

LEMON SISTEMI

Sector: Industrials

BUY (unchanged)

Target: €3.50 (unchanged)

Effetto timing sul 2026, backlog solido, visibilità confermata

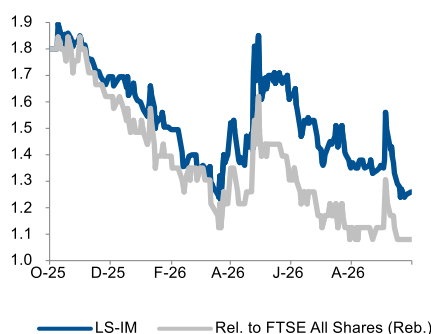
ANALYST(s)

Guglielmo Marco Opipari +39-02-77115.247
marco.opipari@intermonte.it

Change (%)	2026E	2027E	2028E
Eps Adj.	-83.4%	3.7%	3.4%

Key Data	October 19, 2026
Price (€)	1.26
Upside/(Downside)	177.8%
Sector	Industrials
Reuters Code	LS.MI
Bloomberg Code	LS-IM

Performance (%)	1M	3M	12M
Absolute	-7.4%	-11.9%	-30.0%
Relative	-2.9%	-6.9%	-39.9%
12M (H/L)		1.90/1.23	
3M Average Volume (th):		12.26	



Shareholder data

Total no. of Shares (mn):	8.6
Mkt Cap (€ mn):	10.9
Mkt Float (€ mn):	1.6
Mkt Float (in %):	14.9%
Main Shareholder:	
PDH S.r.l. (D. Palazzolo)	43.5%

Balance Sheet Data

Book Value (€ mn)	7.7
BVPS (€)	0.89
P/BV	1.4
Net Financial Position (€ mn)	-2.0
Enterprise Value (€ mn)	12.8

Lemon Sistemi ha chiuso il 1H26 con un VdP in crescita del 64% YoY a €6.7mn, mentre la minore redditività e lo slittamento al 2027 di alcune commesse B2B e dei parchi Lemon 2 (2.2MWp) e Lemon 9 (1.68MWp) ci portano a ridurre le stime FY26. Restano invece invariate le previsioni 2027-28, supportate da una pipeline di 25.4MW (19.4MW Ready-to-Build) e da un backlog che offre buona visibilità sul medio termine. Confermiamo il target price di €3.5 e il rating BUY, grazie a una migliore generazione di cassa e all'ormai probabile mancato esercizio dei warrant. Potenziali upside derivano dall'accordo distributivo con Galassia Energie e dallo sviluppo del progetto in Guinea Conakry.

- Ricavi in forte crescita, ma redditività penalizzata dal mix di business:** Lemon Sistemi ha chiuso il 1H26 con un Valore della Produzione pari a €6.7mn, in crescita del 63.7% YoY, grazie all'avanzamento delle commesse EPC, allo sviluppo dei parchi fotovoltaici e al contributo delle prime attività nel segmento BESS. La crescita dei volumi non si è tuttavia tradotta in un miglioramento della redditività, con EBITDA pari a €0.9mn (-15.3% YoY) ed EBITDA margin al 13.0%, penalizzato dal maggiore peso delle attività EPC a più bassa marginalità. L'utile netto si è attestato a €0.3mn, confermando comunque la capacità del Gruppo di mantenere una redditività positiva in una fase di forte espansione operativa.
- Solido backlog e pipeline Ready-to-Build garantiscono visibilità sul 2027-28:** Nonostante alcune commesse abbiano subito uno slittamento temporale, i fondamentali industriali restano solidi. Al termine del 1H26 la società disponeva di una pipeline fotovoltaica di 25.4MW, di cui 19.4MW già Ready-to-Build, che rappresenta una base significativa per la crescita dei prossimi esercizi. Nel periodo Lemon Sistemi ha inoltre acquisito importanti contratti EPC, tra cui il progetto da 12MW assegnato da Acea Solar, e ha rafforzato il proprio posizionamento nel mercato dei BESS grazie alla partnership con Huawei. Tali elementi supportano la nostra visibilità sulle prospettive di crescita del Gruppo nel 2027-28.
- Revisione delle stime FY26 legata a fattori di timing, non di domanda:** A seguito dei risultati del semestre riduciamo le nostre stime FY26, portando il Valore della Produzione a €14.7mn (-21%) e l'EBITDA a €1.3mn (-62%). La revisione riflette principalmente il rinvio al 2027 di alcune commesse B2B e dei lavori relativi ai parchi Lemon 2 (2.2MWp) e Lemon 9 (1.68MWp), oltre al contributo atteso del progetto Acea Solar, caratterizzato da una marginalità particolarmente contenuta. Lasciamo invece invariato il profilo di crescita del periodo 2027-28, ritenendo che i ricavi rinviati siano destinati a essere recuperati negli anni successivi grazie alla consistenza del backlog e della pipeline autorizzata.
- Confermiamo BUY e Target Price di €3.5 per azione:** Confermiamo il nostro Target Price a €3.5 e il rating BUY. Il taglio delle stime FY26 e l'aumento del WACC al 12.2% (da 11.7%) sono infatti compensati da una migliore generazione di cassa e dal venir meno del potenziale effetto diluitivo dei warrant in scadenza il prossimo 23 ottobre, ampiamente out of the money. Inoltre, le nostre stime non incorporano ancora il possibile contributo derivante dall'accordo esclusivo con Galassia Energie né gli sviluppi del progetto fotovoltaico in Guinea Conakry, che rappresentano potenziali fonti di upside nel medio-lungo periodo.

Key Figures & Ratios	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales (€ mn)	9.1	9.3	14.7	24.0	29.0
EBITDA Adj (€ mn)	0.0	0.8	1.3	5.1	6.7
Net Profit Adj (€ mn)	-1.2	0.0	0.3	3.2	4.4
EPS New Adj (€)	-0.140	0.000	0.038	0.375	0.509
EPS Old Adj (€)	-0.140	0.000	0.226	0.362	0.493
DPS (€)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	nm	26.9	10.2	2.4	1.4
EV/EBIT Adj	nm	nm	14.5	2.7	1.5
P/E Adj	nm	nm	33.6	3.4	2.5
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	-240.9	6.5	1.6	0.3	-0.3

