescente livello di integrazione sul quale la Società è attivamente impegnata.

Con riferimento alla categoria di prodotto ***Extra Large BESS***, la strategia commerciale della Società prevede di **ampliare il numero di utenti finali presso edifici e strutture industriali e commerciali, nonché di sviluppare le vendite all'estero** (e in particolare in Europa e nel mercato nordamericano).

Nel promuovere le precedenti attività di sviluppo commerciale, Energy si prefigge di **aumentare la visibilità del marchio proprietario zeroCO_2**, al fine di incrementare la riconoscibilità dei prodotti commercializzati dalla Società ed aumentare la fidelizzazione nei confronti della marca.

2023 Financials

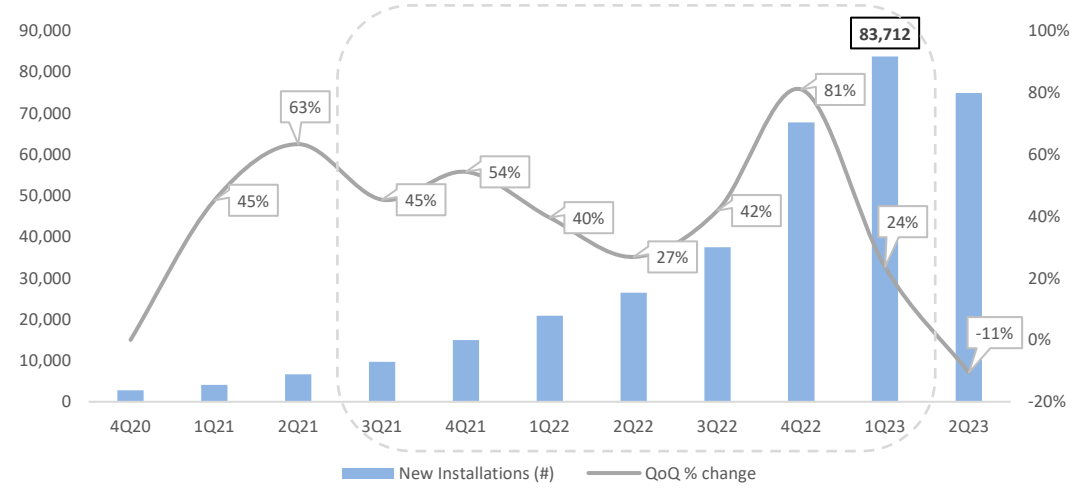
Lo scorso 27 marzo, Energy ha riportato i risultati 2023.

L'esercizio fiscale 2023 è stato caratterizzato da una significativa discontinuità rispetto alla traiettoria di crescita sperimentata dalla Società sin dalla sua fondazione. A giocare un ruolo preponderante sono state le evoluzioni del mercato residenziale, penalizzato da un lato dal mancato rinnovo del Superbonus 110%, dall'altro, ancor più rilevante, dal congelamento prima e dalla farraginosità poi delle procedure inerenti la c.d. cessione del credito[24]. Sono venuti quindi meno sia la possibilità di godere di incentivi particolarmente vantaggiosi che la pronta liquidabilità dei crediti fiscali maturati in virtù degli interventi di riqualificazione effettuati, entrambi fattori che hanno contribuito ad alterare, in ambo le direzioni, prima e poi, la naturale evoluzione del mercato residenziale.

Tale evidenza è desumibile dall'evoluzione che le installazioni di nuovi sistemi di accumulo ha registrato a far data dall'entrata in vigore della norma sul 110% e della cessione del credito e, per converso, dalla decelerazione, laddove non contrazione, registrata nel 2023.

Seppur ancora in forte crescita a/a, i dati relativi alle installazioni nel secondo trimestre 2023 hanno per la prima volta segnato una contrazione sequenziale: nel secondo trimestre, le nuove installazioni si sono attestate a c.a. 75,000 unità, in contrazione a doppia cifra rispetto alle c.a. 84,000 installazioni del primo trimestre. Per quanto ANIE non abbia ancora provveduto alla pubblicazione dei dati di mercato 2H23, le attese di mercato sono per un'ulteriore contrazione sequenziale del numero di nuove installazioni. Per dovere di cronaca va segnalato come i dati elaborati da ANIE siano verosimilmente tardivi rispetto alle tendenze effettive registrate sul mercato a causa del *lag* temporale che tipicamente intercorre tra l'installazione del sistema di accumulo e l'allacciamento dello stesso alla rete. A giudizio del *management* della Società, tale *lag* temporale può essere ragionevolmente approssimato in un periodo compreso tra 6 e 12 mesi, il che rafforzerebbe la tesi di installazioni 2H23 in ulteriore contrazione sequenziale.

Italian Market: BESS installations (#), QoQ % change



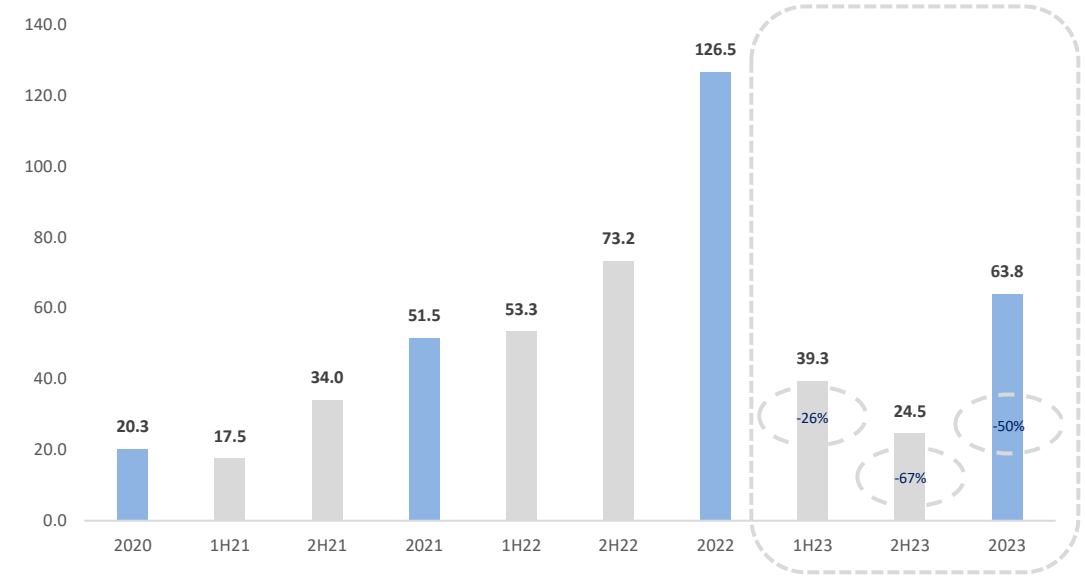
ANIE Federazione: Osservatorio Sistemi di Accumulo

A pesare sull'evoluzione del mercato residenziale domestico hanno inoltre contribuito un contesto inflattivo e il correlato aumento dei tassi di interesse.

In questo contesto di mercato, Energy ha registrato un giro d'affari pari a €63.3 milioni, in contrazione del 50% rispetto a €126.5 milioni del 2022, con un calo dei ricavi più accentuato nel secondo semestre (-67%) rispetto a quanto già registrato nella prima metà dell'anno (-26%).

[24] Per dovere di cronaca, il decreto legge pubblicato in Gazzetta Ufficiale lo scorso 29 marzo 2024 ha posto fine sia agli sconti in fattura che alla cessione del credito per i *bonus* edilizi ed energetici, con una deroga per gli edifici danneggiati dai terremoti del 2009 e 2016 per il quali è stato stanziato un *plafond* di €400 milioni. Questo atto elimina anche la c.d. "rimessione in *bonis*", introducendo una comunicazione preventiva per i nuovi interventi, con il fine di garantire una maggior trasparenza ed un maggior controllo finanziario, teso a limitare abusi e a tutela delle finanze pubbliche

