

LEMON SISTEMI

BUY

Sector: Industrials Services

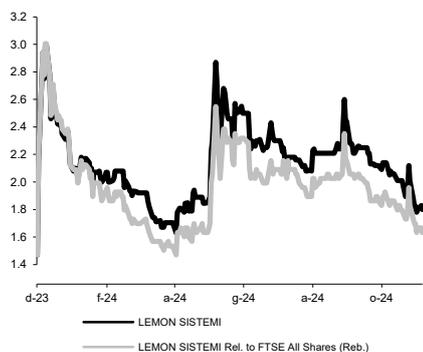
Price: Eu1.80 - Target: Eu3.50

Energia pulita made in Sicily

Websim Team +39-02-76418200
research@websim.it

Stock Rating	
Rating:	BUY (New Coverage)
Target Price (Eu):	3.50 (New Coverage)

LEMON SISTEMI - 12M Performance



Stock Data			
Reuters code:	LS.MI		
Bloomberg code:	LS-IM		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-15.9%	-18.6%	
Relative	-13.8%	-18.5%	
12M (H/L)	3.00/1.47		
3M Average Volume (th):	8.34		

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	9
Total no. of shares (mn):	9
Mkt Cap Ord (Eu mn):	16
Total Mkt Cap (Eu mn):	16
Mkt Float - Ord (Eu mn):	2
Mkt Float (in %):	13.8%
Main Shareholder:	
PDH S.r.l. (D. Palazzolo)	48.2%

Balance Sheet Data	
Book Value (Eu mn):	7
BVPS (Eu):	0.80
P/BV:	2.3
Net Financial Position (Eu mn):	-1
Enterprise Value (Eu mn):	17

Lemon Sistemi è una PMI innovativa siciliana nata nel 2009 e quotata sul segmento EGM dal dicembre 2023, specializzata nella progettazione, fornitura ed installazione di impianti fotovoltaici, termoidraulici e di accumulo per i mercati B2C e B2B. Riteniamo che essa sia molto ben posizionata in una regione strategica sotto il profilo climatico per cogliere le rilevanti opportunità che deriveranno dagli €46bn di investimenti nel settore fotovoltaico previsti dal Piano Nazionale Integrato Energia e Clima nel periodo 2024-2030. Avviamo la copertura sul titolo Lemon Sistemi con rating BUY e TP di €3.50.

- Ottimo posizionamento competitivo in Sicilia:** Lemon Sistemi è una delle principali società siciliane e, tra queste, l'unica quotata in borsa, operante nello sviluppo, nell'EPC e nella gestione di impianti fotovoltaici, ed è in grado di supportare i clienti in tutte le fasi del ciclo di vita dell'investimento, dalla promozione iniziale, alla progettazione, installazione, collaudo e assistenza post-vendita. Riteniamo che queste caratteristiche ed i 15 anni di esperienza nel settore forniscano alla società un importante vantaggio competitivo in ambito regionale sia sotto il profilo commerciale sia nella capacità di attrarre personale specializzato in aree come progettazione, urbanistica e gestione di progetti, facilitando l'apertura di nuovi punti vendita in Sicilia.
- Mercato di riferimento in forte sviluppo:** il PNIEC, che guida la transizione energetica del paese, prevede che per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione siano necessari nel settore delle energie rinnovabili investimenti pubblici e privati pari a circa €82bn nel periodo 2024-2030, di cui €46bn nel segmento fotovoltaico. Questi investimenti porteranno forti opportunità business a Lemon Sistemi, che ha il vantaggio di operare principalmente in una regione che per motivi climatici risulta particolarmente adatta all'installazione di parchi fotovoltaici, la nuova linea di business che tratterà la crescita della società nei prossimi anni. Ulteriori opportunità di sviluppo potranno essere colte nel mercato BESS (Battery Energy Storage System), in quanto Terna prevede che entro il 2030 debbano essere resi disponibili online 9GW/71GWh di nuova capacità di accumulo sulla propria rete.
- Solidità finanziaria e forte generazione di cassa:** Lemon Sistemi ha una PFN in sostanziale pareggio e, dopo un 2024 negativo dovuto al venire meno del Superbonus 110, nei prossimi anni dovrebbe generare flussi di cassa rilevanti grazie al forte incremento stimato del volume d'affari (CAGR 2025-27 superiore al 60%), alla crescente marginalità (EBITDA margin atteso al 28% nel 2027 dal sostanziale pareggio del 2024) ed all'elevata cash conversion, che prevediamo mediamente superiore al 55% nel prossimo triennio, con un free cash flow cumulato che dovrebbe superare €11mn, pari ad oltre il 70% dell'attuale market cap. Tali risorse potrebbero essere utilizzate per accelerare il processo di crescita anche in altre regioni tramite acquisizioni.
- Valutazione attraente:** sulla base del nostro DCF e tenendo conto di uno sconto liquidità del 20%, il titolo Lemon Sistemi presenta un potenziale upside di oltre il 90%. L'appetibilità del titolo trova conferma nel rapido calo dei multipli: al nostro TP di €3.50 l'EV/EBITDA, pari a 10.9x sul 2025E, scende a 3.5x sul 2026E ed a 2.0x sul 2027E.

Key Figures & Ratios	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	16	9	19	29	36
EBITDA Adj (Eu mn)	3	0	3	7	10
Net Profit Adj (Eu mn)	2	-1	2	5	7
EPS New Adj (Eu)	0.207	-0.164	0.195	0.551	0.785
EPS Old Adj (Eu)					
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj		nm	5.5	1.5	0.5
EV/EBIT Adj		nm	6.5	1.6	0.5
P/E Adj	8.7	nm	9.2	3.3	2.3
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	0.0	18.7	0.1	-0.7	-1.1

LEMON SISTEMI – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	12	16	9	19	29	36
EBITDA	4	3	0	3	7	10
EBIT	4	2	-0	2	7	10
Financial Income (charges)	-0	0	-1	-0	0	0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	4	2	-1	2	7	10
Taxes	-1	-1	-0	-1	-2	-3
Tax rate	28.9%	31.1%	0.0%	27.9%	27.9%	27.8%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	3	2	-1	2	5	7
EBITDA Adj	4	3	0	3	7	10
EBIT Adj	4	2	-0	2	7	10
Net Profit Adj	3	2	-1	2	5	7
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	7	9	9	9	9	9
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	7	8	9	9	9	9
EPS f.d	0.386	0.207	-0.164	0.195	0.551	0.785
EPS Adj f.d	0.386	0.207	-0.164	0.195	0.551	0.785
BVPS f.d	0.603	1.018	0.798	0.974	1.602	2.387
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	2	3	-1	2	6	8
Change in NWC	-3	-3	0	0	-0	-2
Capital Expenditure	-0	-1	-1	-2	-1	-1
Other Cash Items	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-1	-2	-2	1	5	6
Acquisitions, Divestments & Other Items	0	0	0	0	0	0
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	0	2	1	0	1	0
Change in Net Financial Position	-1	0	-1	1	6	6
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	0	1	2	3	3	3
Net Working Capital	4	7	7	7	7	8
Long term Liabilities	-0	-0	-0	-1	-1	-1
Net Capital Employed	4	8	8	9	9	10
Net Cash (Debt)	-0	-0	-1	-0	5	11
Group Equity	4	8	7	9	14	21
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	4	8	7	9	14	21
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap			15	15	16	16
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-0	-0	-1	-0	5	11
Enterprise Value			17	16	11	5
Ratios (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	33.5%	17.2%	0.7%	15.2%	25.7%	28.0%
EBIT Adj Margin	32.8%	14.1%	nm	12.9%	23.8%	26.5%
Gearing - Debt/Equity	9.6%	1.6%	16.1%	3.7%	-37.4%	-51.3%
Interest Cover on EBIT	16.3	nm	nm	89.9	nm	nm
Net Debt/EBITDA Adj	0.1	0.0	18.7	0.1	-0.7	-1.1
ROACE*	143.1%	34.2%	-3.5%	28.5%	77.7%	95.1%
ROE*	nm	32.6%	-19.3%	24.3%	49.6%	43.7%
EV/CE			2.2	1.8	1.2	0.5
EV/Sales			1.9	0.8	0.4	0.1
EV/EBITDA Adj			nm	5.5	1.5	0.5
EV/EBIT Adj			nm	6.5	1.6	0.5
Free Cash Flow Yield	-4.6%	-11.5%	-10.0%	5.0%	31.0%	34.7%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	152.8%	34.1%	-46.3%	120.9%	50.0%	26.3%
EBITDA Adj	174.9%	-31.0%	-97.8%	4719.1%	153.7%	37.8%
EBIT Adj	181.1%	-42.3%	nm	nm	177.3%	40.8%
Net Profit Adj	163.3%	-39.5%	nm	nm	183.0%	42.4%
EPS Adj	163.3%	-46.4%	nm	nm	183.0%	42.4%
DPS						

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Company in Brief

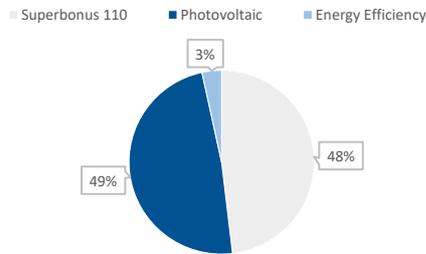
Descrizione della società

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.

Punti di forza/Opportunità

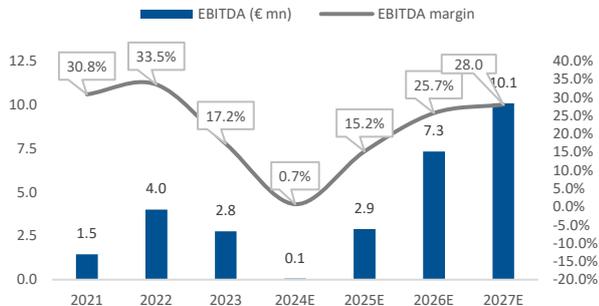
- Specializzazione su impianti *tailor made* di dimensioni contenute (da 3kWp a 10MWp) e conseguente *short time to market*
- Offerta di servizi integrati che assistono il cliente in tutte le fasi del ciclo di vita dell'investimento
- Partnership con operatori di primo livello sul mercato nazionale e internazionale
- Ingresso nell'azionariato da parte di Miria Group, asset manager con sede a Londra recentemente acquisito da Fondazione Enasarco
- Mercato di riferimento in costante crescita, con una tendenza legata agli obiettivi di decarbonizzazione dell'Unione Europea

Lemon Sistemi – 2023 Sales Breakdown



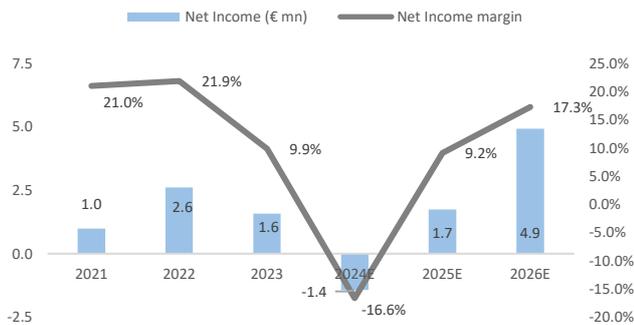
Source: Company Data

Lemon Sistemi - 2021-2027E EBITDA (€ mn) and EBITDA Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Lemon Sistemi - 2021-2027E Net Income (€ mn) & Net Income Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

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

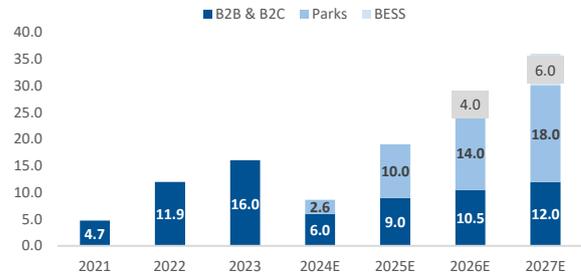
Azionisti

PDH S.r.l. (D. Palazzolo)	48.2%
Maria Laura Spagnolo	8.1%
Salvatore Spagnolo	6.7%
Miria Group	4.8%
Giorgio Mirabella	4.5%
Vincenzo Palazzolo	4.5%
Others	9.4%
Market float	13.8%

Rischi/Debolezze

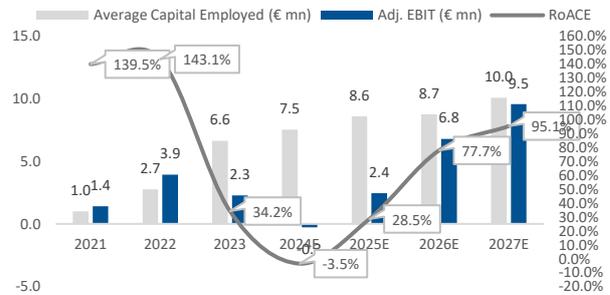
- Attività finora fortemente concentrata in Sicilia, in particolare nelle province di Palermo e Trapani
- Quadro normativo italiano soggetto a continui cambiamenti
- Impatto negativo sui ricavi per il venir meno del Superbonus 110
- Elevato livello di concorrenza per la presenza di un elevato numero di operatori di piccole dimensioni nonché per la presenza di grandi operatori come Enel e Plenitude

Lemon Sistemi - 2021-2027E Net Turnover Breakdown by Division (€ mn)



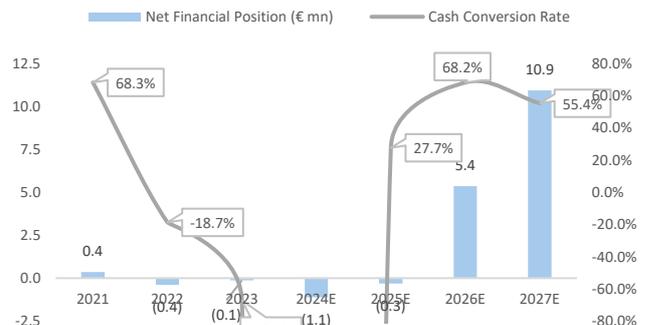
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Lemon Sistemi - 2021-2027E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Lemon Sistemi - 2021-2027E NFP (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Contents

Panoramica della società.....	5
Storia in breve.....	5
Azionariato.....	6
Top management.....	7
Mercato di riferimento.....	8
Il mercato globale delle energie rinnovabili	8
Il mercato italiano delle fonti energetiche rinnovabili	11
Il mercato italiano del fotovoltaico.....	13
Il mercato italiano dei sistemi di accumulo	15
Il mercato italiano dell'efficienza energetica.....	17
Posizionamento competitivo	19
Modello di business e strategia	22
Linee di business.....	22
Catena del valore.....	22
Fattori critici di successo.....	24
Strategia.....	24
Analisi finanziaria.....	27
Analisi del valore della produzione.....	27
Analisi dei margini	28
Analisi del cash flow e dell'indebitamento	30
Stime 2024-2027	32
Valutazione e conclusioni	37
Discounted Cash Flow Model	37
Conclusioni	39

Panoramica della società

Lemon Sistemi S.p.A. è una PMI innovativa italiana, costituita nel 2009 e quotata sul segmento Euronext Growth Milan da dicembre 2023. Con sede a Balestrate, nella provincia di Palermo, l'azienda opera principalmente in Sicilia, ma ha recentemente ampliato la sua presenza anche in Piemonte, con l'obiettivo di estendere la copertura a livello nazionale. Lemon Sistemi è attiva nella progettazione, fornitura e installazione di impianti fotovoltaici, termoidraulici e di stoccaggio di energia, rivolgendosi a una clientela retail (B2C) e alle piccole e medie imprese (B2B).

Lemon Sistemi si distingue per il suo modello di business completamente integrato, che le consente di gestire internamente tutte le fasi del processo, dalla progettazione e installazione alla gestione post-vendita. Questa strategia le permette di rispondere rapidamente alle esigenze del mercato e di ottimizzare il ciclo di vita degli impianti, con un focus sugli impianti fotovoltaici fino a 10MWp. Per il segmento residenziale, la società si concentra su soluzioni chiavi in mano fino a 20kWp, mentre per il settore industriale e commerciale si dedica a progetti di dimensioni medio-piccole, con qualche realizzazione su larga scala come il recente impianto da 3.2MWp in Piemonte.