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

LEMON SISTEMI - Key Figures

Profit & Loss (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	16.0	9.1	9.3	14.7	24.0	29.0
EBITDA	2.8	0.0	0.8	1.3	5.1	6.7
EBIT	2.3	-0.3	0.5	0.9	4.6	6.2
Financial Income (charges)	0.0	-1.2	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1
Associates & Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax Profit	2.3	-1.5	0.2	0.6	4.5	6.1
Taxes	-0.7	0.3	-0.2	-0.3	-1.3	-1.7
Tax rate	31.1%	20.6%	99.0%	47.6%	28.0%	27.9%
Minorities & Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit	1.6	-1.2	0.0	0.3	3.2	4.4
EBITDA Adj	2.8	0.0	0.8	1.3	5.1	6.7
EBIT Adj	2.3	-0.3	0.5	0.9	4.6	6.2
Net Profit Adj	1.6	-1.2	0.0	0.3	3.2	4.4
Per Share Data (€)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	8.5	8.9	8.6	8.6	8.6	8.6
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	8.2	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
EPS f.d	0.207	-0.140	0.000	0.038	0.375	0.509
EPS Adj f.d	0.207	-0.140	0.000	0.038	0.375	0.509
BVPS f.d	1.018	0.822	0.831	0.888	1.263	1.773
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 (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Gross Cash Flow	2.1	-0.8	0.5	0.8	3.8	5.0
Change in NWC	-4.1	-1.7	-0.2	3.1	-2.8	-1.2
Capital Expenditure	-1.2	-0.9	-1.3	-0.5	-0.5	-0.5
Other Cash Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow (FCF)	-3.3	-3.3	-1.0	3.4	0.5	3.3
Acquisitions, Divestments & Other Items	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity Financing/Buy-back	2.1	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
Change in Net Financial Position	-1.2	-2.7	-1.0	3.4	0.5	3.3
Balance Sheet (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Fixed Assets	1.3	1.8	2.9	3.0	3.1	3.1
Net Working Capital	8.4	10.1	10.3	7.2	10.0	11.2
Long term Liabilities	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8
Net Capital Employed	9.4	11.5	12.6	9.6	12.4	13.5
Net Cash (Debt)	-1.6	-4.3	-5.4	-2.0	-1.5	1.8
Group Equity	7.8	7.2	7.3	7.7	10.9	15.3
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Equity	7.8	7.2	7.3	7.7	10.9	15.3
Enterprise Value (€ mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Average Mkt Cap		18.4	16.7	10.9	10.9	10.9
Adjustments (Associate & Minorities)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Cash (Debt)	-1.6	-4.3	-5.4	-2.0	-1.5	1.8
Enterprise Value		22.7	22.1	12.8	12.3	9.0
Ratios (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA Adj Margin	17.2%	nm	8.8%	8.6%	21.1%	23.0%
EBIT Adj Margin	14.1%	nm	5.1%	6.0%	19.2%	21.3%
Gearing - Debt/Equity	20.4%	60.1%	73.3%	25.5%	13.5%	-11.9%
Interest Cover on EBIT	nm	nm	1.8	3.3	41.8	80.1
Net Debt/EBITDA Adj	0.6	-240.9	6.5	1.6	0.3	-0.3
ROACE*	32.4%	-3.5%	3.8%	8.2%	39.1%	46.5%
ROE*	32.6%	-16.5%	0.0%	4.3%	39.4%	38.2%
EV/CE		2.3	1.8	1.2	1.0	0.7
EV/Sales		2.5	2.4	0.9	0.5	0.3
EV/EBITDA Adj		nm	26.9	10.2	2.4	1.4
EV/EBIT Adj		nm	nm	14.5	2.7	1.5
Free Cash Flow Yield	-30.5%	-30.8%	-9.6%	31.0%	4.5%	30.3%
Growth Rates (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	34.1%	-43.2%	2.7%	57.4%	63.3%	20.8%
EBITDA Adj	-31.0%	nm	nm	53.1%	301.4%	32.1%
EBIT Adj	-42.3%	nm	nm	86.5%	420.8%	34.1%
Net Profit Adj	-39.5%	nm	nm	16078.1%	899.8%	35.8%
EPS Adj	-46.4%	nm	nm	16353.5%	899.8%	35.8%
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Intermonete SIM Estimates

Risultati 1H26

Evoluzione del mix di business: crescita trainata da B2B e Parks

Nel **1H26** Lemon Sistemi ha registrato un'accelerazione significativa dell'attività operativa, con un **Valore della Produzione pari a €6.7mn**, in crescita del **63.7% YoY** rispetto a €4.1mn del 1H25.

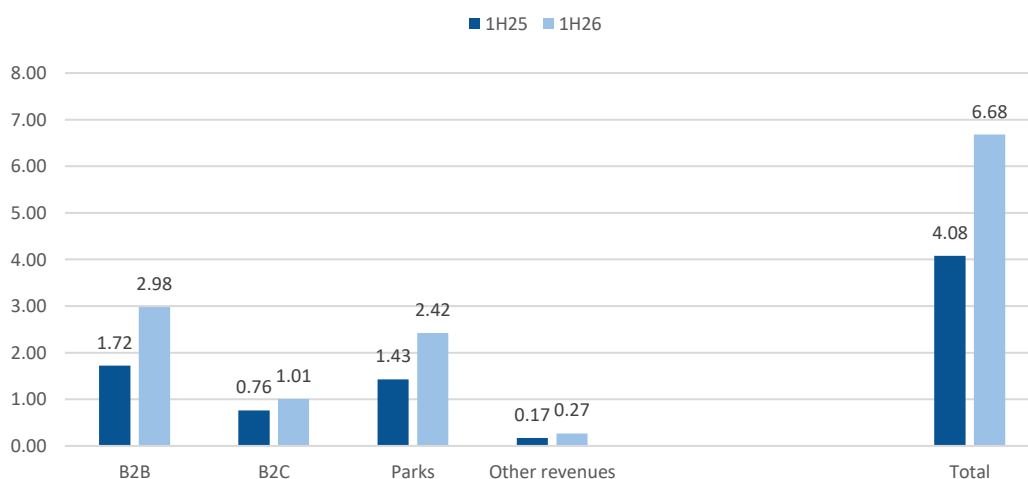
L'analisi del Valore della Produzione per segmento evidenzia come la crescita del semestre sia stata sostenuta principalmente dalle attività legate allo sviluppo e alla realizzazione di **impianti fotovoltaici per clienti industriali e commerciali (B2B)** e dall'avanzamento delle iniziative nel business dei **parchi fotovoltaici**.

Il segmento **B2B (€3.0mn, +73.3% YoY)** si conferma il principale contributore ai volumi del Gruppo, beneficiando della crescente domanda di impianti destinati all'autoconsumo energetico da parte delle imprese. Il contesto di mercato continua, infatti, a essere supportato dalla necessità di ridurre il costo dell'energia, migliorare l'indipendenza energetica e accelerare i percorsi di decarbonizzazione, fattori che sostengono gli investimenti in impianti fotovoltaici industriali.

Anche il segmento **Parks (€2.4mn, +69.2% YoY)** ha mostrato una significativa accelerazione grazie all'avanzamento della pipeline proprietaria e alla progressiva valorizzazione di alcuni progetti in fase autorizzativa e Ready-to-Build. Tale business continua a rappresentare uno dei principali driver di creazione di valore della società, in quanto caratterizzato da una redditività potenzialmente superiore rispetto alle tradizionali attività EPC, seppur con una maggiore volatilità legata alle tempistiche autorizzative e di cessione dei progetti.

Il segmento **B2C (€1.0mn, +32.9% YoY)**, pur mantenendo un contributo più contenuto, ha evidenziato una dinamica più stabile rispetto alle altre linee di business, sostenuta dalla domanda del mercato residenziale. Tuttavia, la società continua a privilegiare l'espansione nei segmenti a maggiore valore aggiunto e dimensione media del progetto, orientando progressivamente il focus commerciale verso clienti industriali e corporate.

Lemon Sistemi – 1H25 -1H26 VoP breakdown (€ mn)



Source: Company data

Margini penalizzati da un mix operativo meno favorevole

Nonostante la forte crescita dei volumi, la **redditività** del semestre ha risentito di un **mix di attività significativamente diverso** rispetto allo scorso esercizio. L'**EBITDA** si è attestato a **€0.9mn**, in diminuzione del **15.3% YoY**, con un **EBITDA margin** sceso al **13.0%** dal 25.1% del 1H25.

La contrazione della marginalità è principalmente riconducibile al maggiore peso delle attività **EPC** e dei progetti di **realizzazione chiavi in mano**, caratterizzati da un'incidenza più elevata dei **costi per materiali e componentistica** rispetto alle attività di sviluppo e valorizzazione degli asset. In particolare, l'aumento dell'incidenza dei **costi diretti** legati alla realizzazione degli impianti ha più che compensato gli effetti positivi derivanti dall'aumento dei volumi.

A livello operativo, l'**EBIT** si è attestato a **€0.7mn**, in calo del **20.0% YoY**, evidenziando come la crescita dei ricavi non si sia ancora tradotta in un analogo miglioramento della **redditività operativa**.

Utile netto positivo ma in flessione rispetto al 1H25

L'**utile netto** del semestre è risultato pari a **€0.3mn**, rispetto a €0.5mn nel 1H25. Oltre alla minore redditività operativa, il risultato finale ha risentito dell'impatto degli **oneri finanziari** legati al supporto della crescita del business (€0.13mn da €0.06mn del 1H25).

Pur mostrando una contrazione rispetto all'anno precedente, il mantenimento di una **redditività netta positiva** in una fase caratterizzata da importanti attività di sviluppo conferma comunque la sostenibilità del **modello operativo**.

Miglioramento della struttura finanziaria e generazione di cassa

Sul fronte finanziario, il semestre evidenzia una dinamica positiva in termini di **cash generation**, nonostante la fase di forte crescita operativa attraversata dal Gruppo. La **Posizione Finanziaria Netta (debito)** è migliorata da €3.3mn a fine FY25 a €2.8mn al 30 giugno 2026, beneficiando dell'incremento delle disponibilità liquide e della capacità della società di generare cassa operativa anche in un contesto caratterizzato da volumi in forte espansione.