Energy – 2021-2023 Turnover Evolution by Semester

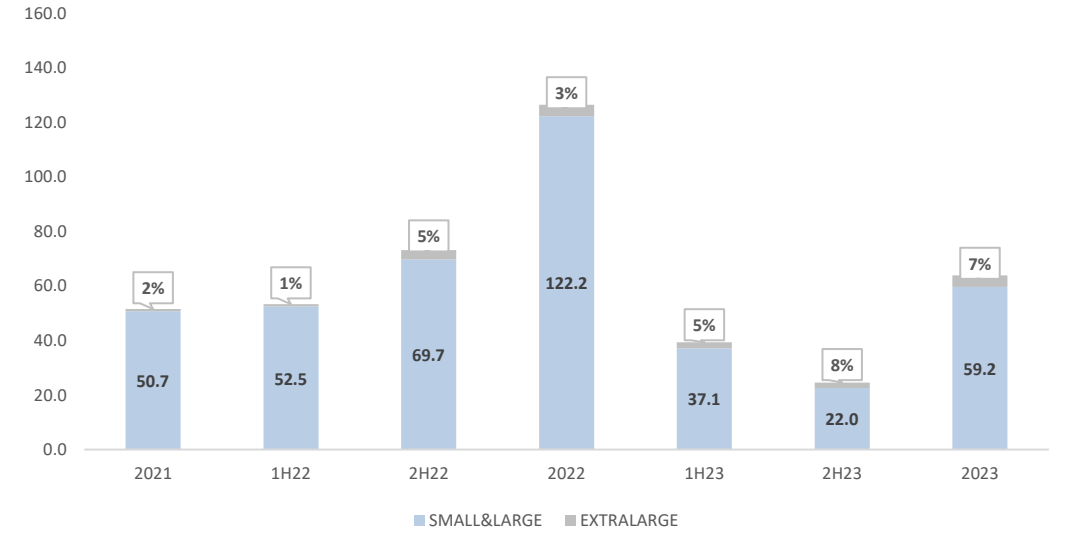


Source: Company data

A **8,981 sono ammontati i sistemi di accumulo (-51% a/a) commercializzati da Energy nel 2023**, **per una potenza complessiva installata pari a 48 MW** (-54% a/a). In questo contesto, il prezzo medio per sistema commercializzato è aumentato del 6% a/a a[25] c.a. €7,100, favorito dalla *performance* registrata dai sistemi *XL*, la cui contribuzione al giro d'affari è più che raddoppiata nel corso del 2023 (7% vs 3% nel 2022).

Energy – 2021-2023 Turnover Evolution by Category

INSTALLED SYSTEMS (#)	9,150	10,394	8,457	18,851	7,086	1,895	8,981
AVERAGE PRICE PER SYSTEM (Eu)	5,630	5,128	8,650	6,708	5,545	12,946	7,107
INSTALLED POWER (MW)	56	58	46	104	38	11	48



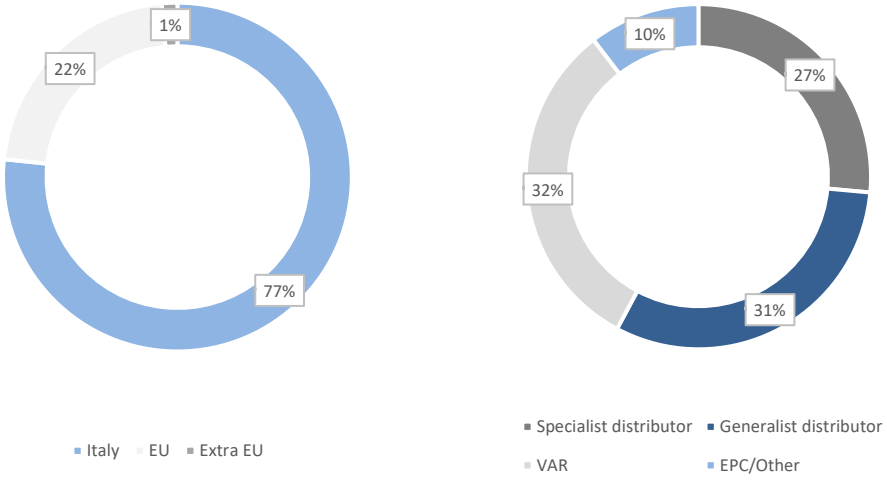
Source: Company data

Nel 2023, **sistemi *XL* e mercati esteri si sono contraddistinti per tendenze decisamente più favorevoli** di quelle mediamente registrate a livello complessivo: in dettaglio, i sistemi di accumulo a maggior capacità (>50 KWh) hanno registrato un giro d'affari sostanzialmente stabile a/a, più che raddoppiando la

[25] Secondo nostre stime, gli stessi sistemi *S&L* hanno registrato un aumento del prezzo medio *low-single-digit*, di particolare rilevanza laddove contestualizzati in un mercato caratterizzato da ampia disponibilità di *stock*.

contribuzione ai ricavi (7% da 3% nel FY22), favoriti da crescenti volumi mentre i mercati esteri hanno limitato il calo (-22%), chiudendo il FY23 con ricavi prossimi ad €15 milioni. Essendo per elezione il canale di distribuzione di sistemi di maggior taglia, i ricavi da EPC sono cresciuti a doppia cifra (+14%), raddoppiando il contributo offerto ai ricavi totali (10% dal 5% nel FY22).

Energy - 2023 Turnover by Geography and Distribution Channel



Source: Company data

Per canale di distribuzione, il canale EPC (+14%) ha beneficato della crescita dei volumi di vendita dei sistemi XL mentre distributori generalisti (-48%), distributori specialisti (-59%) e VAR (-50%) hanno analogamente risentito della situazione congiunturale di mercato e, specialmente, della debolezza del mercato residenziale domestico.

La struttura essenzialmente variabile dei costi operativi ha consentito alla Società di registrare una redditività lorda operativa che, per quanto in significativa contrazione rispetto al 2002 (-9.5 punti percentuali), si è attestata ampiamente in doppia cifra, pari al 15.9% dei ricavi.

Coerentemente all'evoluzione dell'EBITDA, EBIT ed utile netto sono risultati in calo del 69%, del 72% e del 75%, rispettivamente a €10.1 milioni, €8.9 milioni e €5.6 milioni.

Guardando al solo secondo semestre, i ricavi sono risultati in calo del 67% a/a a €24.0 milioni, EBITDA ed EBIT sono scesi di oltre il 90% a/a rispettivamente a €1.6 milioni (6.4% EBITDA *margin*) e a €0.9 milioni (3.6% EBIT *margin*) mentre l'utile netto ha registrato un sostanziale *break-even* (€0.1 milioni).

La visibilità offerta dal portafoglio ordini si è confermata a livelli contenuti: al 31.12.2023 gli ordini acquisiti e da evadere si sono attestati a €3.15 milioni, dato in continuità rispetto a quanto osservato alla chiusura del primo semestre dell'anno (€6.6 milioni), frutto del combinato disposto di un minor numero di ordini e tempi di evasione delle commesse accelerati in virtù di un generalizzato contesto di *overstock* nell'industria. Durante la *conference call* di presentazione dei risultati FY23, il *management* ha altresì comunicato che il portafoglio ordini non include la *pipeline* di progetti *C&I*, dal valore sostanzialmente superiore agli €3.15 milioni annunciati.

In virtù delle diverse dinamiche che ci attendiamo caratterizzeranno il segmento residenziale, da un lato, ed il segmento C&I, dall'altro, riteniamo che crescente attenzione dovrà essere posta sulla lettura congiunta di portafoglio ordini e *pipeline*. Le logiche sottostanti la commercializzazione di sistemi XL differiscono infatti sostanzialmente da quelle sottostanti vendite "a catalogo", come generalmente accade sul versante residenziale. Lo sviluppo di progetti C&I, di fatto, prevede tempi di lavorazione ed evasione delle commesse misurabili in mesi durante i quali viene sviluppato il progetto, predisposta un'offerta economica (trattandosi generalmente di prodotti su misura e *customizzati*) cui si sommano i tempi necessari al committente per una valutazione dell'investimento. Infine, considerando i tempi di attraversamento della produzione sino alla consegna e installazione che possono assorbire ulteriori 4-8 settimane. Complessivamente, lo sviluppo di progetti XL e la relativa commercializzazione (nonché fatturazione) può mediamente tenere impegnata la Società da un minimo di 6 mesi sino ad un anno.

Energy – 2020-2023 Income Statement (Eu mn)