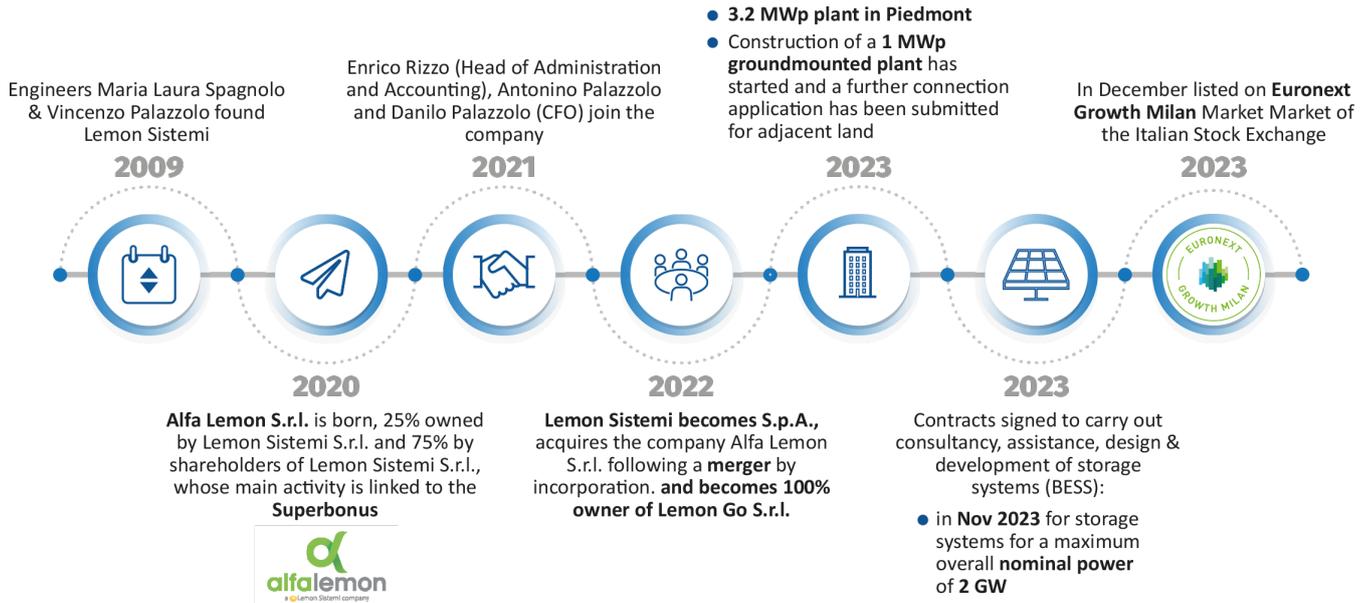
Lemon Sistemi ha registrato una crescita significativa negli ultimi anni, anche grazie agli incentivi del Superbonus 110. Nel 2023, la società ha conseguito un valore della produzione di €16.0 milioni, più che triplicato rispetto al 2021, e un EBITDA di €2.8 milioni, con un EBITDA margin pari al 17.2%. Tuttavia, si osserva una contrazione dell'EBITDA rispetto al picco del 2022 (€4.0mn, 33.5% EBITDA margin), legata alla diminuzione dell'incidenza del Superbonus sui ricavi, passato dal 74% nel 2022 al 48% nel 2023, ed alla riduzione dei prezzi di vendita a seguito del divieto dello sconto in fattura a partire da febbraio 2023.

Lemon Sistemi punta ad incrementare la propria quota di mercato nel settore delle energie rinnovabili, sfruttando le opportunità legate agli incentivi governativi e alle partnership strategiche con fornitori di moduli fotovoltaici e componenti tecnologici avanzati. L'azienda si trova in una posizione favorevole per capitalizzare sulla crescente domanda di soluzioni energetiche sostenibili in Italia, grazie alla sua struttura integrata e alla consolidata esperienza nel settore.

Storia in breve

- **Febbraio 2009** - Lemon Sistemi S.r.l. viene fondata dagli ingegneri Maria Laura Spagnolo e Vincenzo Palazzolo con un capitale sociale di €10.000.
- **Marzo 2013** - Viene costituita Lemon Go S.r.l., una controllata di Lemon Sistemi, inizialmente focalizzata sulla commercializzazione di veicoli elettrici e servizi di supporto.
- **Ottobre 2020** - Nasce Alfa Lemon S.r.l., partecipata al 25% da Lemon Sistemi e al 75% dai suoi soci, per sfruttare le opportunità legate al Superbonus 110.
- **2021** - Danilo Palazzolo (CFO) ed Enrico Rizzo (Responsabile Amministrazione e Contabilità) entrano a far parte della compagine sociale.
- **Gennaio 2022** - Lemon Sistemi si trasforma in S.p.A.
- **Agosto 2022** - Alfa Lemon viene incorporata in Lemon Sistemi, che diventa proprietaria del 100% di Lemon Go, ora fornitrice esclusiva di servizi alla controllante.
- **Aprile 2023** - Inizia la realizzazione di un impianto fotovoltaico da 3.2MWp a Settimo Torinese e un accordo per un impianto di accumulo di 100MW.
- **Luglio 2023** - Lemon Sistemi avvia la costruzione di un impianto da 1MWp a Castellammare del Golfo e presenta una domanda di connessione per un terreno adiacente.
- **Settembre 2023** - Lemon Sistemi viene iscritta come PMI innovativa al registro delle imprese.
- **Novembre 2023** - Firma di un accordo per la consulenza e sviluppo di un impianto di accumulo da 2GW.
- **Dicembre 2023** - La società debutta su Euronext Growth Milan con un'IPO che emette 1.393 milioni di nuove azioni al prezzo di €1.47 per azione, raccogliendo €2mn e raggiungendo una capitalizzazione di €12mn. Ai sottoscrittori delle nuove azioni viene anche assegnato gratuitamente un warrant per ogni azione sottoscritta, che dà diritto alla sottoscrizione di una nuova azione ogni quattro warrant nel mese di ottobre degli anni dal 2024 al 2026 ad un prezzo fissato a €1.62 per il 2024, €1.78 per il 2025 e €1.96 per il 2026.
- **Marzo 2024** - Firma della dichiarazione d'interesse vincolante da parte di Gandolfo S.r.l. per l'acquisto di un impianto fotovoltaico a terra di circa 1MWp (Parco Lemon 1 di Castellammare del Golfo, TP), del valore di €1.15mn.
- **Aprile 2024** - Lemon Sistemi firma un contratto da €1.3 milioni con Mondial Granit S.p.A. (azienda siciliana che produce marmo, pietra e granito, presente sul mercato internazionale) per un impianto fotovoltaico da 1.2MW.
- **Giugno 2024** - Il fondo Itaca di GWM Group (oggi Miria Group) sottoscrive un aumento di capitale per 415,805 azioni ordinarie a €1.47 per azione, pari a €0.61mn e al 4.84% del capitale.

Lemon Sistemi – Company milestones



Source: Websim Corporate on Company Presentation

Azionariato

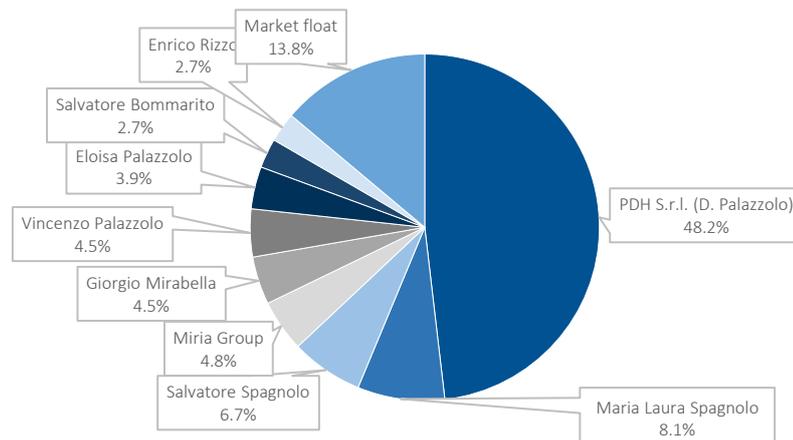
Lemon Sistemi ha un capitale sociale composto da 8,591,825 azioni, controllato da un patto parasociale che rappresenta l'81.3% del capitale. Il patto, stipulato a dicembre 2023 con una durata di cinque anni, stabilisce le regole di corporate governance della società e disciplina i diritti e gli obblighi dei soci. Qui di seguito i principali azionisti.

- **PDH S.r.l. (48.2%): Controllata interamente da Danilo Palazzolo, co-CEO e CFO della società**
- **Maria Laura Spagnolo (8.1%): Presidente e co-CEO**
- **Salvatore Spagnolo (6.7%)**
- **Giorgio Mirabella (4.5%): COO della società**
- **Vincenzo Palazzolo (4.5%): Responsabile tecnico, R&D, Business Development**
- **Eloisa Palazzolo (3.9%)**
- **Salvatore Bommarito (2.7%): membro CdA e Responsabile Provisioning e Connessioni**
- **Enrico Rizzo (2.7%): Responsabile Amministrativo-Contabile**

Nel giugno 2024, il fondo Itaca di GWM Group (oggi Miria Group) ha acquisito il 4.8% del capitale sociale, comprando 415,805 azioni al prezzo unitario di €1.47, con un lock-up di 24 mesi. Miria Group, un asset manager con circa €2.4bn in gestione, ha un'importante presenza internazionale con sedi a Londra, Lussemburgo, Milano, Roma e Malta, ed è stato acquisito dalla Fondazione Enasarco nel novembre 2023.

La restante quota del capitale, pari al 13.8%, rappresenta il flottante.

Lemon Sistemi – Shareholding Structure



Source: Company data

Top management

■ **Maria Laura Spagnolo (Presidente e co-Amministratore Delegato)**

Socia fondatrice di Lemon Sistemi, laureata in ingegneria gestionale, ha maturato esperienze pregresse come responsabile amministrativo, avendo poi consolidato un know-how specialistico nel settore energetico delle fonti rinnovabili, assumendo funzioni di responsabilità e coordinamento amministrativo, nonché di sviluppo del business e definizione delle strategie aziendali.

■ **Danilo Palazzolo (co-Amministratore Delegato e Direttore Finanziario)**

Principale azionista di Lemon Sistemi, laureato in economia aziendale, ha maturato esperienza significativa come responsabile amministrativo rivestendo cariche e assumendo partecipazioni in società di investimento operative anche a livello internazionale nel settore dell'innovazione tecnologica.

■ **Enrico Rizzo (Responsabile Amministrazione e Contabilità)**

Laureato in economia e direzione delle imprese, ha maturato una esperienza specialistica nelle attività di direzione amministrativa, con specifico riguardo al coordinamento delle funzioni contabilità.

■ **Giorgio Mirabella (Direttore Operativo)**

Laureato in ingegneria civile, ha maturato significativa esperienza nella redazione e nel coordinamento di progetti urbanistici, catastali e di consulenza tecnica nel settore delle fonti rinnovabili e dell'efficienza energetica, assumendo altresì responsabilità di gestione squadre di installazione e sicurezza cantiere, divenendo quindi coordinatore delle funzioni operation di Lemon Sistemi.

■ **Vincenzo Palazzolo (Responsabile Tecnico, R&D, Business Development)**

Laureato in ingegneria elettronica, ha maturato esperienza nelle funzioni di coordinamento tecnico e di responsabilità di rete, assumendo ruoli di responsabilità del settore progettazione, nonché ricerca e sviluppo.

■ **Martina Vitale (Responsabile Affari Legali)**

Laureata in giurisprudenza e abilitata all'esercizio della professione forense, ha maturato esperienza nell'ambito della consulenza legale divenendo responsabile dell'ufficio legale di Lemon Sistemi, con focus particolare sull'area corporate e della contrattualistica commerciale.

■ **Salvatore Bommarito (Responsabile Provisioning e Connessioni)**

Laureato in Informatica, ha operato in Lemon Sistemi sin dal 2018 occupandosi di IT, di gestire l'area del post-vendita attraverso la costruzione di un vero e proprio ufficio di provisioning e contemporaneamente specializzandosi nelle attività di connessione con e-Distribuzione e con Terna. Il reparto ha assunto un ruolo sempre più cruciale dalla sua costituzione.

■ **Antonella Valenti (Responsabile HR)**

Laureata in Scienze Pedagogiche, ha sviluppato le proprie esperienze lavorative antecedentemente a Lemon Sistemi operando nei servizi di supporto psicologico alla persona. Entrata nel 2019 in Lemon Sistemi, ha strutturato il reparto HR attorno alla propria figura gestendo un numero via via crescente di dipendenti e collaboratori e attivando programmi di crescita aziendale e meccanismi di welfare.

Mercato di riferimento

Lemon Sistemi S.p.A. opera principalmente in Sicilia, concentrandosi sul mercato delle energie rinnovabili e in particolare su tre segmenti specifici:

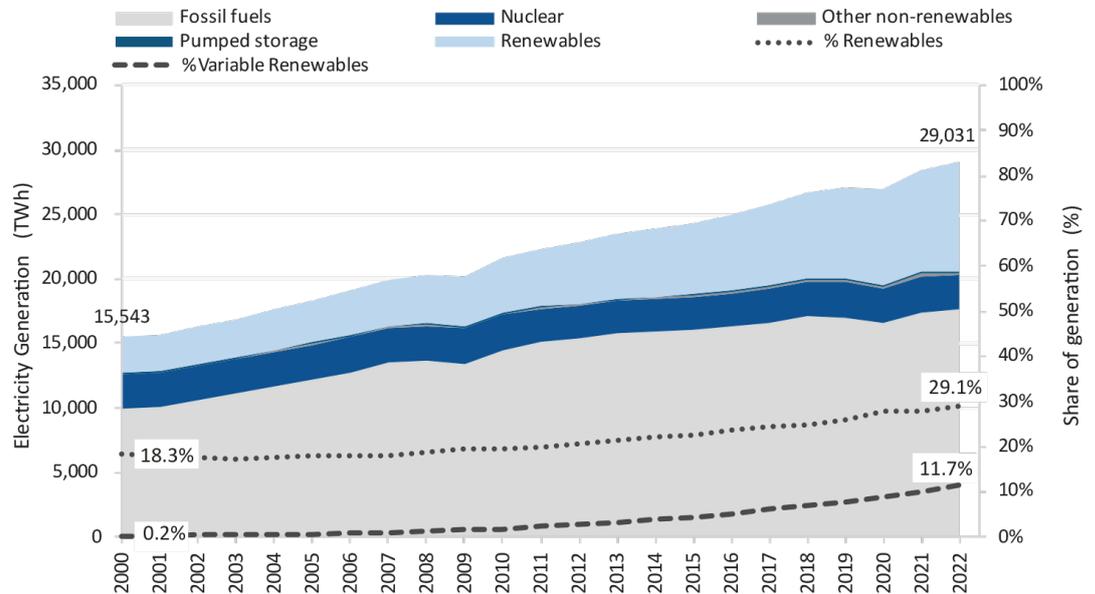
- **Fotovoltaico**
- **Sistemi di accumulo**
- **Efficienza energetica**

Il mercato globale delle energie rinnovabili

Fatih Birol, direttore esecutivo dell'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), ha dichiarato: "La transizione verso l'energia pulita è in corso e inarrestabile in tutto il mondo; non si tratta di se, ma di quando, e prima sarà meglio sarà per tutti noi."

Secondo i dati di IRENA (International Renewable Energy Agency), le energie rinnovabili hanno coperto il 29.1% della produzione globale di elettricità nel 2022, con 8,440 TWh. Il restante 70.9% (20,591 TWh) è stato generato da combustibili fossili, energia nucleare, pompaggio e altre fonti non rinnovabili, per un totale di 29,031 TWh.

Global electricity generation by energy source

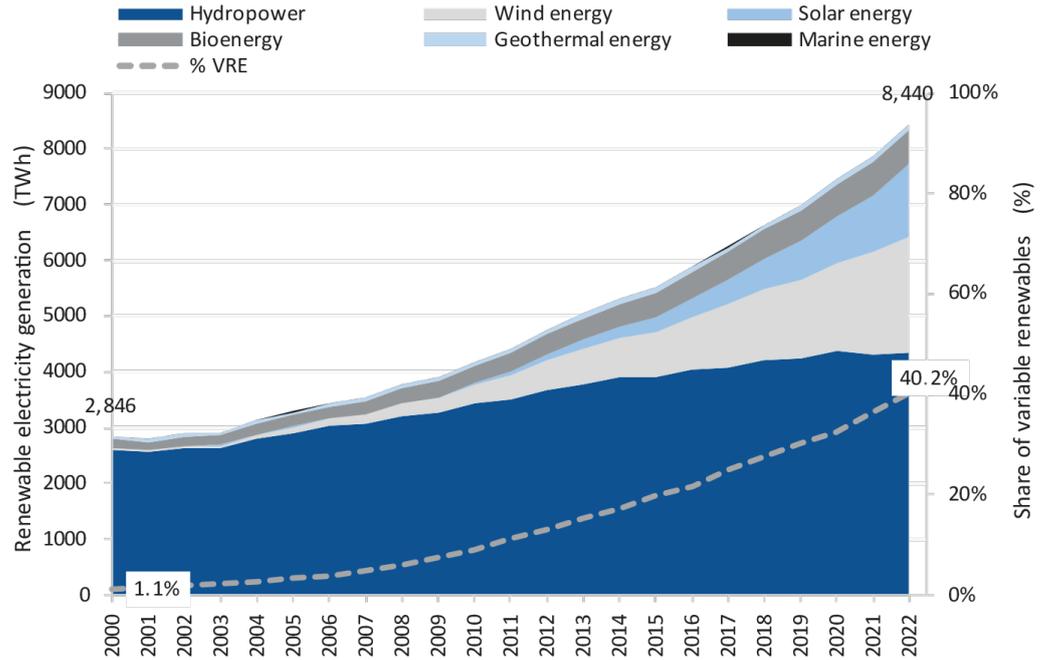


Source: Websim Corporate on IRENA, Renewable energy highlights, 11 July 2024

Negli ultimi anni, la capacità globale di energia rinnovabile ha registrato una crescita significativa. Le energie rinnovabili hanno infatti visto un CAGR del 6.1% dal 2011, mentre le fonti non rinnovabili sono cresciute dell'1.3%. Nel 2022, la produzione da fonti rinnovabili è aumentata del 7.2% su base annua, trainata principalmente dall'energia solare ed eolica, che insieme rappresentavano l'11.7% del mix globale di elettricità, con una crescita del 18.2% rispetto all'anno precedente.

L'energia idroelettrica rimane la fonte principale di elettricità rinnovabile, generando 4,330 TWh nel 2022 (+0.8% su base annua). Tuttavia, il suo peso è diminuito a favore delle rinnovabili variabili, come solare ed eolico, che hanno incrementato la loro quota fino al 40.2% del totale rinnovabile. L'energia solare è quella che ha registrato la crescita più rapida, con una produzione di 1,294 TWh (+25.6% su base annua), mentre l'energia eolica ha raggiunto 2,098 TWh (+14.0% su base annua).