L'andamento del **capitale circolante netto (NWC)** rappresenta uno degli elementi più rilevanti del semestre. La crescita delle attività operative ha infatti comportato un maggiore **assorbimento di capitale circolante commerciale per €1.5mn**, principalmente legato all'avanzamento delle commesse EPC per €2.0mn e all'incremento dei crediti commerciali associati all'aumento del fatturato per €0.6mn. Tuttavia, tale effetto è stato più che compensato dalla gestione degli anticipi contrattuali (€1.8mn di impatto positivo) e dalla progressiva monetizzazione di alcuni crediti fiscali, consentendo al Gruppo di ottenere un'ottima capacità di conversione dell'EBITDA in cassa (**Cash Conversion Ratio del 144%**).

Di conseguenza, la società ha generato un **Operating Cash Flow positivo (€1.2mn)**, confermando la natura relativamente asset-light del modello di business e la limitata intensità di capitale richiesta per sostenere la crescita operativa.

Anche sul fronte degli **investimenti (CapEx)** il profilo rimane contenuto. Gli esborsi del semestre, pari a **€0.1mn**, sono stati principalmente destinati al mantenimento della struttura operativa e alle attività di sviluppo necessarie per supportare la pipeline di progetti, senza evidenziare investimenti straordinari particolarmente rilevanti. Ciò conferma come il fabbisogno finanziario della società sia oggi legato soprattutto alla gestione del capitale circolante e allo sviluppo della pipeline autorizzativa, piuttosto che a investimenti industriali ad elevata intensità di capitale.

L'**equity di Gruppo** si è ulteriormente rafforzato da **€7.3mn a fine FY25 a €7.6mn**, fornendo una base patrimoniale più solida per sostenere il piano di crescita e lo sviluppo della pipeline di progetti. La riduzione dell'**indebitamento** conferma inoltre la capacità della società di finanziare l'espansione del business mantenendo sotto controllo il **profilo di rischio finanziario**.

Lemon Sistemi – 1H26 results (€ mn)

	1H25A	1H26A	YoY	2H25A	2H26E	YoY	FY25A	FY26E	YoY
Value of Production	4.1	6.7	64%	5.3	8.0	53%	9.3	14.7	57%
o/w B2B	1.7	3.0	73%	1.5	4.4	187%	3.3	7.4	127%
o/w B2C	0.8	1.0	33%	2.1	1.9	-9%	2.8	2.9	2%
o/w Parks	1.4	2.4	69%	1.5	1.5	-4%	3.0	3.9	31%
o/w Other	0.2	0.3	59%	0.1	0.2	130%	0.3	0.5	85%
EBITDA	1.0	0.9	-15%	-0.2	0.4	nm	0.8	1.3	53%
% of VoP	25.1%	13.0%		-3.8%	4.9%		8.8%	8.6%	
D&A and Provisions	-0.2	-0.2		-0.2	-0.2		-0.3	-0.4	
EBIT	0.8	0.7	-20%	-0.4	0.2	nm	0.5	0.9	86%
% of VoP	20.3%	9.9%		-6.8%	2.8%		5.1%	6.0%	
Net Financial Charges	-0.1	-0.1		-0.2	-0.1		-0.3	-0.3	
Associates	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Pretax Profit	0.8	0.5	-31%	-0.6	0.1	nm	0.2	0.6	203%
Taxes	-0.3	-0.2		0.1	-0.1		-0.2	-0.3	
tax rate	38%	43%		15%	77%		99%	48%	
Consolidated Net Profit	0.5	0.3	-37%	-0.5	0.0	nm	0.0	0.3	nm
% of VoP	11.7%	4.5%		-9.1%	0.3%		0.0%	2.2%	
Minorities	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Net Profit	0.5	0.3	-37%	-0.5	0.0	nm	0.0	0.3	nm
% of VoP	11.7%	4.5%		-9.1%	0.3%		0.0%	2.2%	
Operating Cash Flow	-0.7	1.2		1.0	2.6		0.3	3.9	
(CapEx)	-0.3	-0.1		-1.0	-0.4		-1.3	-0.5	
Free Cash Flow	-1.0	1.1		0.0	2.2		-1.0	3.4	
(Other Investments)	0.0	0.0		-0.1	0.0		-0.1	0.0	
Capital increase	0.0	0.0		0.1	0.0		0.1	0.0	
NFP	-5.3	-2.8		-5.4	-2.0		-5.4	-2.0	
Net operating working capital	9.0	10.0					9.1	8.5	
Other current assets/(liabilities)	2.4	-2.0					1.2	-1.3	
Net Working Capital	11.4	8.0					10.3	7.2	
Fixed assets	2.0	2.8					2.9	3.0	
(Long Term Liabilities)	-0.4	-0.4					-0.5	-0.6	
Net Invested Capital	13.0	10.4					12.6	9.6	
Net Equity (B)	7.7	7.6					7.3	7.7	
Net Financial Debt (A)	5.3	2.8					5.4	2.0	
Gearing [A/(A+B)]	40.8%	26.6%					42.3%	20.3%	
Debt/Equity (A/B)	68.9%	36.2%					73.3%	25.5%	

Source: Company data, Websim Corporate estimates

Business update

Pipeline commerciale in accelerazione nel segmento B2B e BESS

Nel corso del **1H26** Lemon Sistemi ha ulteriormente rafforzato il proprio portafoglio ordini attraverso l'acquisizione di diverse commesse strategiche nei segmenti fotovoltaico industriale e sistemi di accumulo, confermando il crescente posizionamento della società presso clienti corporate e industriali.

Tra i principali contratti siglati nel semestre si segnalano la commessa da **€1.5mn** per la realizzazione di due impianti fotovoltaici per **Alfa Graniti**, il contratto da circa **€4.3mn** per un impianto fotovoltaico con sistema di accumulo BESS Huawei in Sicilia e l'aggiudicazione di un incarico EPC da circa **€4.5mn** nell'ambito di una gara promossa da **Acea Solar** per la realizzazione di una centrale fotovoltaica nel Comune di Mazara del Vallo. Complessivamente, tali contratti confermano la crescente dimensione media delle commesse acquisite e la capacità della società di competere su progetti di scala sempre più rilevante.

Partnership strategica con Huawei per lo sviluppo del mercato BESS

Un elemento particolarmente rilevante del semestre è rappresentato dalla sottoscrizione di un **Memorandum of Understanding con Huawei Digital Power ed Enerklima**, finalizzato allo sviluppo di una pipeline di progetti fotovoltaici e sistemi di accumulo in Sicilia nel biennio 2026-27.

Riteniamo che tale accordo rappresenti un importante tassello strategico per Lemon Sistemi, consentendo alla società di rafforzare il proprio posizionamento nel segmento dei **Battery Energy Storage Systems (BESS)**, mercato destinato a beneficiare della crescente diffusione degli impianti fotovoltaici e della necessità di incrementare la flessibilità della rete elettrica. La partnership conferma inoltre la volontà del management di ampliare progressivamente il peso delle attività a maggior contenuto tecnologico e valore aggiunto all'interno del mix di business.

Ulteriore espansione commerciale dopo la chiusura del semestre

Il **10 agosto 2026** Lemon Sistemi ha annunciato un ulteriore contratto del valore di circa **€1.2mn** con **FC Marmi e Graniti** per la realizzazione di un impianto fotovoltaico con sistema di accumulo BESS Huawei presso il sito produttivo della società a Vittoria (RG).

L'acquisizione di questa nuova commessa conferma la buona dinamica commerciale osservata nel primo semestre e testimonia il crescente interesse del segmento industriale verso soluzioni integrate fotovoltaico-BESS finalizzate all'autoconsumo energetico e alla riduzione dei costi energetici.

Pipeline dei parchi ancora significativa nonostante il nuovo contesto normativo

Al **29 settembre 2026** la pipeline dei **Parchi Fotovoltaici** ammonta a **25.4MW**, corrispondenti a un valore di mercato stimato di circa **€20mn**. Sebbene il dato risulti inferiore ai 30.7MW comunicati a marzo 2026, la pipeline mantiene un elevato grado di maturità: **19.4MW risultano già Ready-to-Build**, mentre ulteriori **2.0MW** potrebbero raggiungere tale status entro la fine dell'anno.