AS OF	2020	2021	2022	1H23	2H23	2023
NET SALES	**20.3**	**51.5**	**126.5**	**39.3**	**24.0**	**63.3**
YoY growth rate	*62.5%*	*153.8%*	*145.5%*	*-26.3%*	*-67.1%*	*-49.9%*
Internal Works	0.4	0.0	0.4	0.5	0.9	1.4
Contributions	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.4
Other revenues	0.1	0.1	0.3	0.3	0.5	0.8
Value of Production	**20.9**	**51.7**	**127.3**	**40.1**	**25.8**	**65.9**
YoY growth rate	*59.6%*	*148.1%*	*146.0%*	*-24.9%*	*-65.1%*	*-48.2%*
Purchases	(16.2)	(38.2)	(87.1)	(27.0)	(19.9)	(46.9)
Services	(1.8)	(1.9)	(5.8)	(2.9)	(2.2)	(5.2)
Third party assets expenses	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(1.1)	(1.1)
Other operating expenses	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	0.2	(0.1)
Added Value	**2.8**	**11.6**	**34.0**	**9.8**	**2.8**	**12.6**
% margin	*13.7%*	*22.5%*	*26.9%*	*24.9%*	*11.6%*	*19.7%*
YoY growth rate	*58.5%*	*315.5%*	*193.9%*	*-36.9%*	*-85.0%*	*-63.1%*
Personnel	(0.7)	(1.1)	(1.9)	(1.2)	(1.2)	(2.5)
EBITDA	**2.1**	**10.5**	**32.2**	**8.5**	**1.6**	**10.1**
% margin	*10.3%*	*20.4%*	*25.4%*	*21.8%*	*6.5%*	*15.9%*
YoY growth rate	*67.2%*	*403.8%*	*205.8%*	*-42.1%*	*-91.0%*	*-68.5%*
Amortizations	(0.2)	(0.3)	(0.6)	(0.5)	(0.2)	(0.7)
Depreciations	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.5)	(0.5)
Provisions and write-downs (ups)	0.0	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
EBIT	**1.8**	**10.1**	**31.6**	**8.0**	**0.9**	**8.9**
% margin	*9.0%*	*19.7%*	*25.0%*	*20.4%*	*3.7%*	*13.9%*
YoY growth rate	*74.1%*	*452.2%*	*211.6%*	*-45.3%*	*-94.8%*	*-71.8%*
Financial income	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
Financial expenses	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(1.4)
Other financial items, including associates	(0.0)	(0.0)	(0.1)	0.0	(0.0)	0.0
Pre-tax Profit	**1.7**	**10.0**	**31.0**	**7.5**	**0.0**	**7.5**
% margin	*8.5%*	*19.3%*	*24.5%*	*19.0%*	*0.2%*	*11.8%*
YoY growth rate	*85.5%*	*479.3%*	*211.2%*	*-48.7%*	*-99.7%*	*-75.7%*
Total taxes	(0.4)	(2.6)	(8.4)	(2.0)	0.1	(1.9)
% corporate tax rate	*22.1%*	*26.0%*	*27.0%*	*26.8%*	*-182.5%*	*25.4%*
Group Net Income	**1.3**	**7.4**	**22.6**	**5.5**	**0.1**	**5.6**
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Income pertaining to Co.' shareholders	**1.3**	**7.4**	**22.6**	**5.5**	**0.1**	**5.6**
% margin	*6.6%*	*14.3%*	*17.9%*	*13.9%*	*0.6%*	*8.8%*
YoY growth rate	*95.1%*	*450.4%*	*206.9%*	*-48.7%*	*-98.8%*	*-75.2%*

Source: Company data

In questo contesto, una nota positiva è provenuta dall'evoluzione della posizione finanziaria netta, favorita da una riduzione del capitale circolante netto che ha più che compensato gli investimenti effettuati nell'esercizio, complessivamente pari a €8.4 milioni. Nell'ambito di una posizione finanziaria netta sostanzialmente neutra (+€0.2 milioni), riteniamo vadano evidenziati, ai fini di quanto vedremo nella sezione seguente, da un lato la solida posizione di liquidità lorda detenuta al 31.12.2023 dalla Società, pari a €18.8 milioni e, dall'altra, il valore di magazzino che, per quanto abbia ancora ampi spazi di ulteriore riduzione, è diminuito di €22.4 milioni nel secondo semestre dell'anno, chiudendo a €56.4 milioni (vs €78.8 milioni nell'1H23 e €61.3 milioni al 31.12.2022). Al riguardo segnaliamo, che degli oltre €22 milioni di riduzione del magazzino registrati nel secondo semestre dell'anno, una quota minoritaria (€3.5 milioni) è riconducibile (i) ad un sostanziale azzeramento degli acconti a fornitori (€ 3 milioni) e (ii) a svalutazioni di magazzino resesi necessarie a fronte di una rallentata rotazione dei prodotti finiti (€0.5 milioni).

Energy – 2020-2023 Balance Sheet (Eu mn)

AS OF	2020	2021	2022	1H23	2023
Tangible assets	0.0	0.0	1.6	2.9	7.3
Intangible assets	0.7	0.5	4.3	4.3	4.8
of which goodwill	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
of which other intangible assets	*0.7*	*0.5*	*4.3*	*4.3*	*4.8*
Financial assets	0.0	0.1	0.2	0.2	1.2
Fixed assets	**0.7**	**0.6**	**6.1**	**7.4**	**13.2**
Inventory	4.8	6.7	61.3	78.8	56.4
Trade receivables	2.8	9.7	23.1	10.4	4.6
Trade Payables	(1.4)	(1.7)	(15.6)	(19.4)	(9.9)
Operating Working Capital	**6.2**	**14.7**	**68.8**	**69.8**	**51.2**
Other current assets	0.6	1.6	0.3	1.6	0.8
Other current liabilities	(1.3)	(3.9)	(6.9)	(8.5)	0.2
Net Working Capital	**5.5**	**12.4**	**62.3**	**62.9**	**52.3**
Long-term liabilities	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.2)
Capital Employed	**6.0**	**12.7**	**68.1**	**70.0**	**65.3**
Cash & near cash	0.8	2.0	16.0	17.7	18.8
Short-term indebtness	(2.5)	(2.5)	(18.6)	(13.7)	(9.1)
Long-term indebtness	(1.7)	(2.4)	(5.5)	(8.6)	(9.6)
Net financial position	**(3.5)**	**(2.9)**	**(8.2)**	**(4.6)**	**0.2**
Shareholders' net equity	2.6	9.9	59.9	65.4	65.5
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Group' net equity	**2.6**	**9.9**	**59.9**	**65.4**	**65.5**
Total Sources	**6.0**	**12.7**	**68.1**	**70.0**	**65.3**

Source: Company data

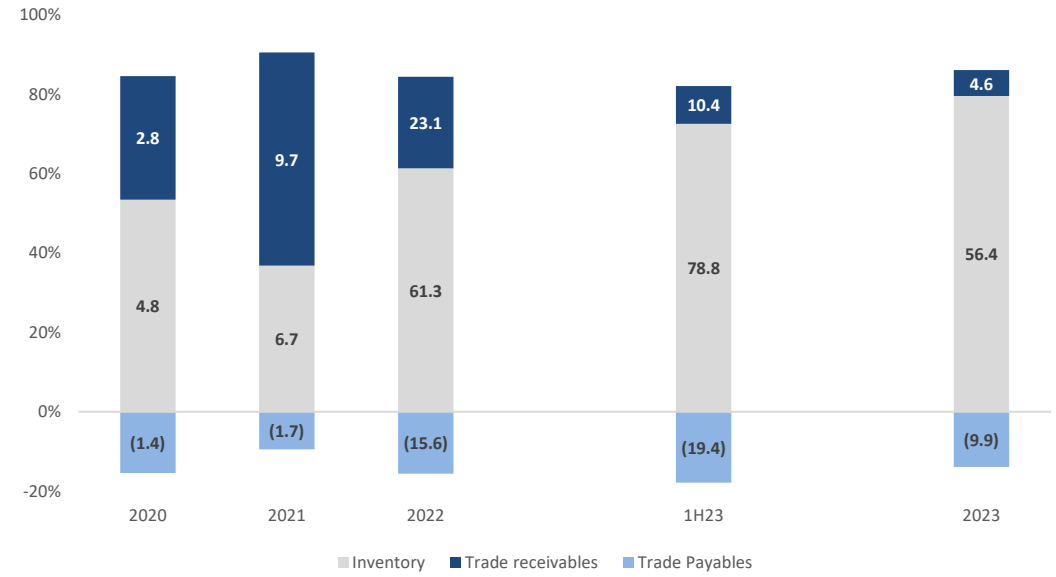
Energy – 2020-23 Cashflow Statement (Eu mn)

AS OF	2020	2021	2022	1H23	2H23	2023
Group Net Income	**1.3**	**7.4**	**22.6**	**5.5**	**0.1**	**5.6**
Taxes	0.2	2.2	2.6	1.4	(1.4)	0.0
Financial charges (income)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital gain (losses) from disposals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortizations and depreciations	0.3	0.3	0.6	0.5	0.7	1.2
Provisions, net of use of funds	0.0	0.1	(0.1)	0.0	(0.0)	0.0
Write-downs (ups)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Δ OWC	(4.2)	(9.1)	(53.7)	(0.8)	18.4	17.6
Δ Other current assets, liabilities and funds	0.6	(0.0)	1.3	(1.3)	(6.3)	(7.6)
Other operating non-monetary items	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
Operating Cash Flow (OCF)	**(1.8)**	**0.9**	**(26.6)**	**5.4**	**11.4**	**16.8**
Capital expenditures in tangible assets	(0.0)	(0.0)	(1.6)	(1.4)	(4.0)	(5.4)
Capital expenditures in intangible assets	(0.4)	(0.2)	(4.3)	(0.4)	(2.6)	(3.0)
Capital expenditures in financial assets	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.1)	0.1	0.0
Divestments	0.0	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0
Free Cash Flow (FCF)	**(2.3)**	**0.6**	**(32.6)**	**3.6**	**4.8**	**8.4**
Dividend distribution to ENY shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend distribution to minority shareholde	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend cashed-in	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital increase (reimbursement)	0.0	(0.0)	27.3	0.0	(0.1)	(0.1)
Other non-operating non-monetary items	0.0	0.1	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
Cash Flow	**(2.3)**	**0.6**	**(5.3)**	**3.6**	**4.8**	**8.4**
NFP at the beginning of the period	**(1.2)**	**(3.5)**	**(2.9)**	**(8.2)**	**(4.6)**	**(8.2)**
NFP at the end of the period	**(3.5)**	**(2.9)**	**(8.2)**	**(4.6)**	**0.2**	**0.2**

Source: Company data

Quanto all'evoluzione del capitale circolante netto, la riduzione del magazzino (€12.4 milioni) è stata parzialmente "mitigata" dall'effetto combinato di una riduzione di crediti (-€5.8 milioni) e debiti commerciali (-€9.5 milioni), entrambi riconducibili alla contrazione del giro d'affari.