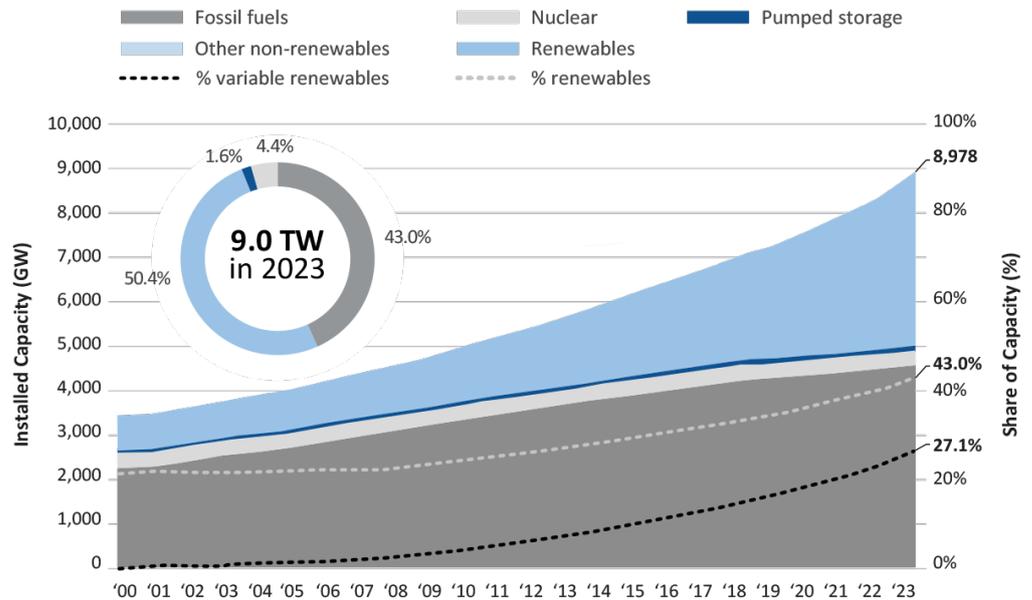
Global renewable electricity generation by energy source



Source: Websim Corporate on IRENA, Renewable energy highlights, 11 July 2024

In termini di capacità produttiva, le fonti rinnovabili a fine 2023 avevano raggiunto 3.9TW (+14.0% YoY, +10.0% CAGR 2017-2023), pari al 43.0% della capacità totale globale. Nel 2023, il solare ha rappresentato la quota maggiore di capacità rinnovabile, pari al 36.7% o 1,418GW, seguita dal 32.7% dell'idroelettrico (1,265GW), dal 26.3% dell'eolico (1,017GW) e dal 3.9% della bioenergia (149GW). Il solare dovrebbe continuare a rappresentare anche nei prossimi anni la fonte principale di capacità rinnovabili, come dimostra anche la sua predominanza in termini di capacità aggiuntiva, che nel 2023 è stata pari a 347GW su un totale di 473GW (73%).

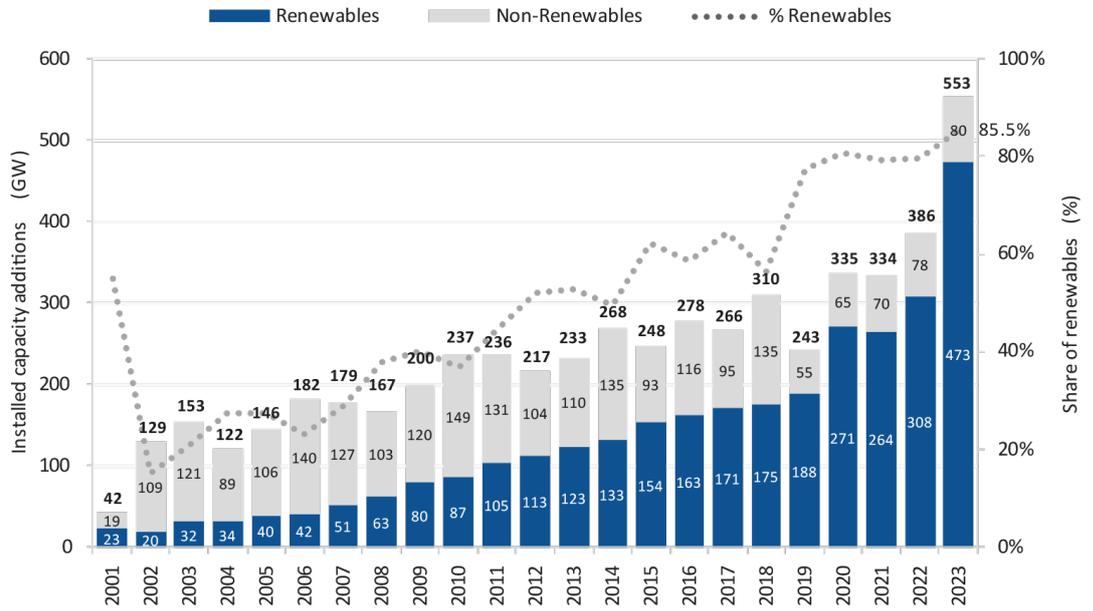
Global installed generating capacity by energy source



Source: Websim Corporate on IRENA, Renewable energy highlights, 11 July 2024

Le aggiunte di capacità rinnovabile hanno avuto un notevole aumento dall’inizio del secolo, con il 2023 che ha visto un picco di 473GW di nuova capacità rinnovabile. Inoltre, la quota di rinnovabili sul totale di capacità aggiuntive annuali è costantemente aumentata, raggiungendo l’85.5% nel 2023, in quanto le capacità aggiunte non rinnovabili sono rimaste relativamente stabili o sono diminuite nel corso degli anni, rimanendo inferiori a 80GW all’anno dal 2019.

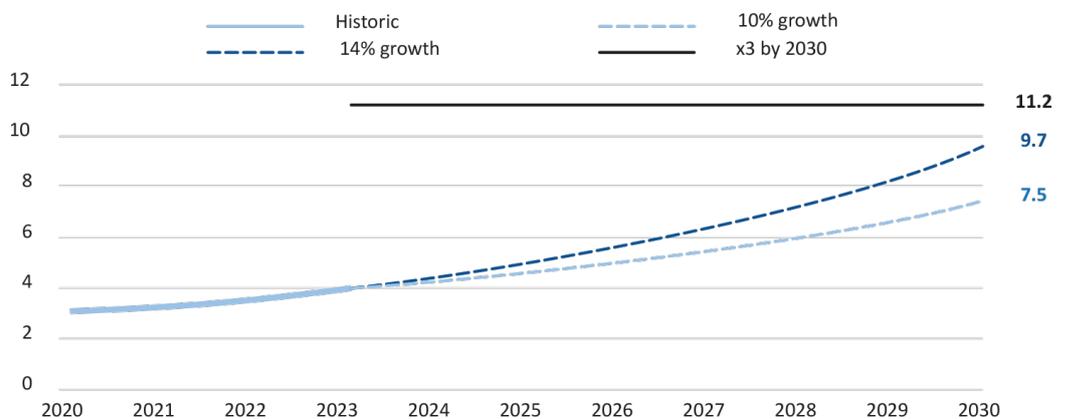
Global installed generating capacity additions



Source: Websim Corporate on IRENA, Renewable energy highlights, 11 July 2024

Nel dicembre 2023, i paesi partecipanti alla COP28 hanno deciso di triplicare la capacità globale di energia rinnovabile entro il 2030, portandola da 3.9TW a 11.2TW. La capacità rinnovabile di 473GW aggiunta lo scorso anno ha segnato un aumento del 14.0% YoY e la maggiore crescita su base annua dal 2000. Tuttavia, questo tasso non è sufficiente per raggiungere l’obiettivo definito dalla COP28, in quanto un CAGR del 14% produrrebbe solo 9.7TW di energie rinnovabili entro il 2030, vale a dire il 13.5% in meno rispetto all’obiettivo. La situazione sarebbe ancora peggiore qualora nei prossimi anni il tasso di crescita della capacità rinnovabile si mantenesse in linea con il CAGR dal 2017, pari al 10%, in quanto in questo caso al 2030 la capacità raggiungerebbe solo 7.5TW, vale a dire 1/3 in meno rispetto all’obiettivo della COP28. Per raggiungere 11TW di capacità rinnovabile entro il 2030 sarebbe infatti necessario mantenere dal 2024 in avanti un CAGR del 16.4%. **Nonostante la crescita senza precedenti del 2023 nei prossimi anni è richiesta dunque un’ulteriore accelerazione degli investimenti in energie rinnovabili.**

A 16.4% CAGR for 2024-2030 is now required to hit the 11.2TW target for installed renewable capacity



Source: Websim Corporate on IRENA, Renewable energy highlights, 11 July 2024

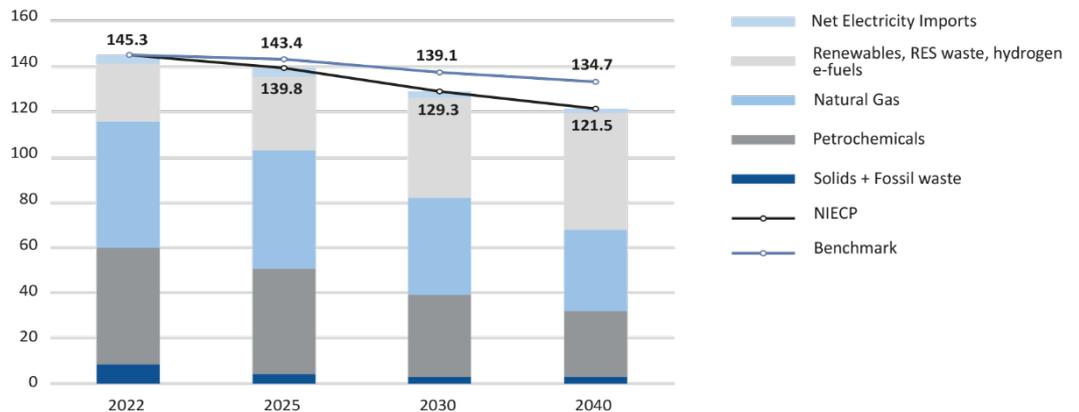
Il mercato italiano delle fonti energetiche rinnovabili

In Italia, le energie rinnovabili svolgono un ruolo centrale nella politica energetica nazionale, con il *Piano Nazionale Integrato Energia e Clima* (PNIEC) che guida la transizione energetica attraverso due principali direttrici:

- il cambiamento tecnologico e i relativi processi di efficientamento energetico;
- la progressiva sostituzione delle fonti fossili con quelle rinnovabili.

Il PNIEC proietta una riduzione significativa del consumo interno lordo di energia, rispetto ai livelli del 2022. Secondo questo scenario, il consumo di energia dovrebbe diminuire dell'11.0% entro il 2030 e del 16.4% entro il 2040, mentre nello scenario di Riferimento (che esclude le misure del PNIEC) la flessione è più contenuta, rispettivamente del 4.3% e del 7.3% per le stesse scadenze. Questo calo è principalmente attribuibile ai miglioramenti nell'efficienza energetica e alla decarbonizzazione del sistema, poiché si prevede che il PIL continui a crescere nel medio e lungo termine

Evolution of gross domestic energy consumption in the benchmark and NIECP scenarios

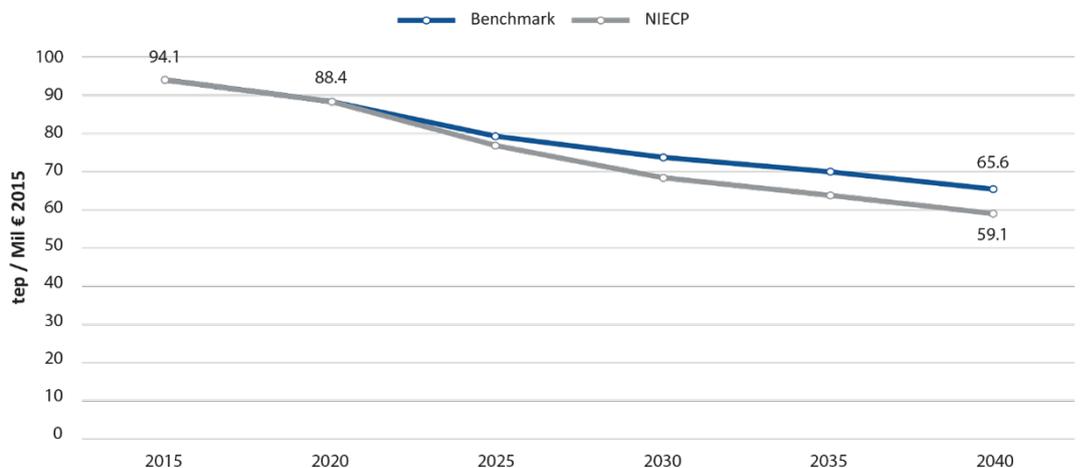


Source: Websim Corporate on Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima, giugno 2024

L'implementazione delle politiche previste dal PNIEC favorisce una significativa riduzione dell'intensità energetica delle attività economiche, indicatore chiave che misura il rapporto tra il consumo energetico e il valore aggiunto prodotto. Questa riduzione è attribuibile ai continui miglioramenti tecnologici, che riducono progressivamente la quantità di energia necessaria per generare unità di output economico.

Secondo le previsioni del PNIEC, l'intensità energetica delle attività economiche italiane è destinata a diminuire del 33.1% tra il 2020 e il 2040, con una riduzione media annua dell'1.7%. In confronto, lo scenario di Riferimento prevede una diminuzione meno pronunciata, pari al 25.8% nello stesso periodo, equivalente a una riduzione media annua dell'1.3%. Questi risultati dimostrano come il processo di efficientamento energetico sia fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione stabiliti dal piano nazionale.

National energy intensity by 2040 in the benchmark and NIECP scenarios



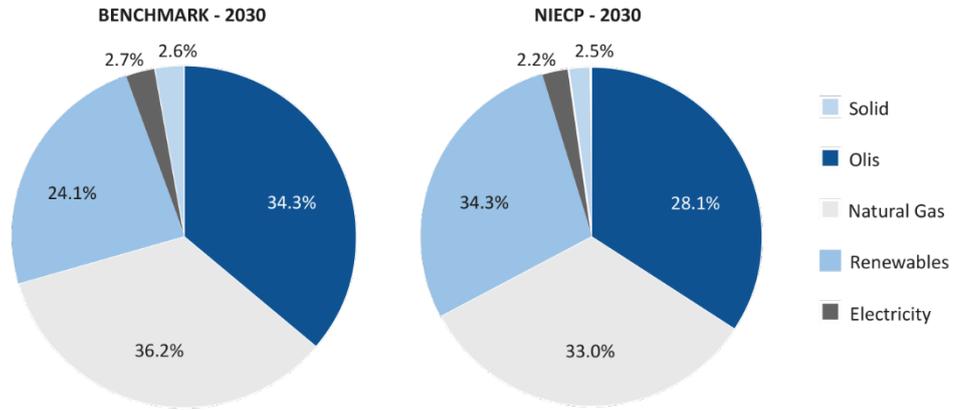
Source: Websim Corporate on Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima, giugno 2024

Nel contesto del PNIEC, le fonti rinnovabili sono destinate a svolgere un ruolo sempre più centrale, sostituendo progressivamente le fonti fossili. La quota di rinnovabili sul mix energetico primario italiano è

prevista in aumento dal 17.5% del 2022 al 34.3% nel 2030. Nello scenario di Riferimento, la crescita è più moderata, raggiungendo il 24.1% nello stesso anno. Al 2040, il PNIEC prevede che le fonti rinnovabili rappresentino il 43.0% del mix energetico primario.

Oltre a incrementare la produzione nazionale da fonti rinnovabili, si prevede anche una riduzione dei consumi energetici complessivi. Questi fattori combinati portano a una significativa diminuzione della dipendenza energetica estera: nello scenario PNIEC, tale dipendenza dovrebbe ridursi dal 72.6% del 2025 al 61.0% nel 2030, fino a scendere al 54.2% nel 2040. Questo miglioramento dell'autosufficienza energetica rappresenta un obiettivo chiave per la sicurezza energetica nazionale e la sostenibilità ambientale.

National primary energy mix 2030

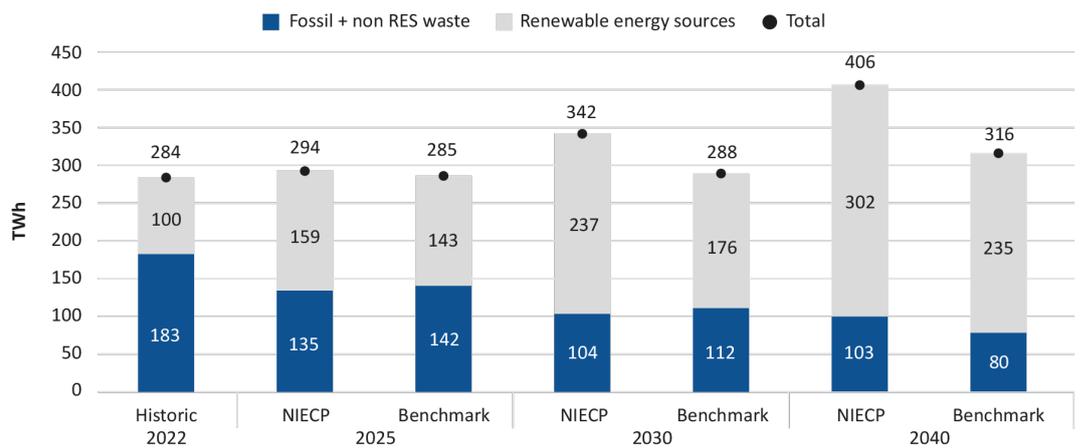


Source: Websim Corporate on Piano Nazionale Integrato per l’Energia e il Clima, giugno 2024

L’Italia punta all’elettrificazione dei consumi finali e all’aumento delle fonti rinnovabili nella generazione elettrica come principali leve per la decarbonizzazione del sistema energetico nazionale. Nel contesto del PNIEC, la produzione lorda di elettricità, pari a 284 TWh nel 2022, di cui il 35.2% proveniente da fonti rinnovabili (100 TWh), è prevista in crescita del 20% entro il 2030, raggiungendo i 342 TWh, con una quota del 69% da rinnovabili (237 TWh). Al 2040, la produzione dovrebbe aumentare del 43%, arrivando a 406 TWh, con il 74% generato da fonti rinnovabili (302 TWh). Questo incremento sarà guidato soprattutto dalle fonti non programmabili come fotovoltaico ed eolico, il cui costo d’investimento continua a diminuire.