La riduzione rispetto al precedente aggiornamento riflette principalmente gli effetti delle modifiche normative intervenute nel mercato italiano delle energie rinnovabili, che hanno portato la società ad abbandonare alcuni progetti caratterizzati da costi di connessione non economicamente sostenibili. In tale contesto, riteniamo positivo che Lemon Sistemi sia riuscita a preservare una pipeline di dimensioni rilevanti e con un elevato livello di avanzamento autorizzativo, elemento che continua a garantire una buona visibilità sulle prospettive di crescita di medio termine.

Prosegue lo sviluppo del progetto in Guinea Conakry

Nel corso del semestre sono proseguite le attività relative al progetto fotovoltaico in **Guinea Conakry**, sviluppato insieme a **Capacita Power Investments**, che prevede la realizzazione complessiva di **450MW** distribuiti su sette differenti siti.

La società ha completato la progettazione preliminare della prima fase da **50MW** e presentato un'offerta EPC pari a circa **€45.8mn**, già accettata dal committente subordinatamente all'ottenimento del finanziamento del progetto. Secondo quanto comunicato dal management, sono stati individuati i siti relativi ai primi due impianti, confermando i progressi dell'iniziativa.

Pur mantenendo un approccio prudente e non incorporando al momento alcun contributo del progetto nelle nostre previsioni, riteniamo che l'evoluzione dell'iniziativa possa rappresentare nel medio termine una significativa opportunità di crescita e diversificazione geografica.

Outlook: visibilità supportata da commesse già acquisite

Per il secondo semestre il management prevede il completamento delle principali commesse in corso, tra cui **Parco Lemon 6** e **SEAP**, l'avvio della realizzazione del progetto da **12MW** assegnato da **Acea Solar** e l'esecuzione del contratto sottoscritto con **FC Marmi e Graniti**. Sono inoltre in corso trattative commerciali con **Galassia Energie** per un accordo esclusivo finalizzato a rafforzare la commercializzazione di impianti in Sicilia nei segmenti B2B e B2C.

Nel complesso, gli sviluppi commerciali registrati nel semestre e successivamente alla chiusura del periodo confermano una domanda ancora sostenuta e una pipeline di attività ben visibile. Pur in presenza di tempistiche di monetizzazione più gradualmente rispetto alle nostre precedenti attese, riteniamo che il posizionamento della società nei mercati del fotovoltaico, dei parchi utility-scale e dei sistemi di accumulo continui a rappresentare un importante driver di crescita per i prossimi esercizi.

Revisione stime

Taglio delle stime FY26 per effetto del rinvio di alcune commesse al 2027

A seguito dei risultati del 1H26 e delle indicazioni fornite dal management, abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime per il FY26. La revisione non riflette un deterioramento della domanda o delle prospettive industriali della società, bensì una diversa tempistica di esecuzione e riconoscimento dei ricavi rispetto a quanto precedentemente ipotizzato.

In particolare, riduciamo la nostra previsione di **Valore della Produzione FY26 del 21% a €14.7mn** (da €18.5mn), principalmente per effetto dello **slittamento al 2027 di alcune commesse B2B** e del posticipo di una parte delle attività relative ai **parchi Lemon 2 (2.2MWp) e Lemon 9 (1.68MWp)**. Tale revisione interessa soprattutto il segmento **B2B**, per il quale abbassiamo le nostre stime a **€7.4mn** (da €10.0mn), e il segmento **Parks**, che passa a **€3.9mn** (da €5.0mn).

Le nostre previsioni per il business **B2C** rimangono sostanzialmente invariate a **€2.9mn**, mentre confermiamo il contributo delle altre attività a **€0.5mn**.

Margini 2026 attesi significativamente inferiori alle precedenti attese

L'impatto sul conto economico risulta più marcato rispetto alla revisione dei volumi. Riduciamo infatti la stima di **EBITDA FY26 del 62% a €1.3mn** (da €3.3mn), con un **EBITDA margin dell'8.6%**, rispetto al **18.0%** precedentemente previsto.

Oltre al rinvio di alcune commesse a più elevata redditività, la revisione incorpora l'avvio nel 2H26 del progetto fotovoltaico da **12MW assegnato da Acea Solar**, che riteniamo caratterizzato da una **marginalità particolarmente contenuta** rispetto agli standard storici del Gruppo. Sebbene il progetto rappresenti un'importante referenza commerciale e contribuisca alla visibilità dei ricavi futuri, il suo peso sul mix di business determina una temporanea pressione sulla redditività operativa attesa nel 2026.

Di conseguenza, riduciamo la nostra stima di **EBIT a €0.9mn** (da €2.9mn) e di **utile netto a €0.3mn** (da €2.0mn), con una marginalità netta che scende al **2.2% del Valore della Produzione**.

Migliorano le attese di generazione di cassa

Paradossalmente, il ridimensionamento dell'attività prevista nel 2026 determina un miglioramento delle nostre aspettative sul fronte finanziario. La minore crescita dei ricavi comporta infatti un assorbimento più contenuto di capitale circolante, con effetti positivi sulla generazione di cassa.

Per tale motivo incrementiamo la stima di **Operating Cash Flow FY26 a €3.9mn** da €1.8mn precedentemente previsti. A fronte di **CapEx invariati a €0.5mn**, il **Free Cash Flow** atteso sale a **€3.4mn** rispetto a €1.3mn della precedente previsione.

La maggiore generazione di cassa si riflette anche sulla struttura finanziaria, portandoci a migliorare la nostra stima di **Posizione Finanziaria Netta FY26 a €2.0mn**, rispetto ai **€3.4mn** precedentemente attesi.

Stime 2027-28 confermate grazie alla visibilità offerta dal backlog

Lasciamo sostanzialmente invariate le nostre previsioni per il periodo **2027-28**, in quanto riteniamo che gran parte dei ricavi non realizzati nel 2026 sia destinata a essere recuperata negli esercizi successivi.

La visibilità è supportata da un **backlog significativo**, dall'elevato grado di avanzamento della pipeline autorizzativa e dalla presenza di **19.4MW Ready-to-Build**, che rappresentano una solida base per la crescita futura. Confermiamo pertanto un **Valore della Produzione pari a €24.0mn nel 2027 e €29.0mn nel 2028**, con **EBITDA rispettivamente di €5.1mn e €6.7mn**, corrispondenti a margini del **21.1% e 23.0%**.

Riteniamo quindi che la revisione delle stime sia riconducibile prevalentemente a fattori di **timing** e non modifichi la nostra view positiva sulle prospettive industriali e finanziarie della società nel medio termine.

Potenziati fattori di upside nel medio periodo

Le nostre stime non incorporano al momento il possibile contributo derivante dall'eventuale accordo di **distribuzione esclusiva con Galassia Energie**, attualmente in fase di definizione. Qualora finalizzata, la partnership potrebbe rafforzare significativamente la capacità commerciale di Lemon Sistemi in Sicilia, ampliando la penetrazione nei segmenti **B2B** e **B2C** e sostenendo una crescita superiore alle nostre attuali previsioni.

Allo stesso modo, continuiamo a mantenere un approccio prudentiale sul progetto sviluppato in **Guinea Conakry**, non includendo alcun contributo economico nelle nostre stime. L'eventuale ottenimento dei finanziamenti necessari e il conseguente avvio della prima fase del progetto da **50MW** potrebbero tuttavia rappresentare un importante catalizzatore di crescita e un significativo elemento di rivalutazione del profilo industriale della società nel medio-lungo termine.