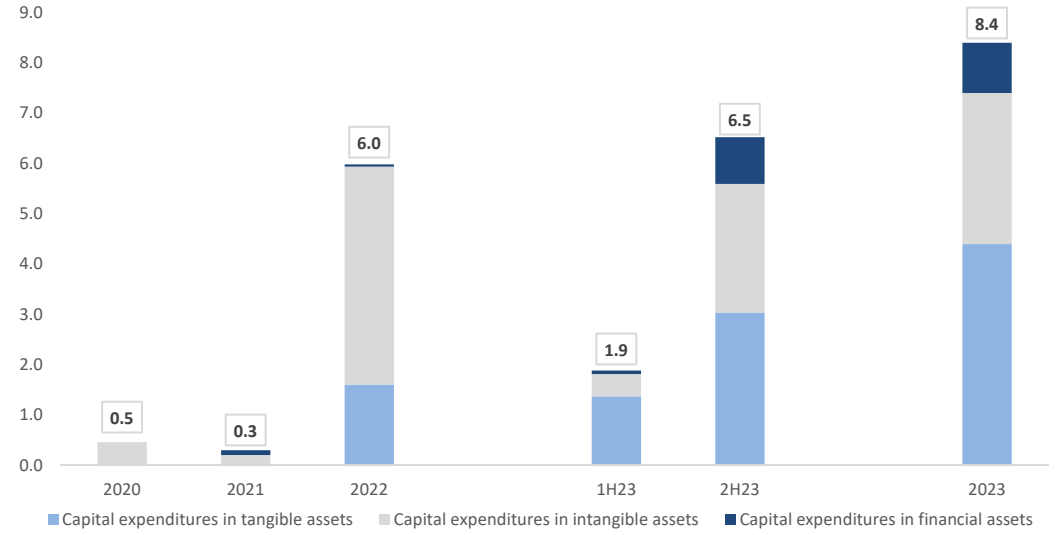
Energy – 2020-23 Operating Working Capital Evolution (Eu mn)



Source: Company data

Infine, gli investimenti si sono attestati a €8.4 milioni, di cui €6.6 milioni effettuati nel secondo semestre dell'anno. Di questi, €1.6 milioni attengono ai lavori di costruzione ed allestimento del reparto batterie nella sede esistente e la costruzione del nuovo edificio adiacente, €1.2 milioni a costi sostenuti per attività di ricerca e sviluppo ed €0.9 milioni alle partecipazioni nella *joint venture* Pylon LiFeEU s.r.l. e nella controllata EnergyInCloud s.r.l..

Energy – 2020-23 Capital Expenditures Evolution



Source: Company data

In virtù dei risultati comunicati, il 100% delle *Price Adjustment Shares* 2023, pari a n. 3.8 milioni sarà oggetto di cancellazione, determinando una riduzione del numero di azioni *fully diluted* di equivalente ammontare, pari al 6% del numero di azioni *fully diluted* pre-cancellazione. Coerentemente con le indicazioni fornite in sede di IPO, il Consiglio di Amministrazione ha proposto di non procedere alla distribuzione di dividendi.

2023-2026 Forecasts

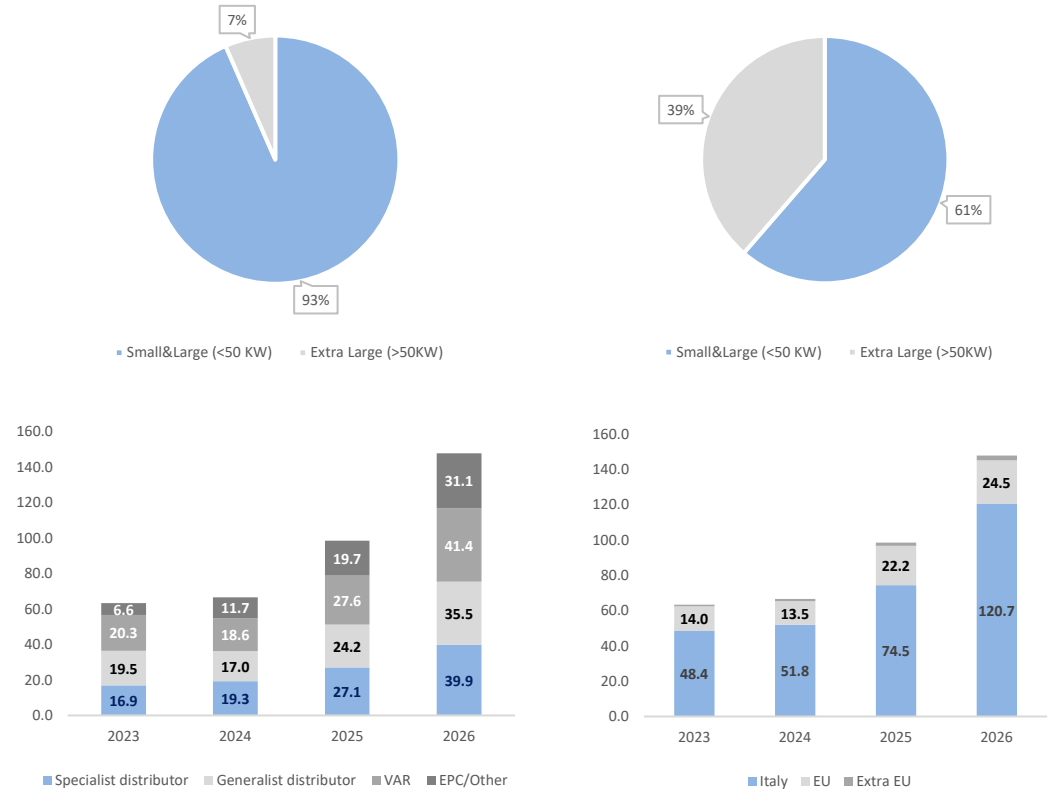
Forte dei significativi sviluppi attesi dal mercato domestico di riferimento, specialmente sul versante dei sistemi di accumulo di grande taglia, stimiamo che la Società possa conseguire una crescita media annua dei ricavi 2023-26 pari al 33%, consentendole di raggiungere un giro d'affari consolidato 2026 di €148 milioni (rispetto ai €63 milioni registrati nel 2023 e ai €125 milioni del 2022).

Ci attendiamo che i principali *driver* della crescita del gruppo siano rappresentati da:

- **Lo sviluppo della categoria di prodotti XL**, ossia sistemi di accumulo di grande taglia principalmente rivolti a *C&I*, *multi-utilities* e, potenzialmente, a comunità energetiche per quanto il *management* oggi non si attenda sviluppi significativi su tale ultimo versante;
- **Un aumento della penetrazione dei mercati esteri, con particolare *focus* all'area DACH, Olanda e centro Europa**. Al riguardo, la propensione della Società ad acquisizioni *bolt-on*, nonché le attuali disponibilità di prodotto, potrebbero fungere da acceleratore nel processo di sviluppo internazionale di Energy;
- **Continui investimenti in comunicazione finalizzati all'aumento della *brand recognition* del marchio proprietario zeroCO_2**, con l'obiettivo di fidelizzare la propria base clienti nonché di poter disporre di un crescente *pricing power* in un contesto di prezzi generalmente calanti.
- **Selettive acquisizioni *bolt-on***, non fattorizzate nelle nostre stime, tese vuoi ad una più rapida penetrazione di mercati esteri e del segmento XL, vuoi all'internalizzazione di ulteriori fasi del processo produttivo.

Ciò premesso, ci attendiamo che le pressioni competitive dettate dall'evoluzione tecnologica, da crescenti volumi di vendita ma anche da aspetti più *soft*, quali il *design* di prodotto, possano strutturalmente condurre a prezzi di vendita tendenzialmente calanti. In questo contesto, la situazione di generalizzato *overstock* presente nel mercato dei sistemi di accumulo potrebbe acuire le pressioni nel breve termine.