L’over generation causata dall’espansione delle rinnovabili non programmabili può essere mitigata sviluppando infrastrutture elettriche e sistemi di accumulo. Tuttavia, eliminare del tutto l’over generation non è considerato né economicamente razionale né vantaggioso, ma è possibile ottimizzare la gestione energetica per supportare la crescente quota di rinnovabili nel mix elettrico.

Evolution of gross national electricity production by 2040



Source: Websim Corporate on Piano Nazionale Integrato per l’Energia e il Clima, giugno 2024

Il raggiungimento degli ambiziosi obiettivi di decarbonizzazione del PNIEC richiede un impegno significativo in termini di investimenti pubblici e privati. Per trasformare il sistema energetico nazionale, il piano prevede un fabbisogno di investimenti cumulati di €825 miliardi nel periodo 2024-2030, un aumento del 27% rispetto ai €650 miliardi necessari in uno scenario a politiche correnti. Questi fondi saranno destinati a tecnologie avanzate e soluzioni innovative, con l’obiettivo di incidere sia sulla trasformazione dell’offerta energetica sia sui consumi finali.

Nel dettaglio, il periodo 2024-2030 richiederà €81.8 miliardi per investimenti in impianti di generazione, con un incremento del 77% rispetto ai €46.1 miliardi dello scenario di Riferimento. Gli investimenti nei sistemi di accumulo sono stimati in €12.0 miliardi, un aumento del 60% rispetto ai €7.5 miliardi previsti dallo scenario di Riferimento. Questo valore potrebbe arrivare fino a €17.0 miliardi se gli investimenti in impianti elettrici rinnovabili si concentrassero maggiormente nel Sud Italia, evidenziando la necessità di soluzioni strategiche per la distribuzione e la gestione dell'energia.

Investment in RES-based electricity generation technologies required for the evolution of the national energy system

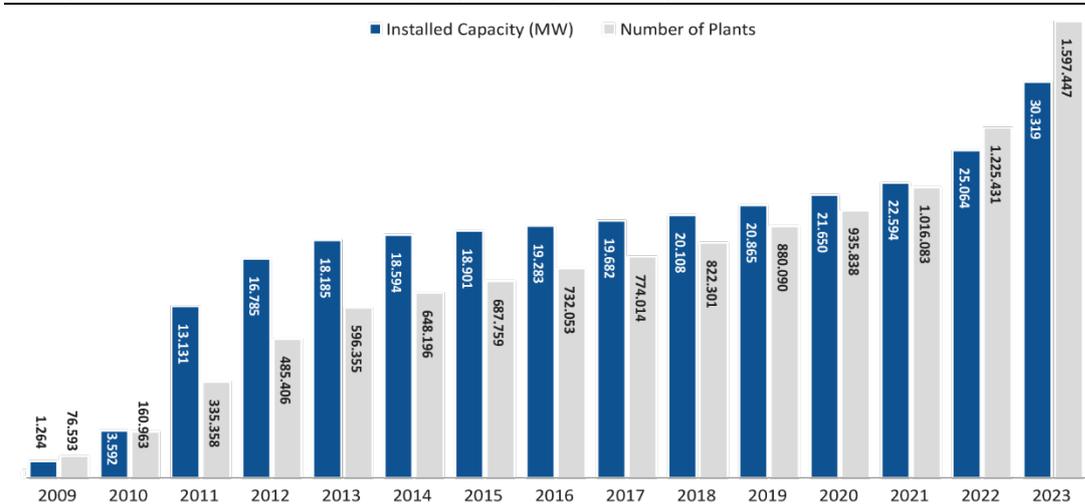
	Investment 2024-2030 Benchmark scenario (€bn)	Investment 2024-2030 NIECP scenario (€bn)	Delta (€bn)
Bioenergy	0.7	2.1	1.4
Hydroelectric	0.3	0.3	0.0
Geothermal power	1.6	1.1	-0.5
Fotovoltaic	26.1	45.9	19.8
Thermodynamic solar	0.0	0.3	0.3
Wind onshore	15.8	24.1	8.3
Wind offshore	0.1	5.5	5.4
Fossil	2.0	2.0	0.0
Total	46.1	81.8	35.7

Source: Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima, giugno 2024

La maggior parte delle misure di supporto per la realizzazione di nuovi impianti si basa su incentivi in conto esercizio, erogati durante la vita utile degli impianti e calcolati sulla base della produzione effettiva. Generalmente, gli investimenti per la costruzione degli impianti incentivati sono interamente a carico degli operatori. Tuttavia, alcune misure prevedono contributi parziali agli investimenti, in parte finanziati anche tramite fondi del PNRR. È il caso del supporto per progetti di agri-voltaico e per configurazioni di autoconsumo collettivo e comunità energetiche. In queste situazioni, quando è previsto un supporto in conto esercizio, questo viene ridotto per bilanciare i contributi all'investimento.

Il mercato italiano del fotovoltaico

Developments in number and total installed capacity of Italian photovoltaic plants (2009-2023)



Source: Websim Corporate on GSE, Rapporto Statistico 2023 Solare Fotovoltaico

Il grafico precedente mostra l'andamento del numero e della potenza degli impianti fotovoltaici installati in Italia tra il 2009 e il 2023. Dopo un'iniziale fase di rapida crescita, sostenuta dai meccanismi di incentivazione pubblici come il Conto Energia, il ritmo di sviluppo ha subito un rallentamento a partire dal 2013. Tuttavia, dal 2022 si è registrata una nuova accelerazione, grazie anche agli incentivi del Superbonus 110.

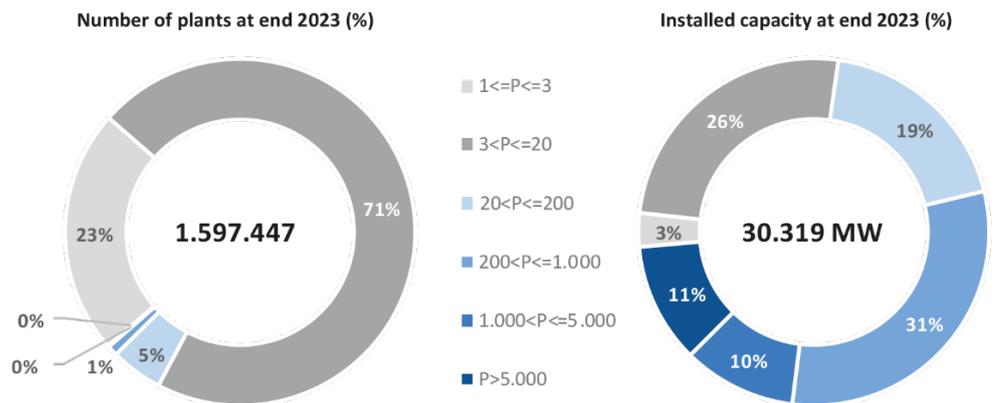
Nel 2023, in Italia sono stati messi in esercizio circa 371,500 nuovi impianti fotovoltaici, con una potenza complessiva di poco superiore a 5.2GW. Alla fine dell'anno, la potenza totale installata in esercizio ha raggiunto i 30.3GW, distribuiti su circa 1.6 milioni di impianti, segnando un aumento del 21% rispetto al 2022. La produzione di energia registrata nell'anno è stata di 30.7TWh, con un incremento del 9.2% rispetto all'anno precedente.

Il mercato italiano del fotovoltaico si presenta come un settore frammentato, con una taglia media degli impianti di piccola dimensione. Secondo stime di PricewaterhouseCoopers Business Services, i primi 10 operatori controllano circa il 13% della capacità installata nazionale. I dati forniti dal GSE indicano che, nel 2023, la taglia media cumulata degli impianti fotovoltaici si è attestata a circa 19kW.

Il 94% degli impianti totali è costituito da impianti di piccola taglia, con potenza inferiore o uguale a 20kW, per una potenza complessiva di 8.7GW (+35% YoY), che rappresenta il 29% del totale nazionale. Gli impianti di potenza compresa tra 200kW e 1MW, invece, costituiscono solo l'1% del numero complessivo, ma ben il 31% della potenza totale. Se si considerano anche gli impianti di taglia superiore a 1MW, questa percentuale sale al 52%.

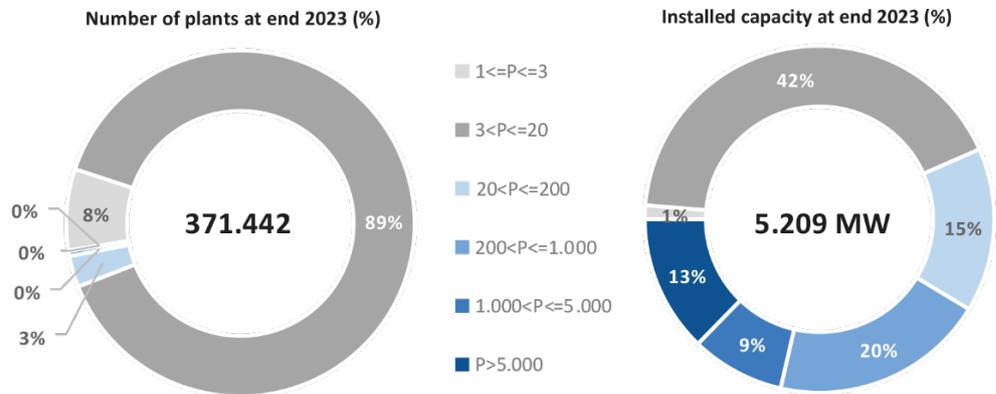
Per quanto riguarda i nuovi impianti installati nel 2023, la quasi totalità (97%) è di taglia inferiore ai 20kW, con una taglia media di 14kW, e rappresenta il 43% della potenza complessiva installata durante l'anno. Gli obiettivi di crescita della capacità installata del PNIEC, insieme alle nuove procedure normative semplificate, potrebbero portare a un'inversione della tendenza decrescente della taglia media installata.

Number and capacity of Italian photovoltaic plants as at the end of 2023



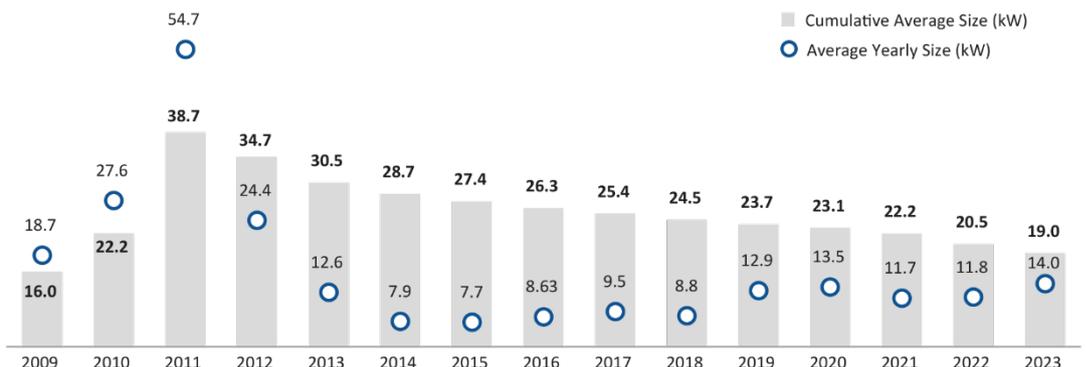
Source: Websim Corporate on GSE, Rapporto Statistico 2023 Solare Fotovoltaico

Number and capacity of new Italian photovoltaic plants installed in 2023



Source: Websim Corporate on GSE, Rapporto Statistico 2023 Solare Fotovoltaico

Average size of photovoltaic plants in Italy (2009-2023)



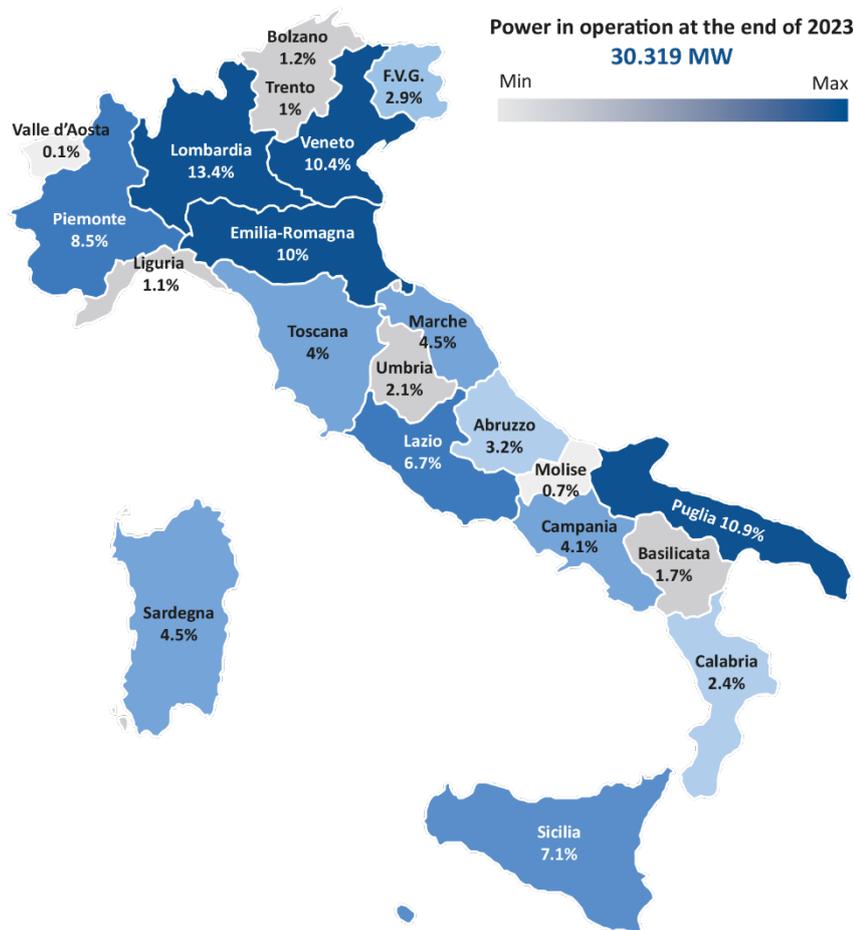
Source: Websim Corporate on GSE, Rapporto Statistico 2023 Solare Fotovoltaico

A fine 2023, la Lombardia detiene il primato nazionale in termini di potenza installata con 4.05GW, corrispondente al 13.4% del totale. Segue la Puglia, con 3.31GW e il 10.9% del totale, regione che fino al 2021 possedeva la quota maggiore di capacità fotovoltaica. È interessante notare che in Puglia la dimensione media degli impianti è più elevata, pari a 36kW.

Al contrario, le regioni con valori più bassi di capacità installata includono la Valle d'Aosta (0.04GW), la Liguria (0.19GW), il Molise (0.21GW) e la Basilicata (0.50GW).

In Sicilia, a fine 2023, erano presenti circa 103,000 impianti (+33% YoY), con una potenza installata di 2.16GW (+23% YoY) e una taglia media di 21kW (-8% YoY).

Regional breakdown of photovoltaic power in operation at end-2023



Source: Websim Corporate on GSE, Rapporto Statistico 2023 Solare Fotovoltaico

Il mercato fotovoltaico italiano nel periodo 2024-2030 dovrebbe assorbire investimenti per €45.9 miliardi, il 76% in più rispetto allo scenario di riferimento (€26.1 miliardi), allo scopo di raggiungere il target di 79.9GW di capacità entro il 2030, pari a quasi 50 GW di capacità aggiuntiva rispetto a fine 2023. A questo scopo, con il PNRR sono state allocate risorse pari a €1.78 miliardi, di cui €0.68 miliardi per lo sviluppo di impianti innovativi e €1.10 miliardi per l'agri-voltaico (fotovoltaico sui tetti agricoli). A ulteriore sostegno del settore, si rileva un orientamento verso la semplificazione delle procedure autorizzative, come ad esempio l'introduzione della PAS (Procedura Abilitativa Semplificata), con riduzione di circa il 50% della tempistica autorizzativa per gli impianti di taglia inferiore ai 50kW, o ai 12MW nelle aree classificate idonee. La Europe Solar Initiative, all'interno della strategia europea per l'energia solare, prevede di implementare a livello normativo nei prossimi anni un obbligo di installazione di pannelli fotovoltaici sui tetti commerciali e residenziali.

Il mercato italiano dei sistemi di accumulo

Gli importanti progressi fatti dall'Italia nella transizione verso le fonti di energia rinnovabile hanno comportato maggiore variabilità nella produzione di energia, rendendo necessario lo sviluppo di soluzioni stabilizzatrici quali i sistemi di storage o di accumulo. Un sistema di storage è un insieme di dispositivi, apparecchiature e logiche di gestione e controllo, funzionale ad assorbire e rilasciare energia elettrica, previsto per funzionare in maniera continuativa in parallelo con la rete. L'implementazione di sistemi di storage energetico è strettamente legata allo sviluppo delle reti intelligenti (smart grid), che permettono una gestione più efficiente dell'energia, consentendo di bilanciare l'offerta e la domanda e di integrare in modo ottimale i sistemi di storage nel sistema energetico nazionale.