Lemon Sistemi – Estimate revision (€ mn)

	2026 New	2027 New	2028 New	2026 Old	2027 Old	2028 Old	2026 ch.	2027 ch.	2028 ch.
Value of Production	14.7	24.0	29.0	18.5	24.0	29.0	-21%	0%	0%
% YoY growth	57.4%	63.3%	20.8%	98.1%	29.7%	20.8%			
o/w B2B	7.4	12.0	14.0	10.0	12.0	14.0	-26%	0%	0%
o/w B2C	2.9	4.0	5.0	3.0	4.0	5.0	-3%	0%	0%
o/w Parks	3.9	7.0	8.5	5.0	7.0	8.5	-22%	0%	0%
o/w Other	0.5	1.0	1.5	0.5	1.0	1.5	0%	0%	0%
EBITDA	1.3	5.1	6.7	3.3	5.0	6.7	-62%	0%	0%
% of VoP	8.6%	21.1%	23.0%	18.0%	21.0%	23.0%			
% YoY growth	53.1%	301.4%	32.1%	305.6%	51.4%	32.0%			
D&A and Provisions	-0.4	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-6%	0%	0%
EBIT	0.9	4.6	6.2	2.9	4.6	6.2	-70%	0%	0%
% of VoP	6.0%	19.2%	21.3%	15.9%	19.2%	21.3%			
% YoY growth	86.5%	420.8%	34.1%	519.0%	56.7%	34.1%			
Net Financial Charges	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1			
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Pretax Profit	0.6	4.5	6.1	2.8	4.5	6.1	-78%	0%	0%
Taxes	-0.3	-1.3	-1.7	-0.8	-1.3	-1.7			
tax rate	48%	28%	28%	28%	28%	28%			
Consolidated Net Profit	0.3	3.2	4.4	2.0	3.2	4.4	-84%	0%	0%
% of VoP	2.2%	13.5%	15.1%	10.9%	13.5%	15.2%			
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Net Profit	0.3	3.2	4.4	2.0	3.2	4.4	-84%	0%	0%
% of VoP	2.2%	13.5%	15.1%	10.9%	13.5%	15.2%			
Operating Cash Flow	3.9	1.0	3.8	1.8	2.4	3.8			
CapEx	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5			
Free Cash Flow	3.4	0.5	3.3	1.3	1.9	3.3			
Other Cash Flow	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0			
NFP	-2.0	-1.5	1.8	-3.4	-1.5	1.8			

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

Confermiamo il Target Price a €3.5 e il rating BUY

A seguito della pubblicazione dei risultati del 1H26 abbiamo aggiornato il nostro modello valutativo incorporando le nuove ipotesi operative e finanziarie. Nonostante il taglio delle stime FY26 e l'incremento del **risk-free rate al 4.5% dal precedente 4.0%**, che determina un aumento del **WACC al 12.2% dall'11.7%**, confermiamo il nostro **Target Price di €3.5 per azione** e il rating **BUY**.

La conferma della valutazione riflette l'effetto combinato di tre fattori principali. Da un lato, abbiamo ridotto in modo significativo le nostre aspettative sul 2026, incorporando il rinvio al 2027 di alcune commesse B2B e delle attività relative ai **parchi Lemon 2 (2.2MWp) e Lemon 9 (1.68MWp)**, oltre al minor contributo margine atteso dal progetto EPC da **12MW** assegnato da **Acea Solar**. Dall'altro, tali effetti negativi risultano sostanzialmente compensati dal miglioramento delle prospettive di generazione di cassa e dalla riduzione della diluizione potenziale derivante dai warrant in circolazione.

DCF ancora supportato da una robusta generazione di cassa

La nostra valutazione continua a essere basata esclusivamente su un modello **Discounted Cash Flow (DCF)**, metodologia che riteniamo più appropriata alla luce dell'assenza di un peer group quotato pienamente comparabile per caratteristiche dimensionali e modello di business.

Nel dettaglio, le nuove stime incorporano un **Valore della Produzione pari a €14.7mn nel 2026**, in crescita del 57.4% YoY, seguito da una forte accelerazione a **€24.0mn nel 2027** e **€29.0mn nel 2028**, grazie alla progressiva conversione del backlog e della pipeline autorizzativa. Sul fronte della redditività, stimiamo un **EBITDA di €1.3mn nel 2026**, destinato a crescere a **€5.1mn nel 2027** e **€6.7mn nel 2028**, con un progressivo recupero della marginalità operativa.

Un elemento particolarmente positivo emerso dall'aggiornamento delle stime riguarda la **generazione di cassa**. Il rinvio di parte delle attività al 2027 determina infatti un minore assorbimento di capitale circolante nel breve termine, portandoci ad aumentare la previsione di **Free Cash Flow FY26 a €3.4mn**, rispetto agli **€1.3mn** precedentemente stimati. Tale miglioramento contribuisce ad attenuare l'impatto negativo derivante dalla riduzione delle attese reddituali e dall'incremento del tasso di attualizzazione.

Viene meno il rischio di diluizione legato ai warrant

Un ulteriore elemento che sostiene la valutazione è rappresentato dal venir meno del potenziale effetto diluitivo associato ai **1.26mn warrant** ancora in circolazione.

I warrant attribuiscono il diritto di sottoscrivere **1 nuova azione ogni 4 warrant posseduti** a un prezzo di esercizio pari a **€1.96 per azione**, il cui ultimo periodo di esercizio terminerà il prossimo **23 ottobre**. Ai prezzi correnti di mercato, il prezzo di esercizio incorpora un premio di circa **57%**, rendendo i warrant ampiamente **out of the money** e quindi improbabili da esercitare.

Di conseguenza, riteniamo ormai trascurabile il rischio di emissione delle circa **315 mila nuove azioni** potenzialmente derivanti dalla conversione dei warrant, corrispondenti a una diluizione di circa **il 3.5% del capitale sociale e di circa il 2% sul target price**. L'eliminazione di tale overhang rappresenta un elemento favorevole per gli azionisti e contribuisce a compensare il peggioramento delle ipotesi operative di breve periodo.

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del **Discounted Cash Flow Model** abbiamo utilizzato le nostre stime esplicitate **2026-2028**, mentre nel 2029 abbiamo assunto un **tasso di crescita del VdP del 10%** (invariato), seguito da un **+5% nel 2030** (invariato), con **EBITDA margin a regime assunto al 21%** (invariato).

Le principali assunzioni utilizzate nel Discounted Cash Flow Model della Società sono riassunte qui di seguito:

- **Tasso Risk Free** pari al **4.5%** (dal precedente 4.0%);
- **Equity Risk Premium** pari al **5.5%** (invariato);
- **Beta unlevered** pari a **1.40** (invariato), superiore rispetto all'**Adj. Beta** rilevato per la Società dalla prima quotazione, pari a **0.64** (ritenuto poco significativo per la scarsa liquidità del titolo), per tenere conto dell'elevata rischiosità dell'attività EPC e della elevata concentrazione geografica del business della società, principalmente attiva in Sicilia.
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari a **1.0%** (invariato), che corrisponde ad un tasso reale negativo del **1.0%**, assumendo un tasso di inflazione a lungo termine del **2.0%**.

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** pari al **12.2%** (dal precedente **11.7%**).

Lemon Sistemi – Discounted Cash Flow Model (€ mn)

		2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	TV
Value of Production		14.7	24.0	29.0	31.9	33.5	33.8
	<i>YoY growth</i>	57.4%	63.3%	20.8%	10.0%	5.0%	1.0%
EBITDA		1.3	5.1	6.7	7.0	7.0	7.1
	<i>EBITDA margin</i>	8.6%	21.1%	23.0%	22.0%	21.0%	21.0%
D&A and provisions		(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
EBIT		0.9	4.6	6.2	6.5	6.5	6.6
	<i>EBIT margin</i>	6.0%	19.2%	21.3%	20.4%	19.5%	19.5%
Taxes		(0.4)	(1.3)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
	<i>tax rate</i>	47.6%	28.0%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
NOPAT		0.5	3.3	4.4	4.7	4.7	4.8
D&A		0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Change in NWC		3.1	(2.8)	(1.2)	(0.7)	(0.4)	(0.1)
Capex		(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
	<i>% Capex on net turnover</i>	3.4%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
Free Cash Flow (FCF)		3.4	0.5	3.2	3.9	4.3	4.6
Year T_0		0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
Weighted Average Cost of Capital (WACC)		12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
Discounting factor		1.00	0.89	0.79	0.71	0.63	0.56
Discounted Free Cash Flow		3.4	0.4	2.6	2.8	2.7	2.6

Source: Websim Corporate estimates

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un **Enterprise Value, pari a circa Eu32mn**, di cui il **73% riconducibile al valore terminale della Società**.