Energy – 2023-2026E Consolidated Turnover Development by Product Category, Distribution Channel & Geography



Source: Websim Corporate estimates

Le dinamiche sottostanti lo sviluppo dei ricavi attesi nel triennio 2024-26 sono riassunte nella tabella che segue: in estrema sintesi, stimiamo una sostanziale crescita dei volumi di vendita, con un effetto mix positivo favorito da una crescente esposizione di Energy a BESS di grande taglia e prezzi mediamente

calanti a causa delle pressioni deflazionistiche cui abbiamo fatto precedentemente accenno. Parentesi a parte crediamo meriti il 2024. Al riguardo, nel presentare i risultati 2023, il *management* ha definito l'esercizio fiscale in corso come "*un anno di transizione, non solo per la Società, ma anche per lo stesso mercato residenziale e soprattutto per il nuovo mercato dei prodotti Extra-Large che sta essa stessa sviluppando in funzione di first-mover*". In questo contesto, crediamo che l'opportunità di una più rapida ricomposizione dello *stock* di prodotti residenziali possa forzare a mosse più aggressive sul *pricing*, a beneficio dei volumi di vendita dei sistemi *Small&Large*. Un simile approccio determinerebbe, e queste sono le nostre attese, una contrazione del *pricing* più significativa nel 2024, rispetto al 2025 (che beneficerà per converso di una più facile base di comparazione) e al 2026.

Energy – 2024-2026E Expected Net Sales Drivers

AS OF	2022	2023	2024E	2025E	2026E
VOLUMES	106.0%	-52.4%	16.4%	22.5%	45.3%
PRICES	39.4%	2.4%	-3.3%	-2.0%	-1.3%
MIX			-7.9%	27.5%	6.0%
NET SALES YoY % CHANGE	**145.5%**	**-49.9%**	**5.1%**	**48.0%**	**50.0%**

Source: Company data & Websim Corporate estimates

Energy – 2023-2026E Consolidated Income Statement (Eu mn)

As of		2023	2024E	2025E	2026E
Consolidated Net Sales		**63.3**	**66.6**	**98.6**	**147.9**
	YoY growth rate	*-49.9%*	*5.1%*	*48.0%*	*50.0%*
Internal Works		1.4	1.5	0.2	0.2
Contributions		0.4	0.4	0.4	0.4
Other revenues		0.8	0.2	0.2	0.2
Value of Production		**65.9**	**68.7**	**99.4**	**148.7**
Purchases		(46.9)	(50.6)	(73.6)	(110.9)
Services		(5.2)	(5.1)	(6.4)	(8.3)
Third party assets expenses		(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Other operating expenses		(1.0)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
Added Value		**12.6**	**12.8**	**19.1**	**29.1**
	% margin	*19.8%*	*19.2%*	*19.4%*	*19.7%*
Personnel		(2.5)	(2.6)	(2.8)	(3.2)
EBITDA		**10.1**	**10.2**	**16.3**	**25.9**
	% margin	*16.0%*	*15.3%*	*16.6%*	*17.5%*
	YoY growth rate	*-68.6%*	*0.4%*	*60.6%*	*59.0%*
Amortizations		(1.1)	(1.5)	(1.9)	(2.2)
Depreciations		(0.1)	(0.7)	(1.3)	(1.6)
Provisions and write-downs (ups)		0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT		**8.9**	**7.9**	**13.1**	**22.1**
	% margin	*14.0%*	*11.9%*	*13.2%*	*14.9%*
Financial income		0.0	0.2	0.0	0.0
Financial expenses		(1.4)	(0.8)	(0.3)	(0.2)
Other financial items, including associates		0.0	0.0	0.3	0.8
Pre-tax Profit		**7.5**	**7.3**	**13.0**	**22.7**
Total taxes		(1.9)	(2.0)	(3.4)	(5.9)
% corporate tax rate		*25.4%*	*26.9%*	*26.5%*	*26.0%*
Group Net Income		**5.6**	**5.3**	**9.5**	**16.8**
Minority interests		0.0	0.0	(0.1)	(0.1)
Net Income pertaining to Co.' shareholders		**5.6**	**5.3**	**9.5**	**16.6**
	% margin	*8.9%*	*14.3%*	*17.9%*	*17.9%*
	YoY growth rate	*-75.2%*	*-4.7%*	*77.3%*	*75.7%*

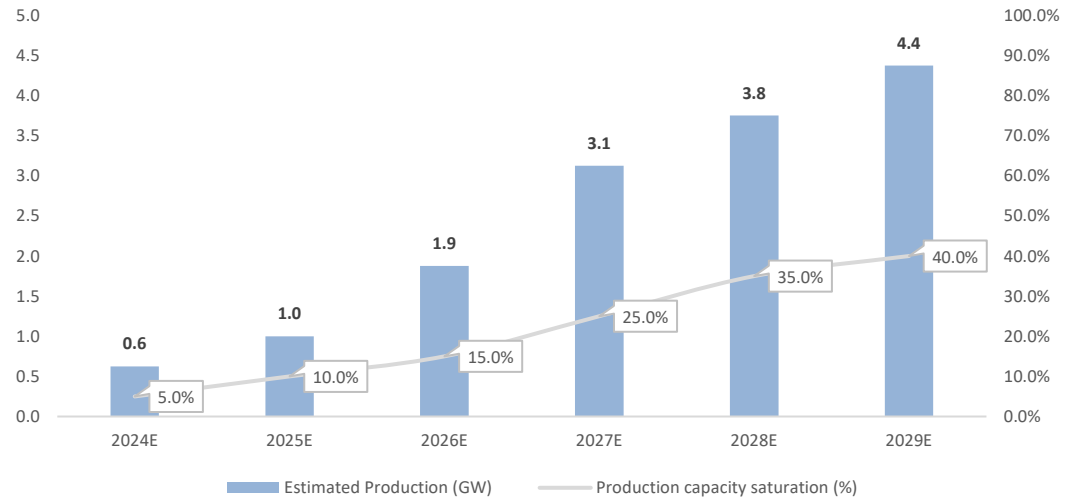
Source: Websim Corporate estimates

Lo sviluppo sincrono di fenomeni eterogenei, lo sviluppo di sistemi *XL* e mercati esteri da un lato, *pricing* dall'altro, ci portano a stimare un triennio 2024-2026 a due facce: un 2024 teso a ricreare le basi per una ripartenza agile ed un 2025-2026 proiettato alla crescita, di vendite e redditività potendo capitalizzare i benefici derivanti dall'internalizzazione della produzione di sistemi *XL* e batterie.

Per queste ragioni ci attendiamo che l'EBITDA *margin* 2024 possa contrarsi di ulteriori 0.7 punti percentuali al 15.3%, per poi tornare a crescere nel 2025 e nel 2026 rispettivamente al 16.6% e al 17.5%. In termini assoluti, l'EBITDA 2024 è atteso a valori non distanti da quelli registrati nel 2023 (€10.2 milioni, +0.4% a/a) mentre crescite sostanziali sono riflesse nelle stime di EBITDA 2025 (€16.3 milioni, +61% a/a) e 2026 (€25.9 milioni, +59% a/a).

Discorso a sé meritano utile pre-tasse ed utile netto, entrambi impattati dal risultato economico che la *JV* Pylon LiFeEU sarà in grado di generare negli anni a venire. La tabella che segue sintetizza le valutazioni svolte sulla partecipata che, ricordiamo, ha iniziato la fase di *testing* per la produzione e assemblaggio di batterie nel mese di gennaio[26].

Energy – Pylon LiFe EU Estimated Production Rump-Up



Source: Websim Corporate estimates

Stanti le ridotte informazioni ad oggi disponibili relativamente alla *joint venture* e ai suoi futuri sviluppi, abbiamo cercato di stimare il contributo di Pylon LiFeEU partendo da alcuni punti di ancoraggio pubblicamente disponibili, ossia:

- Capacità produttiva di fase 1 (0.8GW/anno) e fase 2 (8GW/anno);
- *Costing* del *procurement* sostenuto dalla Società, di cui la maggior parte riconducibile a componenti fornite da Pylon Technologies;
- Margine industriale registrato e OPEX sostenute dai principali produttori di batterie;

A questi abbiamo aggiunto considerazioni inerenti: i) una stima dell'assorbimento della capacità produttiva teorica, anche dettata dai tempi necessari per le attività di messa a punto delle linee produttive nonché ii) un potenziale *extra*-margine che la controllante Pylon Technologies potrebbe "trattenere" nella fornitura di celle a discapito della controllata italiana Pylon LiFe EU e iii) possibili investimenti ulteriori per lo sviluppo della JV, rispetto agli "iniziali" €10 milioni annunciati.