I sistemi di storage possono essere classificati in cinque classi di accumulo di energia: chimica, elettrica, elettrochimica, meccanica e termica. In Italia, la tecnologia più diffusa è quella dei pompaggi idroelettrici (oltre 8GW), all'interno della classe meccanica, seguita da quella elettrochimica a base di litio, che insieme rappresentano la quasi totalità dei sistemi di accumulo nazionali.

I sistemi elettrochimici si distinguono in:

- **elettrochimico distribuito**, ossia relativo a sistemi di piccola taglia localizzati in più punti del territorio e allacciati alla rete di distribuzione;
- **elettrochimico centralizzato**, ossia relativo a sistemi di grande taglia allacciati direttamente alla rete di trasmissione elettrica.

I sistemi di storage trovano impiego in tre principali ambiti di installazione:

- residenziale (3-15kW);
- commerciale/industriale (15kW-5MW);
- utility-scale (>5MW).

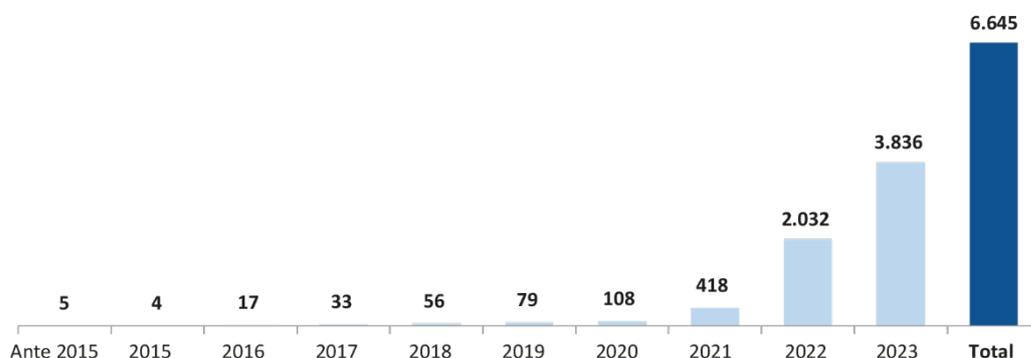
Nell'ambito degli utilizzi residenziali e commerciale/industriale, i sistemi di accumulo sono normalmente accoppiati a impianti rinnovabili, mentre i sistemi di dimensione maggiore possono avere anche una configurazione stand-alone.

Nel contesto italiano, il mercato dell'accumulo elettrochimico di energia è più che raddoppiato nel 2023 (+141%), sebbene il secondo trimestre dello scorso anno abbia registrato il primo rallentamento in oltre due anni.

A fine 2023, secondo ANIE Rinnovabili, in Italia sono stati installati 3,367 MW e 6,645 MWh di sistemi di accumulo di energia. Circa il 60%, 2,022 MW/3,836 MWh, è stato installato nel solo 2023.

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. Dei 518,950 sistemi di accumulo installati a fine 2023, oltre l'80% ha capacità inferiore ai 15kWh, mentre un ulteriore 11% ha capacità compresa tra 15 e 20kWh e solo 20 sistemi hanno capacità superiore a 500kWh. Ne deriva che circa l'80% della capacità installata poggia su sistemi di accumulo con capacità pari o inferiore a 20kWh.

Italian battery storage (MWh)



Source: Websim Corporate on 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 (con installazioni medie annue pari a 0.8GW nel periodo 2024-2030).

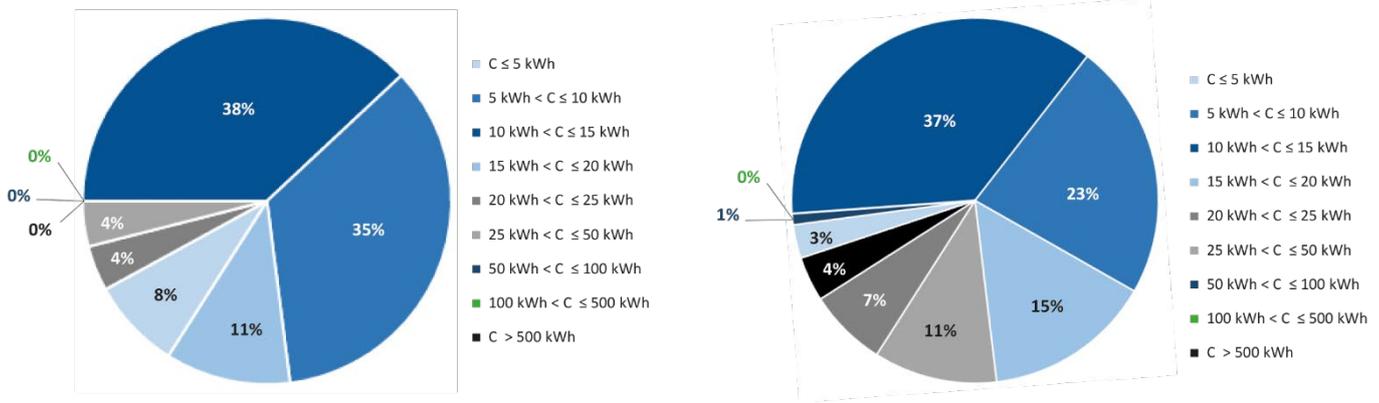
Il modello di business sarà incentrato sul mercato della capacità e dell'arbitraggio energetico, anche attraverso una nuova piattaforma dedicata sviluppata da Terna, dove i proprietari di sistemi di accumulo potranno vendere lo "spostamento temporale" dell'energia ai produttori di energia rinnovabile,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

Il tutto è sostenuto da un programma di contributi 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 nel dicembre 2023.

Le attese di un forte sviluppo dei BESS sono confermate da una ricerca redatta da LCP Delta (società di consulenza per le aziende che investono nella transizione energetica), che sostiene che nel 2024 entreranno in funzione 2.6 GW/8.9 GWh 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.

Battery energy storage systems (left) and capacity (right) distribution by size at the end of 2023



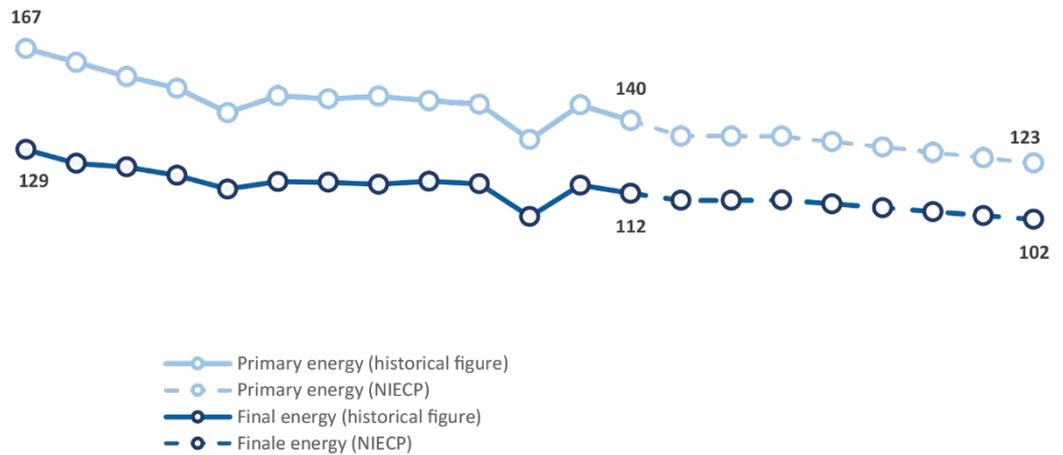
Source: Websim Corporate on ANIE Rinnovabili

Il mercato italiano dell'efficienza energetica

Per efficienza energetica si intendono tutte le attività volte alla riqualificazione degli edifici, inclusi il rifacimento dell'involucro, la modernizzazione degli impianti, il rinnovo degli infissi e l'installazione di sistemi di ricarica per veicoli elettrici.

In merito ai consumi energetici, le proiezioni per il 2030 indicano un consumo di 123 milioni di tonnellate equivalenti di petrolio (Mtep) per l'energia primaria e 102 Mtep per l'energia finale. Questi valori rappresentano una riduzione rispetto agli obiettivi iniziali di 125 Mtep e 104 Mtep, rispettivamente. Inoltre, l'obiettivo complessivo dei risparmi energetici da raggiungere tra il 2021 e il 2030 è stato aumentato a 73.4 Mtep, rispetto ai precedenti 51.4 Mtep.

Trajectory of primary and final energy consumption (Mtoe) in the period 2010-2030

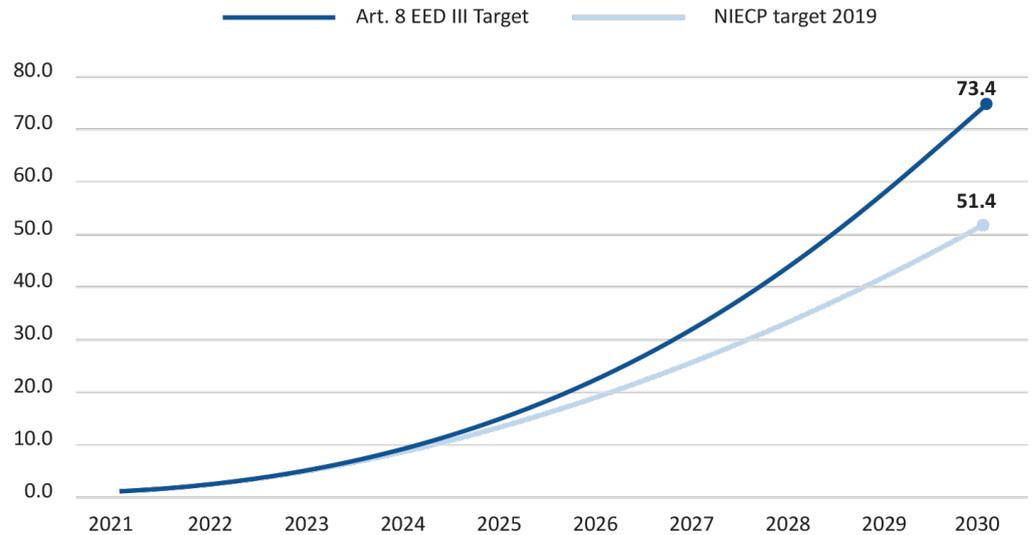


Source: Websim Corporate on Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima, giugno 2024

Per conseguire gli obiettivi di risparmio energetico stabiliti, è stato calcolato un tasso virtuale di ristrutturazione degli edifici del 0.7% per il settore residenziale e del 2.9% per il settore non residenziale entro il 2030. Questi tassi rappresentano un notevole aumento rispetto allo 0.26% registrato nel periodo 2014-2018. La prevista crescita del settore è ulteriormente supportata dagli obiettivi di risparmio energetico delineati nel pacchetto Fit for 55 e nel piano REPowerEU, che superano quelli del PNIEC.

La Direttiva Europea "Case Green" stabilisce che tutti i nuovi edifici dovranno essere a zero emissioni a partire dal 2030, con una scadenza anticipata per gli edifici pubblici fissata al 2028. Gli edifici esistenti, invece, dovranno conseguire almeno la classe energetica E entro il 1° gennaio 2030 e la classe D entro il 1° gennaio 2033. Inoltre, è previsto un divieto per l'uso di combustibili fossili per il riscaldamento entro il 2035 e la rimozione dei sussidi per l'installazione di caldaie a combustibili fossili entro il 2024.

Energy saving target from energy efficiency measures, 2021-2030 (Mtoe)



Source: Websim Corporate on Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima, giugno 2024

L'aggiornamento del PNRR ha previsto fondi per un totale di €24.1 miliardi dedicati all'efficienza energetica nel periodo 2021-2026. Questo rappresenta una diminuzione rispetto ai €31.5 miliardi inizialmente previsti, principalmente a causa del taglio del budget per gli "Interventi per la resilienza, la valorizzazione del territorio e l'efficienza energetica dei Comuni", che ammontava a €6 miliardi. Tale allocazione risulta inadeguata rispetto alle risorse necessarie per soddisfare gli obiettivi stabiliti dalla Commissione Europea.

Secondo le stime di Deloitte, per implementare la Direttiva "Case Green" in Italia è necessario un investimento compreso tra €800 miliardi e €1,000 miliardi. Questo è dovuto al fatto che gran parte del patrimonio edilizio italiano è obsoleto: l'83% degli edifici residenziali, corrispondente a circa 12.4 milioni di immobili, è stato costruito prima del 1990, e il 57% risale a prima degli anni '70. Di conseguenza, l'efficienza energetica degli edifici residenziali italiani è piuttosto bassa, con il 63% di essi collocati nelle classi F e G. In confronto, in Germania, il 45% degli edifici appartiene a queste classi, in Spagna il 25% e in Francia il 21%.

Posizionamento competitivo

Il mercato delle energie rinnovabili è articolato in quattro segmenti principali:

- **Sviluppo** - Questa fase comprende la realizzazione di progetti di impianti pronti per la costruzione. Gli operatori in questo segmento gestiscono l'intero processo dall'inizio, che include l'identificazione di siti appropriati, la progettazione e l'ingegnerizzazione, nonché le procedure burocratiche per ottenere le necessarie autorizzazioni.
- **EPC (Engineering, Procurement, Construction)** - Questo segmento si occupa della creazione di impianti "chiavi in mano", ovvero impianti che vengono costruiti, collegati alla rete elettrica e resi operativi per la produzione di energia pulita. È caratterizzato da un'ampia varietà di operatori, ognuno specializzato in base alla grandezza degli impianti, che possono variare da quelli di grande utilità a impianti di dimensioni medie o domestiche.
- **Gestione degli Impianti:** Gli operatori in questo segmento stipulano contratti pluriennali con i proprietari di parchi energetici, offrendo servizi di gestione, manutenzione e analisi dei dati degli impianti. L'obiettivo è migliorare l'efficienza e la gestione complessiva. Anche in questo caso, il mercato è caratterizzato da un alto numero di attori e una concorrenza intensa.
- **Produttori e Rivenditori di Energia:** Questo segmento include sia i produttori di energia sia i commercianti e rivenditori (Independent Power Producers, traders, resellers). Gli IPPs spesso beneficiano di tariffe incentivanti o contratti di acquisto di energia (Power Purchase Agreements, PPA), che offrono una stabilità dei prezzi a lungo termine.

Lemon Sistemi opera all'interno del settore delle energie rinnovabili nei primi tre segmenti: Sviluppo, EPC e Gestione degli Impianti. I primi due rappresentano il core business del Gruppo, mentre la gestione degli impianti è un'attività accessoria che si integra nel servizio "chiavi in mano" e viene fornita in base alle esigenze specifiche del cliente.

Il mercato italiano in cui opera Lemon Sistemi si presenta come un contesto altamente frammentato, caratterizzato dalla presenza di numerosi operatori. Di seguito una panoramica dei principali attori del settore.

Lenergy S.p.a. – Fondata nel 2019 nella provincia di Pisa, Lenergy si distingue come installatore di impianti fotovoltaici e come EPC nel settore della riqualificazione degli edifici, servendo sia clienti retail che commerciali/industriali. Nel 2023, ha registrato un fatturato di €102.1 milioni, con un incremento del 34% rispetto all'anno precedente, e un margine EBITDA del 25.9% (rispetto al 7.5% del 2022).

Unoenergy Saving Solutions S.p.a. – Parte del Gruppo Unoenergy, questa azienda milanese è stata fondata nel 2006 e opera nel Nord e Centro Italia nel campo delle riqualificazioni energetiche, vantando la certificazione ESCO. L'azienda gestisce Energy Performance Contract e si occupa di tutte le fasi, dalla progettazione all'installazione. Nel 2023, ha raggiunto un fatturato di €80.5 milioni (+41% YoY) e un margine EBITDA del 5.9% (2.3% nel 2022).

Comal S.p.a. – Fondata nel 2001 nella provincia di Viterbo quotata presso l'AIM Italia (ora Euronext Growth Milan) nel dicembre 2020, Comal è specializzata nella realizzazione di impianti fotovoltaici di grandi dimensioni con la stipula di contratti EPC-M. Nel 2023, ha registrato un fatturato di €59.3mn (-3% YoY) e un margine EBITDA del 16.8% (11.2% nel 2022).

Sky-NRG S.r.l. – Attiva dal 2007 e con sede a Mantova, Sky-NRG si occupa della progettazione, realizzazione e gestione di impianti fotovoltaici per aziende. Nel 2023 ha ottenuto un fatturato di €59.4 milioni (+24% YoY), con un margine EBITDA del 26.8% (rispetto al 13.9% del 2022).

Tonello Energie S.r.l. – Questa azienda, fondata nel 2008 nella provincia di Vicenza, opera come EPC contractor. Attraverso BT Energy, si dedica alla costruzione di impianti di piccole e medie dimensioni per clienti residenziali e industriali, coprendo l'intera catena del valore. Nel 2023, ha registrato un fatturato di €48.6 milioni (+68% YoY) e un margine EBITDA del 10.0% (7.9% nel 2022).

A29 S.r.l. – Certificata come ESCO, questa azienda è stata fondata nel 2014 nella provincia di Trapani e opera nel Sud Italia nella progettazione e realizzazione di interventi di efficientamento energetico per il settore residenziale e commerciale. Inoltre, installa pannelli fotovoltaici e sistemi di climatizzazione e cogenerazione. Nel 2023, ha conseguito un fatturato di €45 milioni (stabile YoY), con un margine EBITDA del 26.5% (16.4% nel 2022).