Tale valutazione non tiene tuttavia conto della creazione di valore che potrebbe derivare dall'esecuzione del **progetto da 450MW in Guinea Conakry** come general contractor, che non abbiamo incluso nelle nostre stime in quanto il progetto deve essere ancora finanziato, per cui i tempi non sono ancora definiti e non vi è neppure la certezza sulla sua realizzazione.

Riteniamo che tale progetto possa generare **oltre €400mn di ricavi complessivi**, con una creazione di valore che in prima approssimazione stimiamo poco sopra il **3%**, vale a dire circa **€13mn**. Allo stato attuale riteniamo di poter assegnare una **probabilità del 60%** (invariata) che il progetto venga effettivamente realizzato, per cui aggiungiamo **€7.8mn** (invariati) alla valutazione basata sul modello DCF.

Tenuto conto di un indebitamento netto di €2.0mn stimato a fine 2026, otteniamo un Equity Value di circa €38mn, pari a €4.4 per azione.

Applicando a tale valutazione uno **sconto liquidità del 20%** otteniamo un **target price di €3.5 per azione** (invariato).

Lemon Sistemi – Discounted Cash Flow valuation summary (€ mn)

A) 2027-30 Discounted Free Cash Flows	8.5	27%
Terminal Value	41.3	
Discounting factor	0.56	
B) Discounted Terminal Value	23.2	73%
C) = (A+B) Enterprise Value	31.7	100%
NFP @ 31.12.2026E	(2.0)	
Present Value of Guinea Conakry project (60% probability)	7.8	
Equity Value	37.6	
Number of shares (mn)	8.63	
Fair Value per share (€)	4.4	
20% liquidity discount	(0.9)	
Target price (€)	3.5	

Source: Websim Corporate estimates

Multipli al target price

A meri fini espositivi, riportiamo qui di seguito una tabella che evidenzia i **multipli ai quali Lemon Sistemi tratterebbe a target price**.

Va tenuto presente che tali multipli scontano implicitamente un premio di circa il **25%** dovuto al fatto che il target price include circa **€0.7 per azione** di valore legato al **progetto in Guinea Conakry** che però **non è incluso nelle stime**.

Lemon Sistemi – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2026 E	2027 E	2028 E
F.d. shares (mn)	8.63	8.63	8.63
Market Cap.	30	30	30
Enterprise Value	32	32	28
EV/Sales	2.2	1.3	1.0
EV/EBITDA	25.5	6.3	4.2
EV/EBIT	36.3	6.9	4.6
EV/Capital Employed	3.3	2.6	2.1
P/E	93.3	9.3	6.9
P/CEPS	43.2	8.2	6.2

Source: Websim Corporate estimates

Sensitivity analysis

Stante la rilevanza del **valore terminale** rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performed un'analisi di sensitività analizzando come evolverebbe il **target price** al variare del **costo medio ponderato del capitale ("WACC")** e al **tasso terminale di crescita** ipotizzato ("**g**").

Lemon Sistemi – Target Price sensitivity analysis to WACC and "g" (€ ps)

Target Price Sensitivity to WACC & Terminal Growth						
	3.48	10.2%	11.2%	12.2%	13.2%	14.2%
-1.0%		3.5	3.3	3.2	3.1	2.9
-0.5%		3.6	3.4	3.2	3.1	3.0
0.0%		3.7	3.5	3.3	3.2	3.0
0.5%		3.8	3.6	3.4	3.2	3.1
1.0%		4.0	3.7	3.5	3.3	3.2
1.5%		4.1	3.8	3.6	3.4	3.2
2.0%		4.2	3.9	3.7	3.5	3.3
2.5%		4.4	4.1	3.8	3.6	3.4
3.0%		4.6	4.2	3.9	3.7	3.5

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi svolta emerge come, pur ipotizzando una **riduzione di 2 punti percentuali del tasso di crescita terminale** ed un contestuale **aumento del WACC di 2 punti percentuali, al 14.2%**, vale a dire in uno **scenario** che definiamo **worst case**, le nostre stime supporterebbero un **target price pari a €2.9, superiore del 130%** rispetto alle attuali quotazioni.

Conclusioni

Risultati deboli nel breve termine, ma fondamentali industriali invariati

I risultati del **1H26** evidenziano un andamento inferiore alle nostre precedenti aspettative sotto il profilo della redditività, principalmente a causa di un mix di business meno favorevole e di una tempistica di esecuzione di alcune commesse più graduale del previsto.

Tali elementi ci hanno portato a ridurre le **stime FY26**, soprattutto per effetto del rinvio al 2027 di alcune commesse **B2B** e delle attività relative ai **parchi Lemon 2 (2.2MWp)** e **Lemon 9 (1.68MWp)**.

Tuttavia, riteniamo che il rallentamento osservato sia prevalentemente riconducibile a **fattori di timing** e non rappresenti un deterioramento delle prospettive industriali della società. Il forte incremento del **Valore della Produzione** nel semestre **(+63.7% YoY)**, l'espansione del portafoglio ordini e il continuo sviluppo della pipeline confermano infatti la validità del posizionamento competitivo del Gruppo.

Elevata visibilità sulla crescita grazie a backlog e pipeline Ready-to-Build

A nostro avviso, l'aspetto più rilevante emerso negli ultimi mesi riguarda il mantenimento di una solida visibilità sul medio periodo.

Lemon Sistemi può infatti contare su una pipeline di **25.4MW**, di cui **19.4MW** già **Ready-to-Build**, oltre a un backlog supportato da importanti commesse recentemente acquisite nei segmenti **B2B**, **EPC** e **BESS**.

Per tale ragione abbiamo lasciato **sostanzialmente invariate le nostre stime 2027-28**, continuando ad attendere una forte accelerazione dei ricavi e un significativo recupero della redditività operativa. Riteniamo inoltre che il potenziale accordo commerciale con **Galassia Energie** e gli sviluppi del progetto in **Guinea Conakry** possano rappresentare ulteriori driver di crescita non ancora incorporati nelle nostre previsioni.

Valutazione attraente e rilevante potenziale di rivalutazione

Nonostante l'incremento del **WACC al 12.2%**, il taglio delle stime FY26 e il contesto di mercato ancora complesso per le small cap italiane, confermiamo il nostro **Target Price di €3.5 per azione**.

La revisione delle stime operative è stata infatti compensata da una migliore generazione di cassa attesa, dal rafforzamento della struttura finanziaria e dal venir meno del potenziale effetto diluitivo legato ai warrant attualmente in circolazione, il cui esercizio entro il prossimo **23 ottobre** (data di scadenza finale) appare improbabile dato il significativo premio rispetto al prezzo di mercato.

Il nostro target price implica un upside potenziale molto significativo rispetto alle quotazioni correnti e continua a non riflettere pienamente il valore delle opportunità legate al **progetto in Guinea Conakry** e all'espansione nel mercato dei **sistemi di accumulo**.

Alla luce di tali considerazioni, **confermiamo il rating BUY**, ritenendo che le attuali valutazioni offrano un punto di ingresso attrattivo per investitori con un **orizzonte temporale di medio-lungo termine** e una propensione al rischio coerente con il profilo di una PMI innovativa attiva nel settore della transizione energetica.

Lemon Sistemi in Brief

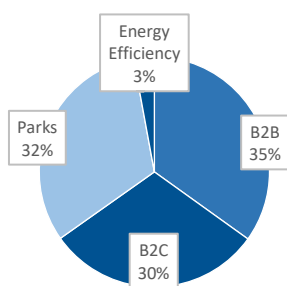
Descrizione della società

Lemon Sistemi, azienda nata nel 2009, è una PMI innovativa con sede in provincia di Palermo quotata dal dicembre 2023 sul segmento Euronext Growth Milan, specializzata nella progettazione, fornitura ed installazione di impianti fotovoltaici, termoidraulici e di accumulo, nonché nella progettazione di soluzioni per l'efficienza energetica, rivolti ai clienti al dettaglio (B2C) e medie/piccole imprese industriali e commerciali (B2B). L'attività è svolta prevalentemente in Sicilia, ma la Società ha tra i suoi obiettivi la penetrazione del mercato italiano e progetti in Africa.