[26] In data 10 gennaio 2024, Energy ha comunicato di aver dato avvio alla fase 1 del progetto inerente la costruzione della nuova Gigafactory. Nello specifico, è stato comunicato l'avvio della fase di *test* inerente la prima linea, realizzata all'interno dello stabilimento Energy già esistente, che avrà una capacità produttiva fino a 0.8 GW/anno. E' stato inoltre confermato che l'avvio della fase 2 della Gigafactory, ossia l'attivazione della produzione nel nuovo sito produttivo ad essa dedicato, è previsto all'inizio del 2026, consentendo, a regime, una capacità produttiva 10 volte maggiore rispetto a quella della fase 1 (i.e. 8GW/anno)

Energy – 2024-2029E Pylon LiFeEU Condensed Income Statement (Eu mn)

As of	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Net Sales @ full capacity	**244.8**	**381.9**	**701.7**	**1,146.2**	**1,306.6**	**1,448.2**
YoY growth rate	*-*	*56%*	*84%*	*63%*	*14%*	*11%*
production saturation ratio (%)	*5%*	*10%*	*15%*	*25%*	*35%*	*40%*
Net Sales @ utilized capacity	**12.2**	**38.2**	**105.3**	**286.5**	**457.3**	**579.3**
YoY growth rate	*-*	*212%*	*176%*	*172%*	*60%*	*27%*
Cost of good sold	(10.1)	(32.0)	(88.2)	(238.1)	(379.0)	(479.6)
Gross Profit	**2.1**	**6.2**	**17.1**	**48.5**	**78.4**	**99.7**
% gross margin	*17.5%*	*16.2%*	*16.2%*	*16.9%*	*17.1%*	*17.2%*
Operating expenses	(2.0)	(5.0)	(13.2)	(35.8)	(56.2)	(71.0)
as a % of net sales	*16.5%*	*13.0%*	*12.5%*	*12.5%*	*12.3%*	*12.3%*
EBIT	**0.1**	**1.2**	**3.9**	**12.7**	**22.1**	**28.7**
% margin	*1.0%*	*3.2%*	*3.7%*	*4.4%*	*4.8%*	*5.0%*
D&A	0.0	0.5	1.3	1.7	1.7	1.7
EBITDA	**0.1**	**1.7**	**5.3**	**14.3**	**23.8**	**30.4**
% margin	*1.0%*	*4.5%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.2%*	*5.3%*
Net Income	**0.1**	**0.9**	**2.8**	**8.9**	**15.5**	**20.1**
% margin	*0.7%*	*2.2%*	*2.6%*	*3.1%*	*3.4%*	*3.5%*
% stake held by Energy	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*
Income from associates	**0.0**	**0.3**	**0.8**	**2.7**	**4.6**	**6.0**

Source: Websim Corporate estimates

Ne deriva che il contributo a conto economico derivante dal consolidamento a *equity* della partecipata Pylon LiFeEU è atteso prossimo a zero nel corrente esercizio fiscale, pari a €0.3 milioni nel 2025 e a €0.8 milioni nel 2026, a fronte di un investimento inziale per €3.0 milioni, cui abbiamo aggiunto ulteriori €2.0 milioni che, abbiamo stimato, potrebbero rendersi necessari per garantire un'efficace gestione della fase di "*start-up*" distributiva.

Energy – 2023-2026E Consolidated Balance Sheet (Eu mn)

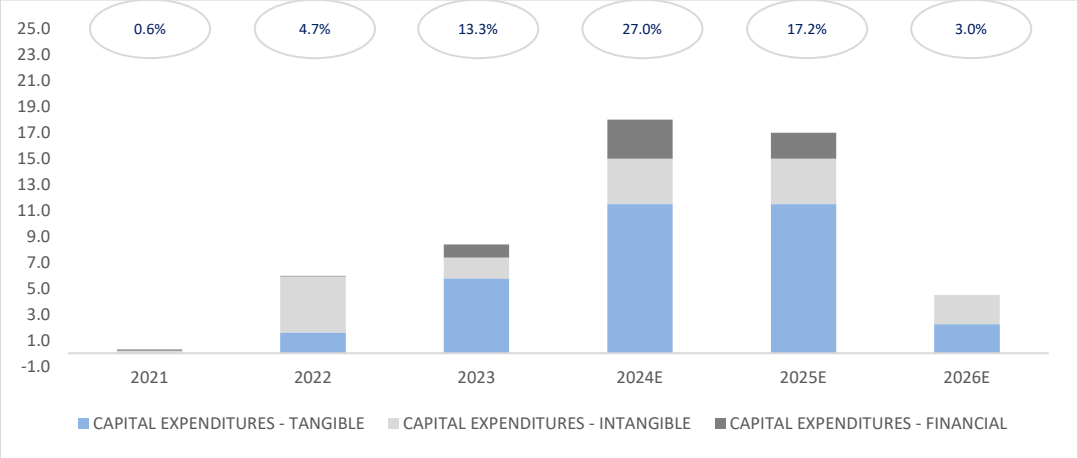
As of	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible assets	7.3	19.3	29.5	30.1
Intangible assets	4.8	5.5	7.0	7.0
Financial assets	1.2	4.2	6.5	7.0
Fixed assets	**13.2**	**29.0**	**43.0**	**44.1**
Inventory	56.4	42.1	37.8	44.7
Trade receivables	4.6	8.3	16.4	24.7
Trade payables	(9.9)	(10.1)	(14.5)	(21.6)
Operating Working Capital	**51.2**	**40.4**	**39.7**	**47.7**
Other current assets	2.5	2.8	4.1	6.2
Other current liabilities	(1.4)	(1.8)	(2.7)	(4.1)
Net Working Capital	**52.3**	**41.3**	**41.1**	**49.8**
Long-term liabilities	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Capital Employed	**65.3**	**70.1**	**83.9**	**93.7**
Cash & near cash	23.8	13.9	11.8	16.2
Short-term indebtness	(14.1)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
Long-term indebtness	(9.6)	(7.0)	(4.5)	(1.9)
Net financial position	**0.2**	**4.3**	**4.8**	**11.7**
Shareholders' net equity	65.5	74.4	88.6	105.3
Minority interests	0.0	0.0	0.1	0.2
Group' net equity	**65.5**	**74.4**	**88.7**	**105.4**
Total Sources	**65.3**	**70.1**	**83.9**	**93.7**

Source: Websim Corporate estimates

Sul versante patrimoniale, evidenziamo tre principali elementi sui quali ci siamo focalizzati:

- Una **riduzione del capitale circolante**, essenzialmente riconducibile ad un *resizing* del magazzino, già in parte effettuata nel corso del secondo semestre 2023 ma che ci attendiamo possa ulteriormente dispiegarsi nel corso del corrente esercizio fiscale;
- Un **consistente aumento dell'attivo immobilizzato fisso**, derivante dagli investimenti necessari all'approntamento del sito produttivo della Società, per la costruzione della nuova Gigafactory nonché, in misura più limitata, per investimenti in ricerca e sviluppo;

Energy – 2021-2026E Capital Expenditures Expected Evolution (Eu mn)

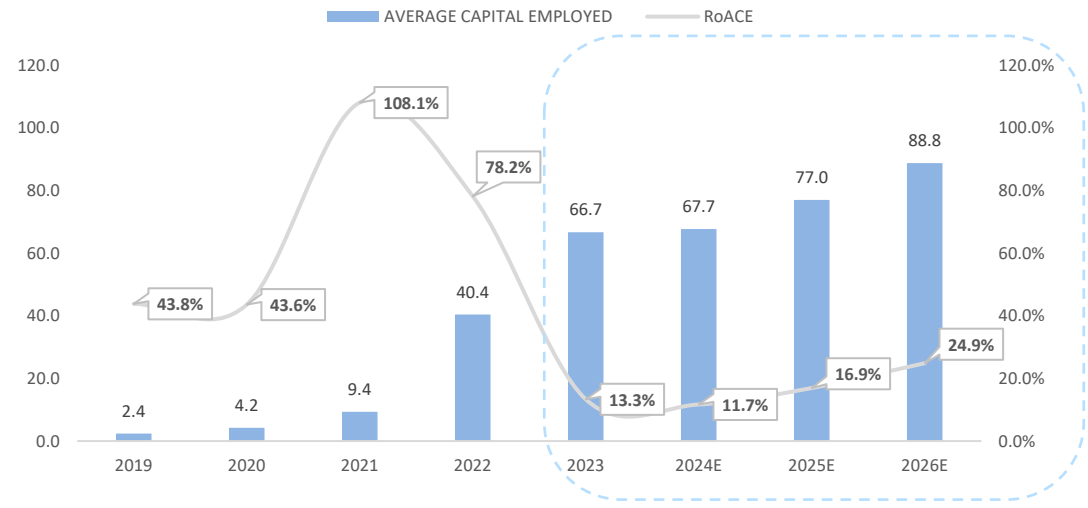


Source. Websim Corporate estimates

- Una **posizione finanziaria netta stabilmente positiva e relativamente poco volatile**, nonostante gli ingenti investimenti che la Società sosterrà nel triennio oggetto di analisi e concentrati negli anni 2024 e 2025. Ancora più importante, a nostro modo di vedere, è la liquidità lorda che, per quanto possa essere caratterizzata da una certa volatilità infrannuale, denota saldi di fine anno ampiamente positivi. Al riguardo, evidenziamo come le nostre stime includano il co-finanziamento, a fondo perduto, che sarà erogato da Invitalia al raggiungimento di definite *milestone* progettuali, per complessivi €7.15 milioni.

La combinazione di dinamiche reddituali e patrimoniali, riassunta nel grafico che segue, ci porta a stimare una leggera contrazione del ritorno sul capitale investito per l'anno in corso (11.7% vs 13.3% nel 2002) ed un significativo miglioramento per gli anni 2025 e 2026, rispettivamente al 16.9% e al 24.9%.