Greenvest ESCO S.r.l. – Fondata nel 2011 a Roma, Greenvest è il capofila di un gruppo di aziende impegnate nel settore dell'efficienza energetica a livello nazionale e internazionale. Opera come ESCO e consulente energetico, focalizzandosi principalmente su impianti per uso commerciale. Nel 2023, ha registrato un fatturato di €41.6 milioni (+1% YoY) e un margine EBITDA del 14.7% (12.1% nel 2022).

Development, EPC and Plant Operation in Renewable Energy – Main Italian Players

	Revenues 2023 (€mn)	Revenues 2022 (€mn)	YoY ch. (%)	EBITDA margin 2023	EBITDA margin 2022
Lenergy S.p.a.	102.1	76.1	34%	26.3%	7.6%
Unoenergy Saving Solutions S.p.a.	80.5	57.0	41%	8.6%	5.8%
Sky-NRG S.r.l.	59.4	40.6	46%	26.8%	13.9%
Comal S.p.a.	59.3	61.1	-3%	16.8%	11.2%
Tonello Energie S.r.l.	48.6	28.9	68%	10.0%	7.9%
A29 S.r.l.	45.0	45.2	0%	26.9%	16.7%
Greenvest ESCO S.r.l.	41.6	41.3	1%	14.7%	12.1%
Median			34%	16.8%	11.2%

Source: FactSet

Lemon Sistemi, pur avendo ambizioni nazionali, **rappresenta attualmente ancora un operatore regionale** le cui dimensioni in termini di volume d'affari (€13.9mn nel 2023) sono più contenute rispetto a quelle dei principali operatori italiani che offrono servizi di sviluppo, *EPC* e *plant management* nel settore fotovoltaico. Di seguito forniamo una breve descrizione di un campione di società comparabili a Lemon Sistemi in termini di attività svolta e di fatturato.

Alia S.r.l. – Società milanese fondata nel 2008 attiva in Lombardia nella progettazione ed installazione di impianti fotovoltaici, sistemi termici e soluzioni geotermiche per la produzione di elettricità e il riscaldamento. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €22.4mn (+22% YoY), con un *EBITDA margin* del 3.7% (-0.6% nel 2022).

Elmec Solar S.r.l. – Società della Provincia di Varese fondata nel 2005, parte del Gruppo Elmec (servizi e soluzioni *IT*), attiva in Lombardia nella progettazione ed installazione di impianti fotovoltaici e di accumulo per famiglie e imprese, per le quali realizza anche colonnine, pensiline, revamping ed impianti di illuminazione. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €19.9mn (+23% YoY), con un *EBITDA margin* del 12.9% (7.6% nel 2022).

ESI S.p.a. – Società romana fondata nel 2018, quotata presso l'Euronext Growth Milan, opera come EPC nella realizzazione di impianti fotovoltaici e di *storage*. Inoltre, si occupa di progettare, realizzare e gestire impianti di media taglia in zone rurali dell'Africa a favore di piccole comunità locali. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €16.8mn (+610% YoY), con un *EBITDA margin* del -32.9% (35.0% nel 2022).

Altea Green Power S.p.a. – Società della Provincia di Torino fondata nel 2008, quotata presso l'Euronext Growth Milan, che sviluppa e costruisce, anche come fornitore di servizi EPC, impianti fotovoltaici di taglia industriale, su tetto e a terra, impianti eolici e *storage* configurandosi altresì come IPP da fonte esclusivamente rinnovabile. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €16.5mn (+35% YoY), con un *EBITDA margin* del 44.0% (42.1% nel 2022).

S. Energie Alternative S.r.l. – Società barese fondata nel 2016, attiva prevalentemente in Puglia nella progettazione e installazione di sistemi fotovoltaici industriali e residenziali. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €13.5mn (+23% YoY), con un *EBITDA margin* del 23.4% (17.7% nel 2022).

SD Energia In Rete S.r.l. – Società della Provincia di Brescia fondata nel 2009, attiva in Lombardia nella progettazione e installazione di sistemi fotovoltaici e di accumulo per le famiglie e le imprese. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di 13.4mn (+3% YoY), con un *EBITDA margin* del 30.2% (21.1% nel 2022).

Enre Energy & Resources S.r.l. – Società della Provincia di Milano fondata nel 2006, che opera come ESCO nel campo delle energie rinnovabili e dell'impiantistica sostenibile, progettando e installando impianti di tipo residenziale, aziendale e centrali fotovoltaiche. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €12.1mn (stabile YoY), con un *EBITDA margin* del 29.3% (24.6% nel 2022).

Desamo S.r.l. – Società padovana fondata nel 2014, specializzata nella progettazione e installazione in Nord Italia di sistemi fotovoltaici e di accumulo e pompe di calore per le famiglie e le imprese. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €8.3mn (-31% YoY), con un *EBITDA margin* del 15.7% (15.4% nel 2022).

Dea Engineering S.r.l. – Società della Provincia di Milano fondata nel 2014, attiva in Nord Italia nella progettazione e installazione di impianti fotovoltaici e per l'efficiamento energetico. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €7.3mn (-51% YoY), con un *EBITDA margin* del 28.7% (37.2% nel 2022).

FP Engineering S.r.l. – Società della Provincia di Padova attiva da oltre 15 anni nel settore dello sviluppo di sistemi di efficientamento energetico sia per la clientela residenziale sia per la clientela business. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €7.1mn (-43% YoY), con un *EBITDA margin* del 40.6% (14.4% nel 2022).

4Energy S.r.l. – Società della Provincia di Ascoli Piceno fondata nel 2016, attiva nelle Marche ed in Abruzzo nella progettazione ed installazione di impianti fotovoltaici, sistemi di accumulo e colonnine di ricarica per famiglie e imprese. Nel 2023 ha conseguito un fatturato di €6.8mn (+38% YoY), con un *EBITDA margin* del 21.3% (23.2% nel 2022).

Development, EPC and Plant Operation in Renewable Energy – Lemon Sistemi and Peers

	Revenues 2023 (€mn)	Revenues 2022 (€mn)	YoY ch. (%)	EBITDA margin 2023	EBITDA margin 2022
Alia S.r.l.	22.4	18.4	22%	3.7%	-0.6%
Elmec Solar S.r.l.	19.9	16.2	23%	12.9%	7.6%
ESI S.p.a.	16.8	2.4	608%	-9.4%	35.0%
Altea Green Power S.p.a.	16.5	16.0	3%	44.0%	42.1%
S. Energie Alternative S.r.l.	13.5	11.0	23%	23.4%	17.7%
SD Energia In Rete S.r.l.	13.4	13.0	3%	30.2%	21.1%
Enre Energy & Resources S.r.l.	12.1	12.2	0%	29.3%	24.6%
Desamo S.r.l.	8.3	12.1	-31%	15.7%	15.4%
Dea Engineering S.r.l.	7.3	14.7	-51%	28.7%	37.2%
FP Engineering S.r.l.	7.1	12.5	-43%	40.6%	14.4%
4Energy S.r.l.	6.8	4.9	38%	21.3%	23.2%
Median			3%	23.4%	21.1%
Lemon Sistemi S.p.a.	16.0	11.9	34%	17.2%	33.5%

Source: FactSet

Dall'analisi dei dati relativi ai due campioni di imprese di cui sopra, vale a dire quelle di dimensioni maggiori e quelle di dimensioni più confrontabili con Lemon Sistemi, è possibile estrarre alcune informazioni significative sul settore in cui opera la Società.

- **Non sembrerebbero esserci significative economie di scala**, in quanto vi è un'ampia variabilità dei margini sia tra le aziende maggiori sia tra quelle di medio/piccola dimensione, ed alcune tra le imprese del secondo gruppo presentano una redditività molto elevata e superiore a quelle del primo gruppo. Questo può a nostro avviso essere spiegato dal fatto che si tratta di un business a bassa intensità di capitale e costi prevalentemente variabili. In particolare, il livello mediano di EBITDA margin tra le società di dimensioni maggiori nel 2023 è stato pari al 16.8%, e tra le società medio/piccole è stato pari al 23.4%. La marginalità di Lemon Sistemi nel 2023, pari al 17.2%, si è posizionata sostanzialmente in linea con la mediana delle società di dimensioni maggiori.
- Il 2023 ha rappresentato per alcune società un anno di forte crescita e per altre, quelle che avevano in passato beneficiato maggiormente dell'**effetto Superbonus 110**, un anno di significativa contrazione dei ricavi. Lemon Sistemi nel 2023 ha incrementato il valore della produzione del 34% a €16.0mn, tuttavia, la componente di fatturato derivante dal Superbonus 110 si è ridotta del 20% a €6.7mn.
- Le **imprese del secondo gruppo**, quelle di dimensioni medio/piccole, operano prevalentemente su **base regionale**.
- Il settore è composto da società prevalentemente con **meno di 20 anni di attività**. Ciò si spiega con il fatto che i primi incentivi per il settore fotovoltaico in Italia sono stati introdotti nel 2005.

Modello di business e strategia

Linee di business

Il Gruppo Lemon Sistemi è strutturato in quattro differenti linee di business.

- **Impianti fotovoltaici:** rappresenta il tradizionale core business del Gruppo e comprende la progettazione, lo sviluppo, la fornitura, la posa in opera ed i servizi di assistenza post-vendita di impianti fotovoltaici di piccole e medie dimensioni.
- **Parchi fotovoltaici:** nuova linea di business che vede Lemon Sistemi impegnata in conto proprio nella progettazione e costruzione degli impianti, con la finalità di venderli e concludere contratti di gestione e manutenzione pluriennali sui medesimi impianti, con un periodo minimo di almeno venticinque anni
- **Impianti di accumulo:** nuova linea di business che vede Lemon Sistemi coinvolta in partecipazioni a progetti relativi a grossi impianti ad accumulo assistiti da primari operatori del settore, occupandosi dello scouting dei siti di interesse, della progettazione preliminare e dell'ottenimento dell'autorizzazione.
- **Efficientamento energetico:** consiste nella progettazione di soluzioni di efficientamento energetico degli impianti di edifici, attraverso nuova installazione o ammodernamento di impianti termoidraulici e di climatizzazione.

Le linee di business relative agli impianti fotovoltaici ed agli impianti di accumulo sono assistite da incentivi fiscali (detrazioni o crediti d'imposta) a favore dei clienti nel caso di impianti residenziali.

Catena del valore

Il modello di *business* di Lemon Sistemi si basa sull'integrazione di una serie di servizi con l'obiettivo di offrire al cliente un prodotto "chiavi in mano". In particolare, la catena del valore si articola nelle seguenti fasi:

- marketing
- supporto burocratico
- progettazione
- approvvigionamento
- installazione
- assistenza

Marketing

Le attività di marketing di Lemon Sistemi mirano sia al settore residenziale sia a quello commerciale e industriale, e si basano su un approccio informativo e consulenziale per sensibilizzare i potenziali clienti sui vantaggi delle soluzioni energetiche proposte. Negli anni, l'azienda ha sviluppato importanti partnership con alcune realtà di rilevanza nazionale, tra cui Mangia's, Costa degli Ulivi Hotels, Bibo e PAC 2000A Conad.

Una volta che l'interesse del cliente è suscitato, tramite attività di marketing o passaparola, viene organizzata una visita in loco da parte di un team di vendita e un tecnico specializzato. Durante questa visita, vengono valutate la fattibilità dell'intervento e le esigenze energetiche del cliente, e si sviluppa una proposta preliminare di dimensionamento in base alle necessità attuali e alle prospettive di consumo futuro. Questa analisi iniziale serve come base per simulazioni che generano le proposte e i preventivi.

Per agevolare la chiusura dei contratti, in particolare nel mercato residenziale, Lemon Sistemi propone diverse soluzioni di finanziamento rapido, come credito al consumo, noleggio operativo e vendita rateale. Questi strumenti permettono ai clienti di distribuire i pagamenti nel tempo e assicurano al contempo maggiore stabilità nelle entrate dell'azienda.

Il tempo medio per completare il processo di vendita è di circa dieci giorni.

Lemon Sistemi: Large Customers



Source: Websim Corporate on Company Presentation

Supporto burocratico

Una volta manifestato l'interesse per i servizi di Lemon Sistemi, il cliente viene informato sulle opportunità di incentivazione e riceve supporto per tutte le procedure burocratiche richieste, in conformità con le normative del settore. L'assistenza include sia un'analisi della fattibilità urbanistica sia la gestione dei rapporti con enti come GSE ed E-distribuzione. L'obiettivo è semplificare per il cliente il processo di adesione ai vari incentivi disponibili, riducendo le complessità amministrative.

Il tempo medio per completare queste attività di supporto burocratico è di circa quattro giorni.

Progettazione

La fase di progettazione è realizzata da un team di esperti, che elabora soluzioni su misura per ogni cliente. Vengono prese in considerazione le caratteristiche tecniche e il posizionamento del sito, così come i consumi energetici attuali e futuri, per proporre opzioni che si adattino perfettamente alle esigenze specifiche di ogni unità di consumo. Il team si occupa di sviluppare progetti personalizzati che rispondano in modo ottimale alle richieste energetiche del cliente, assicurando soluzioni efficienti e sostenibili.

Il tempo medio di realizzazione della fase di progettazione è di circa cinque giorni.

Approvvigionamento

L'approvvigionamento dei materiali è garantito dalle solide relazioni commerciali che Lemon Sistemi ha instaurato con i principali fornitori del settore, permettendo l'accesso a forniture di alta qualità e a condizioni economiche vantaggiose, sia in termini di sconti che di tempi di pagamento. In particolare, Lemon Sistemi è Premier Partner di Sunpower, rinomata per l'elevata qualità dei suoi pannelli fotovoltaici, ed ha una partnership strategica con Ariston Thermo Group, multinazionale italiana specializzata in soluzioni di riscaldamento e comfort termico.

L'azienda dispone inoltre di un magazzino che consente di mantenere scorte sufficienti per sostenere fino a tre mesi di installazioni, riducendo l'impatto di eventuali ritardi nelle consegne. Questa efficienza logistica è particolarmente vantaggiosa per il mercato residenziale, dove la rapidità nell'installazione gioca un ruolo chiave nella soddisfazione del cliente.

Lemon Sistemi: Main Suppliers



Source: Websim Corporate on Company Presentation

Installazione

Le operazioni di installazione sono curate da team di operai specializzati di Lemon Sistemi, supervisionati da capisquadra con esperienza. Questa gestione interna permette di mantenere elevati standard di qualità e un maggiore controllo su ogni fase del processo. La procedura inizia con un sopralluogo tecnico esecutivo da parte del caposquadra e del progettista, seguito dalla pianificazione del cantiere e dall'installazione vera e propria. Il collaudo e la messa in funzione sono eseguiti da una squadra differente da quella dell'installazione, garantendo una verifica indipendente.

Il time-to-market per i clienti residenziali è di circa tre settimane, mentre per i progetti commerciali e industriali può oscillare da uno a otto mesi, a seconda delle dimensioni dell'impianto.

Assistenza

L'assistenza post-vendita è fornita da un team dedicato che supporta i clienti per ogni esigenza successiva all'installazione. Questo servizio è incluso per il primo anno all'interno del pacchetto chiavi in mano e comprende sia attività amministrative sia operative, in modo da assicurare il corretto funzionamento degli impianti installati e risolvere eventuali problematiche che possano emergere.

Fattori critici di successo

(i) Time-to-market ridotto

L'attività di Lemon Sistemi è concentrata sulla progettazione e realizzazione di impianti di piccola e media scala, soggetti a normative semplificate in aree adeguate, che permettono iter autorizzativi rapidi. Per impianti fino a 1 MWp, è sufficiente una dichiarazione di inizio lavori asseverata, con inizio immediato; per quelli tra 1 e 10 MWp, è prevista una procedura semplificata che richiede 30 giorni per l'avvio, facilitando la gestione di più progetti contemporaneamente.

(ii) Progettazione su misura (3kWp - 10MWp)

L'azienda si occupa di progettare soluzioni energetiche su misura, adattate alle esigenze specifiche dei clienti. Grazie a un'analisi preliminare approfondita, valuta vincoli urbanistici e paesaggistici, assicurando un progetto che risponde pienamente ai requisiti richiesti.

(iii) Servizio integrato

L'azienda supporta i clienti in tutte le fasi del ciclo di vita dell'investimento, dalla promozione iniziale, alla progettazione, installazione, collaudo e assistenza post-vendita. Questo approccio integrato consente di rispondere in modo personalizzato e adattabile alle esigenze di ogni cliente.

(iv) Competenze specialistiche

Con 15 anni di esperienza e numerosi progetti realizzati, l'azienda dispone di un know-how consolidato nel settore dell'energia. Il team è composto da giovani professionisti altamente specializzati, in grado di coprire tutte le fasi di realizzazione dei progetti e di rispondere prontamente ai cambiamenti normativi.

(v) Espansione del mercato e quadro normativo

Il settore in cui opera l'azienda è caratterizzato da una crescita dinamica, con una forte spinta verso la decarbonizzazione e l'efficienza energetica. L'azienda mira a rafforzare la sua presenza sul mercato italiano, offrendo soluzioni che rispondono alle nuove esigenze di sostenibilità energetica e allineate con gli sviluppi normativi recenti.

(vi) Collaborazioni strategiche

Nel tempo, l'azienda ha costruito partnership con operatori di primo piano, sia a livello nazionale che internazionale, nel campo delle energie rinnovabili e dell'efficienza energetica, ampliando la propria rete e solidificando la propria posizione nel mercato.

Strategia

La strategia di crescita di Lemon Sistemi si sviluppa attraverso tre linee principali.