Punti di forza/Opportunità

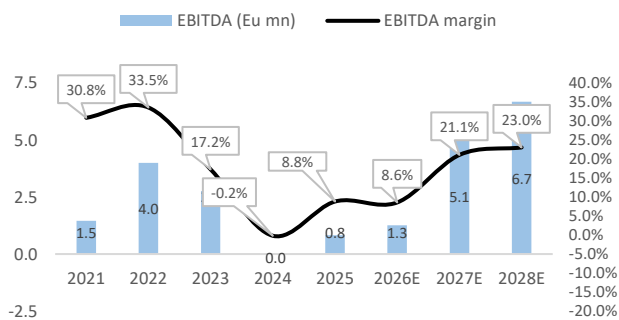
- Specializzazione su impianti *tailor made* di dimensioni contenute (da 3kWp a 10MWp) e conseguente *short time to market*
- Offerta di servizi integrati che assistono il cliente in tutte le fasi del ciclo di vita dell'investimento
- Potenziale realizzazione come general contractor di un progetto da 450MW in Guinea Conakry
- Ingresso nell'azionariato da parte di Miria Group
- Mercato di riferimento in costante crescita, con una tendenza legata agli obiettivi di decarbonizzazione dell'Unione Europea

Lemon Sistemi – 2025 VoP Breakdown



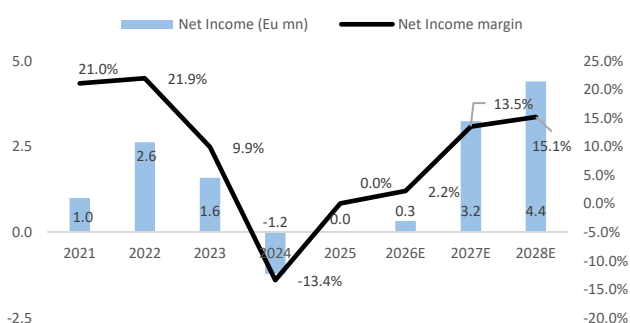
Source: Company Data

Lemon Sistemi - 2021-2028E EBITDA (€ mn) and EBITDA Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Lemon Sistemi - 2021-2028E Net Income (€ mn) & Net Income Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

Chairman & co-CEO: Maria Laura Spagnolo
Co-CEO: Danilo Palazzolo
CFO: Enrico Rizzo

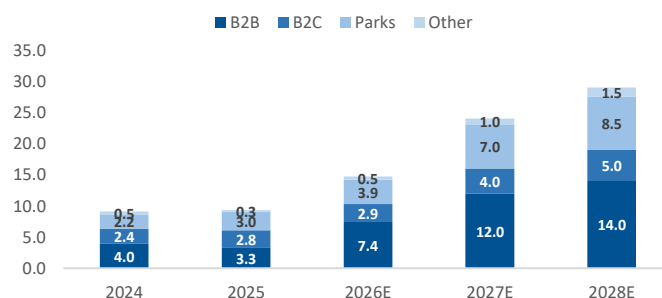
Azionisti

PDH S.r.l. (D. Palazzolo)	43.5%
Maria Laura Spagnolo	8.0%
Salvatore Spagnolo	6.7%
Miria Growth Fund SA	4.8%
Giorgio Mirabella	4.5%
Vincenzo Palazzolo	4.5%
Others	13.2%
Market float	14.9%

Rischi/Debolezze

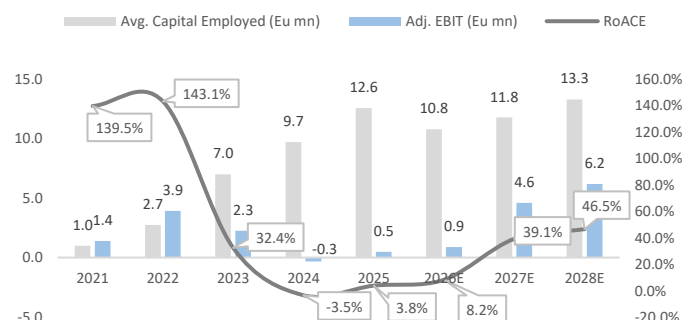
- Attività finora fortemente concentrata in Sicilia, in particolare nelle province di Palermo e Trapani
- Quadro normativo italiano soggetto a continui cambiamenti
- Elevato livello di concorrenza per la presenza di un gran numero di operatori di piccole dimensioni nonché per la presenza di grandi operatori come Enel e Plenitude

Lemon Sistemi - 2024-2028E VoP Breakdown (€ mn)



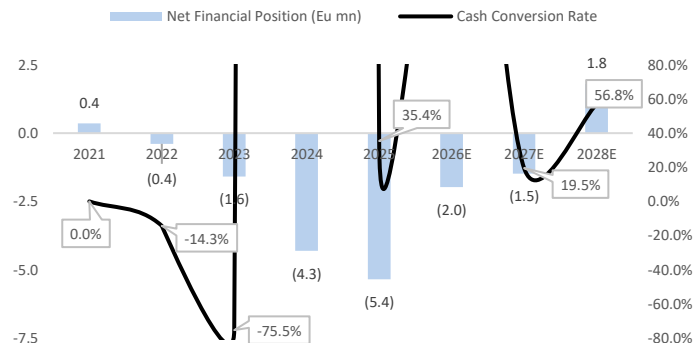
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Lemon Sistemi - 2021-2028E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Lemon Sistemi - 2021-2028E NFP (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

DETAILS ON STOCK RECOMMENDATION			
Stock NAME	LEMON SISTEMI		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (€):	3.50	Previous Target (€):	3.50
Current Price (€):	1.26	Previous Price (€):	1.61
Date of report:	20/10/2026	Date of last report:	25/5/2026

AVVERTENZE IMPORTANTI

La riproduzione delle informazioni, delle raccomandazioni e della ricerca prodotte da Intermonte SIM, contenute nel presente documento, e di qualsiasi loro parte, è strettamente vietata. Nessun contenuto di questo documento può essere condiviso con terze parti senza autorizzazione da parte di Intermonte.

Questo documento è indirizzato esclusivamente a professionisti del mercato e ad altri investitori istituzionali e non è destinato alla distribuzione a persone diverse dalla clientela istituzionale, che non dovrebbero fare affidamento su questo materiale. Inoltre, eventuali investimenti o servizi a cui potrebbe riferirsi questo documento non saranno resi disponibili ad una clientela non istituzionale.

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono stati ottenuti da fonti che riteniamo affidabili, anche se l'accuratezza di questi non può essere garantita da Intermonte. Nel caso in cui vi sia qualsiasi dubbio sulla loro affidabilità, ciò sarà chiaramente indicato. Lo scopo principale del documento è offrire informazioni aggiornate e accurate in conformità con le normative vigenti in materia di "raccomandazioni" e non è destinato né dovrebbe essere interpretato come una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli.

Questo avviso legale è costantemente aggiornato sul sito web di Intermonte www.intermonte.it sotto la voce Avvertenze Legali. Valutazioni e raccomandazioni possono essere trovate nel testo delle ricerche e/o dei documenti più recenti sulle società in questione. Per un elenco di tutte le raccomandazioni emesse da Intermonte su qualsiasi strumento finanziario o emittente negli ultimi dodici mesi, consultare la pagina web AREA CLIENTI.

Intermonte distribuisce ricerche e si impegna in altre attività approvate nei confronti dei Principali Investitori Istituzionali degli Stati Uniti ("Majors") e di altri Acquirenti Istituzionali Qualificati ("QIBs"), negli Stati Uniti, tramite Plural Securities LLC ai sensi delle linee guida SEC 15a-6. Intermonte non è registrata come broker dealer negli Stati Uniti ai sensi del Securities Exchange Act del 1934, come emendato (il "Exchange Act"), e non è membro della Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC è registrata come broker-dealer ai sensi del Exchange Act e è membro della SIPC.