Energy – 2019-2026E Capital Employed & RoACE Evolution



Source: Company data & Websim Corporate estimates

In assenza di distribuzione di dividendi, ci attendiamo che i flussi generati dalla Società possano autofinanziare l'importante piano di investimenti nonché consentire alla posizione finanziaria netta di chiudere prossima a €12 milioni al 31.12.2026. Evidenziamo che i flussi stimati includono l'incasso di dividendi da Pylon LiFeEU per complessivi €0.3 milioni nel 2026, assumendo un *dividend pay-out ratio* del 40% sugli utili generati dalla partecipata a decorrere dall'esercizio fiscale 2025 (distribuiti nel 2026).

Energy – 2023-2026E Consolidated Cashflow Statement (Eu mn)

As of	2023	2024E	2025E	2026E
Group Net Income	**5.6**	**5.3**	**9.3**	**16.0**
Taxes	(5.9)	0.0	0.0	0.0
Financial charges (income)	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital gain (losses) from disposals	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortizations and depreciations	1.2	2.2	3.3	3.9
Provisions, net of use of funds	(0.0)	0.0	0.0	0.0
Write-downs (ups)	0.0	0.0	0.0	0.0
Δ OWC	17.2	10.8	0.6	(8.0)
Δ Other current assets, liabilities and funds	(1.9)	0.1	(0.4)	(0.7)
Other operating non-monetary items	0.5	0.0	0.0	0.0
Operating Cash Flow (OCF)	**16.7**	**18.5**	**12.7**	**11.2**
Capital expenditures in tangible assets	(5.8)	(11.5)	(11.5)	(2.3)
Capital expenditures in intangible assets	(1.6)	(3.5)	(3.5)	(2.3)
Capital expenditures in financial assets	(1.0)	(3.0)	(2.0)	0.0
Divestments	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow (FCF)	**8.4**	**0.5**	**(4.3)**	**6.7**
Dividend distribution to ENY shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend distribution to minority shareholders	0.0	0.0	0.0	(0.1)
Dividend cashed-in	0.0	0.0	0.0	0.3
Capital increase (reimbursement)	0.0	0.0	1.2	0.0
Other non-operating non-monetary items	(0.0)	3.6	3.6	0.0
Cash Flow	**8.4**	**4.1**	**0.5**	**7.0**
Net financial position at the beginning of the period	**(8.2)**	**0.2**	**4.3**	**4.8**
Net financial position at the end of the period	**0.2**	**4.3**	**4.8**	**11.7**

Source: Websim Corporate estimates

Valuation & Conclusions

Ai fini della valutazione della Società abbiamo utilizzato due differenti approcci valutativi, di cui uno principale, un *Discounted Cashflow Model*, ed un secondo di verifica e conferma dei risultati ottenuti, basato sui multipli prospettici di società comparabili.

Discounted Cashflow Model

Nell'applicazione del metodo del *Discounted Cashflow Model* abbiamo utilizzato le stime esplicite 2024-27 rinvenienti dal nostro modello, stime 2028-29 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "g") ed un flusso terminale 2030, funzionale al calcolo del valore terminale della Società.

Energy – Discounted Cashflow Model (€ mn)

(€ mn)	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	TV
Consolidated Net Sales	66.6	98.6	147.9	166.8	179.3	192.8	197.6
YoY growth	*5.1%*	*65.6%*	*34.1%*	*12.8%*	*5.0%*	*5.0%*	*2.0%*
Adjusted EBITDA	**10.2**	**16.3**	**25.9**	**29.4**	**31.6**	**34.0**	**34.8**
Adjusted EBITDA margin	*15.3%*	*16.6%*	*17.5%*	*17.6%*	*17.6%*	*17.6%*	*17.6%*
D&A	(2.2)	(3.3)	(3.9)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)
Adjusted EBIT	**7.9**	**13.1**	**22.1**	**24.9**	**27.1**	**29.5**	**30.3**
Adjusted EBIT margin	*11.9%*	*13.2%*	*14.9%*	*14.9%*	*15.1%*	*15.3%*	*15.3%*
Taxes	(2.1)	(3.5)	(6.0)	(6.7)	(7.3)	(8.0)	(8.2)
tax rate	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*
NOPAT	**5.8**	**9.5**	**16.1**	**18.2**	**19.8**	**21.5**	**22.1**
D&A	2.2	3.3	3.9	4.5	4.5	4.5	4.5
Change in Working Capital	11.0	0.2	(8.6)	(4.7)	(4.1)	(4.4)	(1.6)
Capex	(18.0)	(17.0)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)
% Capex on net turnover	*27.0%*	*17.2%*	*3.0%*	*2.7%*	*2.5%*	*2.3%*	*2.3%*
Free CashFlow	**1.0**	**(4.0)**	**6.8**	**13.4**	**15.7**	**17.1**	**20.6**
Discounting factor	*1.00*	*0.90*	*0.80*	*0.72*	*0.65*	*0.58*	*0.52*
Discounted Free Cash Flow	**1.0**	**(3.6)**	**5.5**	**9.7**	**10.1**	**9.9**	**10.7**

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 **5.5%**;
- **Beta pari a 1.37**, superiore a quello rilevato per la Società a far data dall'*IPO*, pari a 0.47, ma allineato al beta medio riscontrato per le società comparabili selezionate;
- **Tasso di crescita perpetua "g" pari al 2.5%**;
- **Associates e interessi di minoranza valorizzati rispettivamente a €10.6 milioni ed €0.7 milioni**, valori ottenuti dall'applicazione dei multipli della Società ai risultati attesi dalle società partecipate e controllate;
- Azioni ***fully diluted*** che considerano sia il numero di azioni potenzialmente rinvenienti dal Piano di Incentivazione 2022-24, pari a complessive 600,000 azioni, che la cancellazione delle *Price Adjustment Shares* attualmente *outstanding*, pari a n. 7.6 milioni.

Lo schema che segue riassume **gli esiti della nostra valutazione che si sostanzia in un *Enterprise Value* pari a €151 milioni, di cui il 78% riconducibile al valore terminale della Società, e in un *fair Equity Value* pari a €161 milioni, equivalente a €2.95 per azione *fully diluted***.

Energy – Discounted Cashflow Model Summary

A) 2024-27 Discounted Free Cash Flows	32.6	22%
Terminal Value	227.4	
Discounting factor	*0.52*	
B) Discounted Terminal Value	118.1	78%
C) = (A+B) Enterprise Value	150.7	100%
Net financial position @ 31.12.2023	0.2	
Minority Interests	(0.7)	
Associates	10.6	
Treasury shares	0.0	
Cash-out/in for acquisitions/disposals	0.0	
Equity Value	160.8	
Number of fully diluted shares (mn)	54.5	
Fair Value per share (€)	2.95	

Source: Websim Corporate elaborations

Stante la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performato un'analisi di sensitività analizzando come evolverebbe la valutazione per singola azione *fully diluted* della Società al variare del costo medio ponderato del capitale ("*WACC*") e al tasso terminale di crescita ipotizzato ("g").

Energy – Sensitivity Analysis to WACC and g variances

	Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth				
	9.5%	10.5%	**11.5%**	12.5%	13.5%
0.5%	3.29	2.92	**2.62**	2.38	2.18
1.0%	3.41	3.01	**2.69**	2.44	2.23
1.5%	3.55	3.11	**2.77**	2.50	2.27
2.0%	3.71	3.23	**2.86**	2.56	2.32
2.5%	**3.89**	**3.36**	**2.95**	**2.63**	**2.38**
3.0%	4.09	3.50	**3.06**	2.71	2.44
3.5%	4.33	3.67	**3.17**	2.80	2.50
4.0%	4.62	3.86	**3.31**	2.90	2.58
4.5%	*4.96*	*4.08*	***3.46***	*3.01*	*2.66*

Source: Websim Corporate elaborations

Dall'analisi svolta emerge come, **pur ipotizzando un azzeramento del tasso di crescita terminale ed un contestuale aumento del *WACC* di due punti percentuali, al 13.5%, le nostre stime supporterebbero una valutazione per azione *fully diluted* ben superiore a €2.00**.

Peer Multiple Comparison

Come anticipato in premessa, abbiamo utilizzato il metodo dei multipli di società comparabili per verificare e, se del caso, confermare la valutazione ottenuta tramite l'applicazione dell'approccio valutativo principale. L'utilizzo in veste di mero metodo di controllo, anziché anch'esso principale, si è resa necessaria in virtù della composizione del campione di riferimento, a vasta maggioranza costituito da società basate nel sud-est asiatico, e specialmente in Cina. Se da un lato, è indubbia la *leadership* asiatica nello sviluppo di tecnologie alla base di pannelli fotovoltaici e sistemi di accumulo di energia, dall'altro questo ha penalizzato il reperimento di informativa finanziaria e stime di *consensus* granulari.