- **Sviluppo diretto di parchi fotovoltaici**
- **Sviluppo di impianti di accumulo**
- **Espansione commerciale**

Oltre a queste tre linee, Lemon Sistemi punta a incrementare il proprio coinvolgimento in progetti di impianti fotovoltaici di dimensioni maggiori, con un'attenzione particolare agli impianti tra 1MWp e 10MWp, per aumentare la portata e i ricavi medi per progetto.

Un ulteriore obiettivo è la creazione di un'accademia dedicata alla formazione nelle energie rinnovabili, volta a consolidare le competenze tecniche e promuovere lo sviluppo nel settore.

Sviluppo diretto di parchi fotovoltaici

Lemon Sistemi ha delineato una strategia per sviluppare e costruire impianti fotovoltaici e agri voltaici di medie dimensioni, orientati alla connessione con la rete di distribuzione nazionale. Tali impianti producono energia che viene venduta a operatori autorizzati al dispacciamento, generando ricavi in base al prezzo medio zonale orario o a un prezzo fisso concordato, senza interazioni dirette con consumatori finali.

Il target di potenza degli impianti, inferiore a 10MW, beneficia di normative semplificate e incentivi, consentendo l'installazione su terreni con costi accessibili e tempi di avvio rapidi (abilitazione con silenzio-assenso). La strategia di ricavo per Lemon Sistemi include:

- **Vendita degli impianti:** Gli impianti, o specifiche società veicolo (SPV) create per ciascun progetto, possono essere venduti a investitori interessati a flussi di reddito annuali derivanti dalla vendita di energia. In questo caso, Lemon Sistemi sottoscrive un contratto pluriennale per la gestione e manutenzione degli impianti.

- **Gestione diretta degli impianti:** In alternativa, gli impianti possono rimanere parte degli asset di Lemon Sistemi, generando ricavi attraverso la vendita dell'energia prodotta.
- **Partecipazione a società veicolo (SPV):** Lemon Sistemi può anche costituire una SPV con quote cedute a investitori esterni, mantenendo una partecipazione di minoranza. In tale contesto, la Società gestisce amministrativamente e manutentivamente l'impianto, beneficiando di ricavi annuali e partecipando alla distribuzione degli utili in proporzione alla sua quota. In questo modello, il Lemon Sistemi ottiene:
 - **Ricavi una tantum** dalla cessione dell'impianto;
 - **Ricavi annuali** derivanti dai servizi di gestione e manutenzione per almeno venticinque anni;
 - **Partecipazione agli utili** distribuiti dalla SPV.

Questa strategia prevede investimenti considerevoli, con una prospettiva di margini di ricavo stabili nel lungo termine. Lemon Sistemi nel 2024 ha avviato lo sviluppo di progetti e richieste di connessione per oltre 37MW destinati a parchi fotovoltaici, con una stima di vendita futura di circa €35mn. Attualmente, i progetti con preventivi di connessione già ottenuti ammontano a 21MW, di cui 2.2MW sono nella fase di ready to build, mentre altri 10MW dovrebbero raggiungere tale qualifica entro la fine del 2024, a seguire gli altri.

Nel luglio 2024, un investitore privato ha espresso interesse ad acquisire una parte delle quote della SPV denominata Parco Lemon 2, che include un impianto fotovoltaico da 2.2MW, versando una caparra confirmatoria. A settembre 2024, il CdA ha approvato la cessione del ramo d'azienda Parco Lemon 1, un impianto da 1 MWp, alla società Gandolfo S.r.l. per un valore di €1.15 milioni. A fine ottobre è stato sottoscritto il contratto preliminare di vendita a seguito della comunicazione di fine opere di costruzione dell'impianto. Parallelamente, Lemon Sistemi continua le attività di scouting per ulteriori MW.

Con l'introduzione del DL Agricoltura, le aree agricole idonee alla realizzazione di impianti fotovoltaici a terra sono diminuite. Da maggio 2024, le aree agricole entro un raggio di 500 metri dai confini delle zone industriali non sono più considerate idonee, salvo per i procedimenti già avviati prima del decreto. Questo cambiamento ha ridotto l'offerta di terreni disponibili per nuovi progetti, causando un aumento dei prezzi di vendita dei progetti già autorizzati.

Sviluppo di impianti di accumulo

La seconda linea strategica di Lemon Sistemi riguarda lo sviluppo di progetti per impianti di accumulo energetico, progettati per soddisfare la crescente domanda di soluzioni che permettano una distribuzione programmabile dell'energia, in particolare quella proveniente da fonti rinnovabili. Gli impianti di accumulo permettono infatti di stoccare energia prodotta e rilasciarla secondo necessità, affrontando la sfida della variabilità nella produzione rinnovabile.

La necessità di tali impianti è fortemente sentita a livello nazionale. Terna ha annunciato la futura introduzione di autorizzazioni e incentivi per sviluppare la capacità di accumulo sulla rete. Tuttavia, le regole del mercato degli impianti di accumulo devono ancora essere attuate. Trattandosi di impianti equiparati ad opere di rete, il processo autorizzativo sottostante è l'Autorizzazione Unica, il che implica un iter burocratico articolato rispetto al processo PAS di abilitazione degli impianti fotovoltaici di taglia inferiore a 10MW.

I progetti per impianti di accumulo richiedono investimenti limitati e sono legati principalmente alla fase di progettazione o all'acquisto di terreni agricoli. Gli incarichi possono prevedere contratti con margini potenzialmente elevati e un orizzonte temporale relativamente breve, completandosi in circa 12-24 mesi.

A giugno 2023, Lemon Sistemi ha firmato un contratto con Renantis Italia S.r.l. per fornire consulenza, assistenza e sviluppo nella progettazione di un impianto di accumulo di 100MWac. Il progetto è stato accettato dal cliente ma non è proseguito in quanto nel corso del 2024 Renantis ha cambiato la propria strategia aziendale ed ha iniziato a vendere i progetti che aveva precedentemente acquisito.

A novembre 2023, Lemon Sistemi ha firmato un contratto con Volt ESG S.r.l., azionista al 49% di Green Fucino per fornire consulenza, assistenza e sviluppo nella progettazione di sistemi di stoccaggio per una potenza nominale totale massima di 2GWac ed investimenti fino a €20mn.

Fino a tutto il 2024 sono stati richiesti preventivi per 600 MW di impianti di accumulo di tipo utility scale. L'esito delle richieste di connessione ha previsto collegamenti a nuove Cabine Primarie non ancora costruite o addirittura non previste nel piano di sviluppo di Terna, in particolare in Sicilia. Un'analisi più approfondita ha rivelato che la Rete Elettrica di Trasmissione Nazionale attuale è fortemente congestionata e prevede nuove connessioni su ampliamenti di cabine primarie esistenti o su nuove cabine primarie. Il direttore Strategia di Sistema di Terna ha comunicato nel corso di un convegno tenutosi nel luglio del 2024 un rinvio dell'avvio delle aste per l'assegnazione delle capacità di accumulo sul mercato BESS, ora previsto per il 2Q25.

Nel frattempo, Lemon Sistemi sta proseguendo nella ricerca di opportunità per realizzare sistemi BESS e di partner interessati a collaborazioni di co-sviluppo, con prezzi significativamente più alti.

Espansione commerciale

Il business tradizionale di Lemon Sistemi è la vendita di impianti fotovoltaici per il consumo di energia elettrica, rivolgendosi sia al segmento B2C che B2B. Gli impianti, che possono essere installati su tetti o pertinenze di abitazioni e aziende, offrono ai clienti la possibilità di autoprodurre l'energia di cui hanno bisogno, con la possibilità di accumularla per utilizzi futuri. Questa soluzione è particolarmente vantaggiosa per coloro che desiderano ridurre il rischio legato ai rincari energetici e risparmiare sui consumi di energia elettrica.

Lemon Sistemi ha sviluppato un concept denominato "Spazio Lemon", un luogo fisico che funge da polo di attrazione per clienti e professionisti. Al suo interno, diverse figure specializzate collaborano per offrire un servizio completo e integrato, dall'analisi dei bisogni e dei consumi fino alla realizzazione concreta del progetto. Oltre ai consulenti e progettisti, sono presenti anche specialisti che forniscono informazioni sulle possibili agevolazioni fiscali e tecnici che seguiranno l'installazione.

"Spazio Lemon" è stato testato con successo a Balestrate, nella sede primaria di Lemon Sistemi, e nel comune di Castelbuono, dove ha permesso di migliorare l'efficienza della vendita e la soddisfazione del cliente, contribuendo a una penetrazione efficace del mercato locale. L'obiettivo di Lemon Sistemi è di replicare il modello "Spazio Lemon" in altre località italiane, puntando a città con caratteristiche specifiche, come una popolazione tra 15,000 e 60,000 abitanti, reddito pro-capite sopra la media e una presenza rilevante di abitazioni unifamiliari.

L'espansione pianificata prevede inizialmente il consolidamento sul territorio siciliano, seguito da una crescita a livello nazionale, con l'assunzione di agenti commerciali in grado di operare capillarmente. L'implementazione di nuovi punti "Spazio Lemon" richiede investimenti relativamente contenuti, consentendo una diffusione estesa dei servizi del Gruppo e un alto livello di controllo delle aree geografiche di interesse, assicurando un margine di profitto medio-alto.

Per rafforzare ulteriormente il settore B2B, Lemon Sistemi è attivamente impegnata nella ricerca di personale specializzato in aree come progettazione, urbanistica e gestione di progetti. Nel marzo 2024, ha stretto un accordo con Unicredit Leasing per offrire una soluzione di leasing ai clienti aziendali insieme alla vendita degli impianti fotovoltaici. Grazie a una piattaforma online fornita dalla banca, Lemon Sistemi avrà la possibilità di individuare fondi pre-approvati da Unicredit per i propri clienti aziendali e proporre il leasing come parte integrante dell'offerta per l'impianto fotovoltaico.

Analisi finanziaria

Analisi del valore della produzione

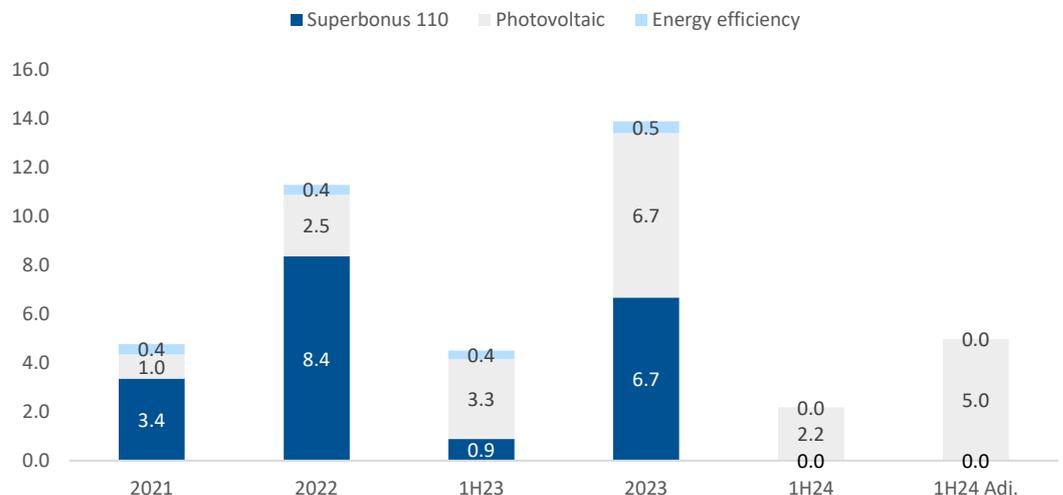
Negli ultimi due anni il valore della produzione di Lemon Sistemi è più che triplicato (+239%), raggiungendo €16.0mn nel 2023 da €4.7mn del 2021.

In particolare, **nel 2022, il valore della produzione è cresciuto del 153% YoY a €11.9mn**, grazie principalmente alle dinamiche normative e di mercato, tra cui l'introduzione del Superbonus 110, che dal 2021 ha contribuito a potenziare l'espansione del business del Gruppo, rappresentando nel 2022 il 74% dei ricavi consolidati (€8.4mn, +149% YoY). Anche la componente di ricavi riferita agli impianti fotovoltaici che non sono stati eseguiti in regime di Superbonus 110 ha registrato nel 2022 un notevole incremento, raggiungendo il valore di €2.5mn da €1.0mn del 2021 (+156% YoY).

Nel 2023 il valore della produzione ha continuato a crescere, seppure a tassi più contenuti (+34% YoY). La componente di ricavi riferibile al Superbonus 110 ha cominciato a diminuire, scendendo del 20% YoY a €6.7mn, risentendo del provvedimento governativo (decreto-legge 11/2023) che aboliva lo strumento dello sconto in fattura per i contratti sottoscritti dopo il 16 febbraio 2023. Il calo della componente Superbonus 110 è stato tuttavia più che compensato dal forte aumento dei ricavi riferita agli impianti fotovoltaici eseguiti al di fuori di questo regime, cresciuti del 166% YoY a €6.7mn, grazie principalmente ad un contratto per un impianto fotovoltaico in autoconsumo di taglia 3.2MWp con una importante azienda, realizzato a Settimo Torinese, sugli edifici che ospitano la produzione del cliente. Anche al netto di tale contratto, comunque, la componente di business al di fuori del regime Superbonus 110 è cresciuta in misura significativa, confermando la forte attrattività dell'offerta commerciale del Gruppo, che ha continuato a beneficiare del meccanismo strutturale della detrazione fiscale del 50% in 10 anni a favore del cliente.

Nel 1H24 il valore della produzione ha registrato un netto calo: - 32% YoY a €4.4mn. Tale dinamica, apparentemente negativa, è dovuta allo spostamento strategico verso la realizzazione di impianti fotovoltaici ed agri voltaici di medie dimensioni (parchi fotovoltaici), che richiedono tempi di realizzazione fino a quindici mesi. Tale linea di business non ha generato ricavi nell'1H24, tuttavia nel periodo il Gruppo ha avviato in sviluppo progetti e domande di connessione per poco più di 37MW di impianti destinati a parchi fotovoltaici per un ammontare stimato di futura vendita di circa €35mn. Tali attività hanno generato un valore della produzione di circa €1.0mn, a fronte di un valore di mercato, in base allo stato di avanzamento dei progetti, stimato pari a €2.8mn. In sostanza, **se i parchi fotovoltaici fossero stati valutati a valore di mercato sulla base dello stato di avanzamento dei lavori, il valore della produzione dell'1H24 sarebbe risultato in calo di circa il 4% YoY a €6.2mn.** Inoltre, bisogna considerare il venir meno definitivo, nell'1H24, della componente di fatturato riconducibile al Superbonus 110, che nell'1H23 aveva rappresentato €1.9mn di valore della produzione (il 29% del totale). Infine, l'attesa dell'apertura della piattaforma Transizione 5.0, avvenuta a fine luglio 2024, ha determinato ritardi nella conclusione dei contratti B2B per impianti fotovoltaici ed in alcuni casi ha determinato la modifica degli stessi per allineare i progetti alle caratteristiche del bando Transizione 5.0. Si segnala che i moduli fotovoltaici ammissibili al bando Transizione 5.0 sono disponibili sul mercato solo dalla fine del mese di novembre 2024.

Lemon Sistemi – 2021-1H24 Consolidated Net Turnover by Business Segment (€ mn)



Source: Company data

Analisi dei margini

Nel 2023 la marginalità si è ridimensionata rispetto ai due esercizi precedenti. L'EBITDA margin, che nel 2022 era salito al 33.5% dal 30.8% del 2021, nel 2023 è infatti sceso al 17.2%, con l'EBITDA in calo del 31% YoY a €2.8mn. La riduzione della marginalità registrata nel 2023 è stata determinata essenzialmente da tre fattori.

- **Abolizione dello sconto in fattura** - La marginalità nel 2021 e nel 2022 era stata spinta dall'effetto Superbonus 110 e dalla possibilità di beneficiarne immediatamente attraverso lo sconto in fattura, che rendeva il prezzo di vendita dell'impianto un fattore poco rilevante nella scelta d'acquisto da parte del cliente. Ciò aveva avuto un forte effetto inflattivo sui prezzi degli impianti superiore a quanto giustificato dall'aumento dei costi di produzione con conseguente significativo incremento della marginalità a vantaggio degli operatori del settore. Nel 2023 i prezzi di vendita degli impianti hanno invece iniziato a scendere più di quanto giustificato dal calo dei prezzi della materia prima e dell'energia, in quanto il venire meno della possibilità di praticare lo sconto in fattura per chi aveva iniziato i lavori dopo il 16 febbraio 2023 aveva determinato una maggiore attenzione al fattore prezzo da parte dei clienti.
- **Minore incidenza dei ricavi da Superbonus 110** - La marginalità dei ricavi legati al Superbonus 110, seppure in calo rispetto agli anni precedenti, nel 2023 era ancora su livelli più elevati della media; tuttavia, l'incidenza di tali ricavi sul totale nel 2023 è scesa al 48% dal 74% del 2022 e ciò ha pesato negativamente sui margini consolidati.
- **Focus strategico su impianti di dimensione maggiore** – Nel corso dell'ultimo anno, Lemon Sistemi ha ampliato la propria gamma di servizi includendo lo sviluppo e l'installazione di impianti fotovoltaici di capacità compresa tra 1MWp e 10MWp in tutta Italia, affiancando anche contratti pluriennali per la gestione e manutenzione di tali impianti, con una durata minima di venticinque anni. L'obiettivo di questa strategia è creare flussi di ricavi stabili e ricorrenti. All'inizio del 2023, grazie a una strategia di prezzo particolarmente competitiva, l'azienda è riuscita ad aggiudicarsi un appalto per la realizzazione di un impianto da 3.2MWp a Settimo Torinese. Questa politica, pur comportando una riduzione dei margini, ha permesso all'azienda di consolidare la propria presenza sul mercato e di aprire nuove trattative per impianti di dimensioni maggiori. A fine ottobre 2023, è stato infatti firmato un contratto con un importante operatore siciliano del settore del marmo per la realizzazione di un impianto fotovoltaico da 1MWp, di cui a fine anno era già stato completato il 60% delle opere.