CERTIFICAZIONE DELL'ANALISTA

Per ciascuna società menzionata in questo documento l'analista, autore della ricerca, certifica che tutte le opinioni espresse in questo documento riflettono accuratamente le proprie opinioni personali su uno o più degli emittenti o dei titoli oggetto della ricerca. L'analista (o gli analisti) certifica anche che nessuna parte della propria compensazione è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, correlata alla specifica raccomandazione o opinione contenuta in questo documento. L'analista (o gli analisti) responsabile della preparazione di questa ricerca riceve una retribuzione basata su vari fattori, compresi i profitti totali di Intermonte, una parte dei quali è generata dalle attività di Investment Banking di Intermonte, anche se questa è minima rispetto a quella generata dalle attività di intermediazione.

Le procedure interne e i codici di condotta di Intermonte sono mirati a garantire l'imparzialità dei suoi analisti finanziari. Lo scambio di informazioni tra il settore Investment Banking e il Dipartimento di Ricerca è vietato, così come lo scambio di informazioni tra quest'ultimo e il desk di equity proprietario al fine di prevenire conflitti di interesse quando vengono formulate raccomandazioni. L'analista responsabile del presente documento non è: a) residente negli Stati Uniti; b) una persona associata a un broker-dealer statunitense; c) supervisionato da un supervisore principale di un broker-dealer statunitense. Questo documento di ricerca è distribuito negli Stati Uniti tramite Plural Securities LLC, 950 3rd Avenue, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDA ALL'ANALISI FONDAMENTALE

I principali metodi utilizzati per valutare strumenti finanziari e stabilire un prezzo obiettivo per i 12 mesi successivi alla raccomandazione di investimento sono i seguenti:

- modello di flussi di cassa attualizzati (DCF) o metodi simili come il modello di attualizzazione dei dividendi (DDM);
- confronto con i multipli di società comparabili, utilizzando i metodi più appropriati per l'azienda analizzata: tra i principali rapporti utilizzati per i settori industriali ci sono il prezzo/utili (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, prezzo/vendite;
- il rendimento del capitale e i multipli del valore contabile netto rettificato sono i principali metodi utilizzati per le azioni del settore bancario, mentre per le azioni del settore assicurativo vengono utilizzati il rendimento del capitale allocato e i multipli del valore contabile netto e del valore intrinseco del portafoglio assicurativo;
- per il settore delle utilities vengono effettuati confronti tra i rendimenti attesi e il ritorno sul capitale regolato (RAB).

Alcuni dei parametri utilizzati nelle valutazioni, come il tasso privo di rischio e il premio al rischio degli investimenti azionari, sono gli stessi per tutte le aziende trattate e vengono aggiornati per riflettere le condizioni di mercato. Attualmente viene utilizzato un tasso privo di rischio del 4,0% e un premio al rischio compreso tra il 5,5% e il 6%.

Frequenza della ricerca: trimestrale.

I report su tutte le società quotate sull'indice FTSEIMB40, sulla maggior parte di quelle sull'indice MIDEX e sui principali small caps (copertura regolare) vengono pubblicati almeno una volta al trimestre per commentare i risultati e le importanti novità.

Una copia preliminare di ciascun rapporto può essere inviata alla società oggetto per la sua informazione (senza prezzo obiettivo e/o raccomandazioni), ma a meno che non sia espressamente indicato nel testo del rapporto, non vengono apportate modifiche prima della pubblicazione.

Spiegazione del nostro sistema di valutazione:

BUY: azione prevista in grado di superare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi;
OUTPERFORM: azione prevista in grado di superare il mercato tra il 10% e il 25% in un periodo di 12 mesi;
NEUTRAL: prevista una performance dell'azione compresa tra +10% e -10% rispetto al mercato in un periodo di 12 mesi;
UNDERPERFORM: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato tra -10% e -25% in un periodo di 12 mesi;
SELL: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi.

Prezzi: i prezzi riportati nella ricerca si riferiscono al prezzo alla chiusura della giornata di negoziazione precedente salvo diversamente specificato.

DISTRIBUZIONE ATTUALE DELLE RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO

Intermonte SIM è autorizzata dalla CONSOB alla prestazione di servizi di investimento ed è iscritta al n° 246 dell'albo delle società di intermediazione.

Al 20 Ottobre 2026 l'Ufficio Studi di Intermonte copre 140 aziende. La distribuzione delle raccomandazioni effettuate da Intermonte è la seguente:

BUY:	28.57%
OUTPERFORM:	42.14%
NEUTRAL:	28.58%
UNDERPERFORM:	00.71%
SELL:	00.00%

La distribuzione delle raccomandazioni, sulle azioni di società che hanno ricevuto servizi di corporate finance da parte di Intermonte, negli ultimi 12 mesi (81 in totale) è la seguente:

BUY:	49.38%
OUTPERFORM:	30.86%
NEUTRAL:	17.29%
UNDERPERFORM:	02.47%
SELL:	00.00%

CONFLITTI DI INTERESSE

Al fine di rendere noti i propri eventuali conflitti di interesse Intermonte SIM dichiara che:

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale soggetto incaricato di realizzare il piano di riacquisto azioni deliberato dall'assemblea di AZIMUT, ECOSUNTEK, ELEN., ELICA, FILA, FINCANTIERI, GIOCAMONDO STUDY, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SALVATORE FERRAGAMO, SESA, SG COMPANY, STAR7, SYS-DAT, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. presta o ha prestato negli ultimi 12 mesi servizi di corporate brokerage a favore di AATECH, ABC COMPANY, AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI DI BOLOGNA, ALLCORE, ALMAWAVE, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EVISIO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, GPI, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVE, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDELF, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TECNO, ULISSE BIOMED, WIIT, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale Financial Content Provider sulla società AATECH, ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, COFLE, COM.TEL, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, ELES, ELICA, ENERGY, EVISIO, EXECUS, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDELF, REDFISH LONGTERM CAPITAL, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TAMBURI, TECNO, TMP GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di intermediario incaricato nell'operazione di offerta pubblica di acquisto e/o scambio di ANTARES VISION, BANCA SISTEMA, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale liquidity provider di BANCA SISTEMA, Zest Group SpA

Intermonte SIM agisce in qualità di advisor di Webuild nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto volontaria promossa su Trevi-Finanziaria Industriale.

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di financial advisor per BANCA GENERALI, BANCO BPM, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE, TELECOM ITALIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale market maker su strumenti finanziari aventi come sottostante le azioni emesse da AZA, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA GENERALI, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINECOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte Sim S.p.A. ha o ha avuto negli ultimi 12 mesi un contratto di marketing su strumenti emessi da BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MADIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di specialist su strumenti finanziari emessi da ABITARE IN, AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, COM.TEL, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, ELEN., EMAK, ENERGY, FNM, GEFRAN, GREEN OLEO, INTRED, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, POWERSOFT, QF ALPHA IMM, REPLY, SESA, SG COMPANY, SOMEK, STAR7, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA con obbligo di diffusione studi

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di sponsor per UNIDATA S.p.A.

© Copyright 2026 da Intermonte SIM - Tutti i diritti riservati

La riproduzione di tutta o di una parte di questa pubblicazione, tramite email, xerografia, fax o qualsiasi altro mezzo costituisce una violazione delle leggi nazionali e internazionali sul copyright. Le leggi sul copyright impongono pesanti responsabilità per tali violazioni. I report di Intermonte SIM sono forniti solo ai suoi clienti. Se non sei un cliente di Intermonte SIM e ricevi email, fax o copia dei report da una fonte diversa da Intermonte SIM, stai violando le leggi sul copyright. Questo documento non può essere pubblicato né diffuso, distribuito o copiato senza il consenso scritto esplicito di Intermonte SIM.

Intermonte SIM intraprenderà azioni legali contro chiunque trasmetta/pubblichi i suoi prodotti di ricerca senza la sua autorizzazione esplicita.

Intermonte SIM crede fermamente che il suo prodotto di ricerca su azioni italiane sia un prodotto a valore aggiunto e meriti di essere adeguatamente pagato.

I rappresentanti commerciali di Intermonte SIM possono essere contattati per discutere i termini e le condizioni con cui ricevere la ricerca prodotta da Intermonte.

INTERMONTE SIM è MiFID compliant - per la nostra Politica di Best Execution si prega di consultare il nostro Sito <https://www.intermonte.it/it/avvertenze-legali/mifid-ii.html>

Ulteriori informazioni sono disponibili sul nostro sito.