Abbiamo pertanto optato per un metodo di verifica che, sulla base dei dati pubblicamente disponibili, potesse evidenziarci eventuali criticità, circostanza che, anticipiamo, non si è verificata.

Il campione di società selezionate, le medesime utilizzate per il calcolo del beta, comprende sia *system integrator* che produttori di componenti, quasi esclusivamente esteri, con l'unica eccezione dell'italiana Aton Green Storage. Tra queste, sono state ricomprese, le seguenti società: Zhuhai Battery, Pylon

Technologies, Soltec Power, SMA Solar Technology, Nordex, SFC Energy, Landis e, appunto, Aton Green Storage.

I multipli mediani 2025 e 2026 del campione di società comparabili, riassunti nella tabella che segue, ci portano ad una valutazione media dell'*equity* di Energy compresa tra €132 milioni ed €184 milioni in funzione del fatto che ad essere utilizzati siano i multipli 2025 o 2026.

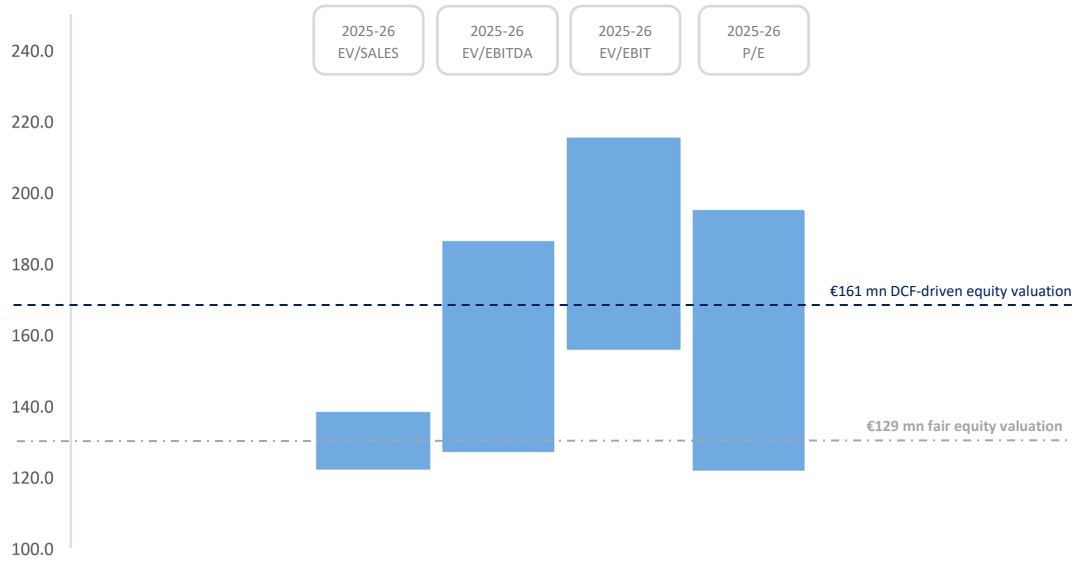
Energy – Peer Group Multiple Validation Approach

BENCHMARK	FISCAL YEAR 2025				FISCAL YEAR 2026			
	EV/SALES	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/SALES	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
PEER GROUP MEDIAN MULTIPLE (x)	1.1	6.9	10.8	12.1	0.8	6.3	8.8	11.7
FAIR ENERGY ENTERPRISE VALUE	107.3	112.2	141.0	-	116.6	164.7	215.4	-
FAIR ENERGY EQUITY VALUE	122.0	126.9	155.7	121.7	138.2	186.3	215.4	195.0
AVERAGE EQUITY VALUE (Eu mn)				**131.5**				**183.7**

Source: Websim Corporate elaborations, FactSet

La valutazione ottenuta mediante l'applicazione del DCF, si pone, eccezion fatta per il multiplo EV/Sales, ampiamente nel *range* espresso dai multipli 2025 e 2026 EV/EBITDA e P/E e al di sotto di quello espresso dai multipli EV/EBIT, confermando la congruità delle risultanze del metodo principale utilizzato.

Energy – Peer Group Multiple Valuation Summary



Source: Websim Corporate elaborations

Al valore ottenuto dall'applicazione del *Discounted Cashflow Model*, in funzione della ridotta capitalizzazione di mercato (rispetto alle società comparabili quotate) e dell'analogo ridotto flottante (pari a ≈ €13 milioni a prezzi correnti di mercato), abbiamo applicato uno sconto liquidità pari al 20%, addivenendo ad un ***target price* pari a €2.35 per azione *fully diluted*** che, ai prezzi attuali di mercato del titolo, implica un potenziale di rialzo superiore al 60%.

Iniziamo la copertura di Energy con una raccomandazione ad OUTPERFORM e *target price* a €2.35. Per quanto lo scenario di breve termine presenti ancora incertezze e offra limitata visibilità, crediamo che il *megatrend* concernente energia rinnovabile e correlati sistemi di accumulo sia integro.

Al riguardo, gli ambiziosi obiettivi fissati dall'agenda UE, consistenti nell'azzeramento delle emissioni nette di gas serra entro il 2050 e 600GW di capacità fotovoltaica entro il 2030, garantiscono ampi spazi di crescita rispetto all'attuale capacità installata (4x la capacità installata nel 2021). In questo contesto, il TSO italiano Terna stima che entro il 2030 dovrebbero essere installati 16GWh di *storage*, rispetto ai

4.9GWh comunicati dall'Osservatorio ANIE al 30.06.2023. Un *megatrend*, quello della decarbonizzazione che, per quanto possa seguire un percorso non lineare è ancora assolutamente attuale e di significativa portata.

Ai *trend* strutturalmente *supportive* a sostegno della crescita del mercato degli accumulatori di energia si aggiunge l'iniziativa sviluppata congiuntamente a Pylon Technologies, società *leader* globale nel settore di riferimento, per la creazione del *leader Made-in-Europe* nella produzione e assemblaggio di batterie al litio.

Riteniamo che una accresciuta (e crescente) integrazione verticale consentirà a Energy di recitare un ruolo da attore protagonista nel mercato dei *BESS* di grande taglia, sia domestico che all'estero, potendo far leva su competenze distintive ed un'offerta integrata, con indubbi vantaggi in termini di *pricing*.

Stante la solidità finanziaria della Società non escludiamo che il percorso di crescita possa essere accelerato grazie a selettive acquisizioni *bolt-on*, che possano favorire un più rapido e agevole accesso a mercati strategici.

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	**ENERGY**		
Current Recomm:	OUTPERFORM	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	2.35	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	1.43	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	23/04/2024	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 INFORMATION. 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 PERFORMANCE web page.

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 Brasil 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"). Brasil 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 Brasil Plural Securities LLC, 545 Madison Avenue, New York 10022.

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 of 5.5% 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 2024 Intermonte's Research Department covered 116 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	25.21 %
OUTPERFORM:	46.22 %
NEUTRAL:	27.73 %
UNDERPERFORM	00.84 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (50 in total) is as follows:

BUY:	38.78 %
OUTPERFORM:	51.02 %
NEUTRAL:	10.20 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

Intermonte is acting as financial advisor to SGG Holding S.p.A. in relation to the voluntary public tender offer launched on SAES Getters S.p.A.

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aedes, Civitanavi Systems, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Greenthesis (formerly Ambienthesis), Growens, Illimity Bank, Maire Tecnimont, SAES Getters, Tinexta, Unidata and WIIT.

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 is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Aedes, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, El.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, Go Internet, GPI, Greenthesis (formerly Ambienthesis), IEG, Iervolino & Lady Bacardi Entertainment, IndelB, Intred, Luve, Matica Fintec, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharmanutra, Reevo, Relatech, Reply, Revo Insurance, Sababa Security, Saes Getters, Sciuker Frames, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIIT.

Intermonte SIM has a contractual commitment to act as liquidity provider on behalf of third parties for the following company: Banca Sistema.

Intermonte SIM performes as a market maker for the following companies: A2A, Anima, Atlantia, Autogrill, Azimut Holding, BAMI, Banca Generali, Banca Mediolanum, Brembo, Buzzi, CNHI, Enel, ENI, Exor, Fineco, FCA, FTMIB, Generali, Italgas, Iren, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediobanca, Moncler, Mediaset, Pirelli&C, Prysmian, Poste, Ferrari, Saipem, Snam, STM, Tenaris, Telecom Italia, Telecom Italia sav, Terna, UBI, Unicredit, Unipol, UnipolSai.

Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider on the following companies: Abitare In, Alkemy, Banca Sistema, Bifire S.P.A., B&C Speakers, Cleanbnb, Crowdfundme, Cy4gate, Cyberoo, Digital Bros, Digital Magics, Doxee, Ediliziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GPI, Intercos, Intred, Lventure Group, Maps, Masi Agricola, Matica Fintec, Neodecortech, Notorious Pictures, Osai Automation System, Racing Force Group, Relatech, Reti, Sciuker Frames, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Tamburi, Tesmec, Tinexta, Tps Group, Trendevice, Ulisse Biomed, Wiit.

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 2024 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