L'EBIT margin, nel 2023, è sceso al 14.1% dal 32.8% del 2022, con l'EBIT in calo del 42% YoY a €2.3mn, avendo anche risentito di un aumento di €0.2mn degli ammortamenti immateriali, essenzialmente riferibili ai costi di quotazione, e di accantonamenti e svalutazioni per ulteriori €0.2mn. La gestione finanziaria si è chiusa in sostanziale pareggio da €-0.2mn del 2022, e l'utile netto è risultato in calo del 40% YoY a €1.6mn dopo un tax rate del 31% (29% nel 2022).

Nel 1H24 l'EBITDA è stato negativo per €0.4mn, dal risultato positivo di €0.8mn del 1H23, e la marginalità è scesa al -9.6% dall'11.9% del 1H23. L'andamento negativo dei margini nel 1H24 è stato determinato da due fattori.

- **Assenza di fatturato da parchi fotovoltaici** – I lavori in corso sui parchi fotovoltaici nel 1H24 non sono stati fatturati e sono stati contabilizzati a costo per un valore complessivo di €1mn. Se fossero stati contabilizzati a valore di mercato a stato avanzamento lavori avrebbero invece determinato un valore della produzione di €2.8mn, apportando €1.8mn di marginalità aggiuntiva. In sostanza il semestre si sarebbe chiuso con un valore della produzione di €6.2mn ed un EBITDA di €1.4mn (+90% YoY) pari ad un EBITDA margin intorno al 22%.
- **Azzeramento dei ricavi da Superbonus 110** – I ricavi legati al Superbonus 110, caratterizzati da una marginalità superiore alla media, che nel 1H23 avevano rappresentato il 29% del valore della produzione, nel 1H24 sono venuti definitivamente meno a causa del cambiamento normativo.

Dunque, **la marginalità negativa registrata nel 1H24 è il risultato di un effetto prettamente contabile**, dovuto alla maggiore lunghezza del ciclo produttivo della nuova linea di business dei parchi fotovoltaici, e non riflette l'effettivo andamento gestionale del periodo, che, al contrario, **ha visto un netto miglioramento della redditività**, nonostante il venire meno dei ricavi da Superbonus 110.

L'EBIT, nel 1H24, è sceso a €-0.6mn da €0.6mn del 1H23, riflettendo il calo registrato a livello EBITDA, mentre l'utile ante imposte ha risentito di un **peggioramento di €1.0mn della gestione finanziaria** (€-1.1mn da €-0.1mn del 1H23) chiudendo in rosso per €1.7mn dal risultato positivo di €0.7mn del 1H23. Va sottolineato, tuttavia, che **la gestione finanziaria include €0.9mn di oneri non ricorrenti**, che rappresentano le commissioni trattenute dai cessionari a valle della liquidazione avvenuta nel 1H24 dei crediti fiscali Superbonus per attività svolte nel 2023. **Il risultato netto è stato anch'esso negativo per €1.7mn**, data l'assenza di imposte nel semestre (in 1H23 il tax rate era stato pari al 29%).

Lemon Sistemi – 2021-1H24 EBITDA (€ mn) and EBITDA margin


Source: Company data

Lemon Sistemi – 2021-1H24 Consolidated Income Statement

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (Eu mn)		2021	2022	1H23	2H23	2023	1H24
Value of Production		4.7	11.9	6.4	9.6	16.0	4.4
	<i>YoY growth rate</i>		<i>152.8%</i>			<i>34.1%</i>	<i>-32.3%</i>
Purchases		(1.3)	(2.7)	(3.5)	(3.2)	(6.8)	(1.5)
	<i>as a % of value of production</i>	<i>27.7%</i>	<i>22.5%</i>	<i>55.1%</i>	<i>33.9%</i>	<i>42.4%</i>	<i>34.1%</i>
	<i>YoY growth rate</i>		<i>104.8%</i>			<i>153.4%</i>	<i>-58.1%</i>
Services		(1.3)	(3.7)	(1.1)	(2.8)	(3.9)	(1.7)
	<i>as a % of value of production</i>	<i>26.9%</i>	<i>30.6%</i>	<i>16.7%</i>	<i>29.7%</i>	<i>24.5%</i>	<i>39.9%</i>
	<i>YoY growth rate</i>		<i>187.2%</i>			<i>7.4%</i>	<i>61.9%</i>
Other operating expenses		(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.4)
	<i>as a % of value of production</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.9%</i>	<i>2.5%</i>	<i>2.5%</i>	<i>2.5%</i>	<i>9.3%</i>
	<i>YoY growth rate</i>		<i>186.6%</i>			<i>74.0%</i>	<i>149.1%</i>
Non-recurring costs		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	<i>as a % of value of production</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
	<i>YoY growth rate</i>						
Added Value		2.1	5.4	1.7	3.2	4.9	0.7
	<i>% margin</i>	<i>43.6%</i>	<i>45.0%</i>	<i>25.7%</i>	<i>33.8%</i>	<i>30.6%</i>	<i>16.7%</i>
	<i>YoY growth rate</i>		<i>160.7%</i>			<i>-9.0%</i>	<i>-55.9%</i>
Personnel		(0.6)	(1.4)	(0.9)	(1.2)	(2.1)	(1.1)
	<i>as a % of value of production</i>	<i>12.8%</i>	<i>11.5%</i>	<i>13.8%</i>	<i>13.0%</i>	<i>13.3%</i>	<i>26.3%</i>
	<i>YoY growth rate</i>		<i>126.5%</i>			<i>55.2%</i>	<i>29.4%</i>
EBITDA		1.5	4.0	0.8	2.0	2.8	(0.4)
	<i>% margin</i>	<i>30.8%</i>	<i>33.5%</i>	<i>11.9%</i>	<i>20.8%</i>	<i>17.2%</i>	<i>-9.6%</i>
	<i>YoY growth rate</i>		<i>174.9%</i>			<i>-31.0%</i>	<i>-154.6%</i>
Amortizations		(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
Depreciations		(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Provisions and write-downs (ups)		(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	0.0
EBIT		1.4	3.9	0.6	1.6	2.3	(0.6)
	<i>% margin</i>	<i>29.5%</i>	<i>32.8%</i>	<i>10.0%</i>	<i>16.9%</i>	<i>14.1%</i>	<i>-13.3%</i>
	<i>YoY growth rate</i>		<i>181.1%</i>			<i>-42.3%</i>	<i>-189.9%</i>
Financial income		0.0	1.0	0.1	0.7	0.8	0.0
Financial expenses		0.0	(1.2)	(0.1)	(0.6)	(0.8)	(1.1)
Associates		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax Profit		1.4	3.7	0.7	1.6	2.3	(1.7)
	<i>% margin</i>	<i>29.9%</i>	<i>30.8%</i>	<i>10.2%</i>	<i>17.1%</i>	<i>14.3%</i>	<i>-38.5%</i>
	<i>YoY growth rate</i>		<i>160.8%</i>			<i>-37.6%</i>	<i>-354.5%</i>
Current taxes		(0.4)	(1.1)	(0.2)	(0.5)	(0.7)	(0.0)
Previous year' taxes		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)
Deferred taxes		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total taxes		(0.4)	(1.1)	(0.2)	(0.5)	(0.7)	(0.0)
<i>% corporate tax rate</i>		<i>29.6%</i>	<i>28.9%</i>	<i>29.3%</i>	<i>31.8%</i>	<i>31.1%</i>	<i>0.0%</i>
		<i>29.6%</i>	<i>28.9%</i>	<i>29.3%</i>	<i>31.8%</i>	<i>31.1%</i>	<i>0.0%</i>
Group Net Income		1.0	2.6	0.5	1.1	1.6	(1.7)
Minority interests		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Income pertaining to company' shareholders		1.0	2.6	0.5	1.1	1.6	(1.7)
	<i>% margin</i>	<i>21.0%</i>	<i>21.9%</i>	<i>7.2%</i>	<i>11.7%</i>	<i>9.9%</i>	<i>-38.5%</i>
	<i>YoY growth rate</i>		<i>163.3%</i>			<i>-39.5%</i>	<i>-460.2%</i>

Source: Company data

Analisi del cash flow e dell'indebitamento

Nel **biennio 2022-2023**, nonostante i positivi risultati economici, la gestione corrente ha determinato un assorbimento di risorse finanziarie pari a €1.2mn, sostanzialmente equi ripartite tra i due esercizi. Questa negativa dinamica finanziaria è stata determinata dall'aumento del capitale circolante netto, che nel 2023 ha raggiunto il valore di €7.0mn da €4.3mn del 2022 ed €0.8mn del 2021. Tale significativo aumento del capitale circolante netto è riconducibile all'**accumulo di crediti fiscali generato dal meccanismo dello sconto in fattura**: i crediti tributari, che a fine 2021 ammontavano a €0.4mn, nel 2022 erano già saliti a €3.6mn ed a fine 2023 avevano raggiunto €8.9mn.

Il free cash flow è stato negativo per €0.7mn nel 2022, dopo capex pari a €0.2mn, e per **€1.9mn nel 2023** dopo capex pari a €1.2mn, di cui €1.1mn di natura immateriale e principalmente riferibili ai costi afferenti al processo di quotazione (€0.5mn) ed ai costi relativi all'adeguamento della sede societaria, di proprietà di terzi (€0.4mn). L'aumento di capitale di €2.0mn effettuato a fine 2023 per l'IPO (1.393mn di nuove azioni emesse a €1.47 per azione) ha permesso di coprire interamente il free cash flow negativo dello stesso anno, con l'**indebitamento finanziario netto leggermente migliorato a €0.1mn da €0.4mn di fine 2022**.

Nel **1H24** i crediti fiscali netti sono diminuiti a €3.4mn, in calo di €5.5mn da fine 2023 in quanto questi sono stati in parte ceduti a terzi. Il capitale circolante netto è tuttavia diminuito di soli €0.8mn nel corso del semestre a causa principalmente dell'aumento di €2.2mn dei lavori in corso, saliti a €4.3mn, e della riduzione di €3.4mn dei debiti commerciali, scesi a €1.0mn. **Il free cash flow nel 1H24 è stato negativo per €0.8mn** dopo €0.1mn di capex; tuttavia, **l'indebitamento finanziario netto è cresciuto di soli €0.2mn a €0.3mn** grazie all'aumento di capitale di €0.6mn sottoscritto nel mese di giugno dal Fondo Itaca di Miria Group (ex GWM Group). **La struttura finanziaria di Lemon Sistemi si presenta dunque molto solida, in quanto il rapporto Debt/Equity a fine giugno 2024 era prossimo a zero**.

Lemon Sistemi – 2021-1H24 Consolidated Balance Sheet

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (Eu mn)	2021	2022	1H23	2023	1H24
Tangible assets	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
Intangible assets	0.1	0.1	0.3	1.0	1.0
	<i>of which goodwill</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>
	<i>of which other intangible assets</i>	<i>0.0</i>	<i>0.1</i>	<i>0.3</i>	<i>1.0</i>
Financial assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fixed assets	0.2	0.3	0.7	1.3	1.2
Inventory	0.5	2.7	3.9	3.5	5.5
Trade receivables	2.0	1.0	1.5	0.9	0.9
Trade Payables	(1.5)	(2.1)	(2.1)	(4.5)	(1.0)
Operating Working Capital	1.0	1.6	3.3	(0.1)	5.3
Other current assets	0.8	3.9	4.5	10.3	3.9
Other current liabilities	(1.0)	(1.2)	(1.2)	(3.3)	(3.0)
Net Working Capital	0.8	4.3	6.6	7.0	6.2
Long-term liabilities	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
Capital Employed	1.0	4.5	7.0	7.9	7.0
Cash & near cash	0.7	1.0	0.2	2.7	2.4
Short-term indebtness	(0.1)	(1.2)	(2.1)	(1.4)	(1.2)
Long-term indebtness	(0.2)	(0.2)	(0.6)	(1.4)	(1.5)
Net financial position	0.4	(0.4)	(2.5)	(0.1)	(0.3)
Shareholders' net equity	1.4	4.1	4.6	7.8	6.7
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Group' net equity	1.4	4.1	4.6	7.8	6.7
Total Sources	1.0	4.5	7.0	7.9	7.0

Source: Company data

Lemon Sistemi – 2021-1H24 Consolidated Cash Flow

CONSOLIDATED CASHFLOW (Eu mn)	2022	1H23	2H23	2023	1H24
Net Income pertaining to company' shareholders	2.6	0.5	1.1	1.6	(1.7)
Taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Financial charges (income)	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
Amortizations and depreciations	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2
Provisions, net of use of funds	0.1	0.0	0.2	0.2	0.0
Write-downs (ups)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
Δ OWC	(0.6)	(1.7)	3.4	1.6	(5.4)
Δ Other current assets, liabilities and funds	(2.0)	(0.6)	(4.4)	(5.1)	6.3
Other operating non-monetary items	(0.7)	0.1	0.7	0.7	(0.0)
Operating Cash Flow (OCF)	(0.6)	(1.7)	1.1	(0.6)	(0.7)
Capital expenditures in tangible assets	(0.1)	(0.1)	0.1	(0.1)	(0.0)
Capital expenditures in intangible assets	(0.1)	(0.3)	(0.9)	(1.1)	(0.1)
Capital expenditures in financial assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Divestments	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
Free Cash Flow (FCF)	(0.7)	(2.1)	0.2	(1.9)	(0.8)
Dividend distribution to Company shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend distribution to minority shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend cashed-in	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital increase (reimbursement)	0.0	0.0	2.1	2.1	0.6
Other non-operating non-monetary items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Cash Flow	(0.7)	(2.1)	2.4	0.3	(0.2)

Source: Company data

Stime 2024-2027

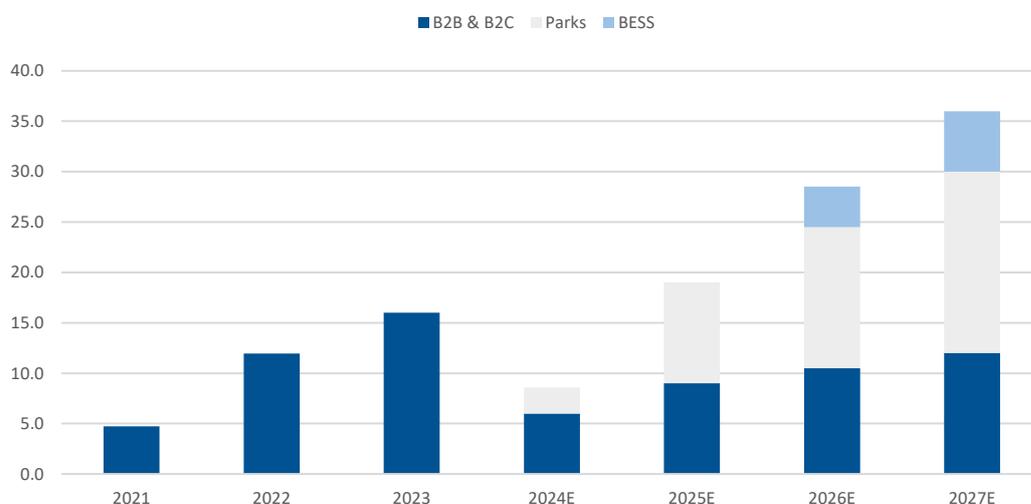
Il 2024 rappresenta un esercizio di transizione per Lemon Sistemi, in quanto da quest'anno viene definitivamente meno la componente di ricavi legata al Superbonus 110, che nel 2023 aveva rappresentato quasi la metà del fatturato. Il 2024 risentirà principalmente di questo effetto, per cui **il valore della produzione è atteso in calo del 46% a €8.6mn**, di cui circa il 30% riferibile alla nuova linea di business dei parchi fotovoltaici. Dal 2025 in avanti il volume d'affari di Lemon Sistemi dovrebbe tornare a crescere a tassi sostenuti grazie agli sviluppi previsti nei settori dei parchi fotovoltaici e dei Battery Energy Storage Systems (BESS), nonché nel tradizionale business fotovoltaico B2C e B2B.

Il management ha individuato nello sviluppo dei **parchi fotovoltaici la linea di business da potenziare in misura maggiore**, in quanto nei prossimi anni è prevista in questo settore una domanda di mercato in forte crescita, spinta dalla necessità di raggiungere gli ambiziosi obiettivi di decarbonizzazione fissati dall'Unione Europea. La realizzazione di parchi fotovoltaici si compone di due fasi: (i) la fase progettuale fino all'autorizzazione, caratterizzata da ricavi contenuti ma marginalità molto elevata; (ii) la fase realizzativa, che rappresenta la componente maggiore di ricavi, caratterizzata però da marginalità più bassa. Lemon Sistemi realizzerà entrambe le fasi, per cui assumiamo una marginalità media su questi progetti intorno al 20%. Lemon Sistemi ha già avviato progetti di sviluppo e domande di connessione per 37.2MW di impianti destinati a parchi fotovoltaici per un ammontare stimato di futura vendita di circa €35mn, che dovrebbero trovare realizzazione nel corso del prossimo triennio. A questi dovrebbero aggiungersi ulteriori parchi in quanto la società è alla continua ricerca di terreni per l'avvio di nuovi progetti. Nel triennio 2025-2027 assumiamo un fatturato complessivo di €42mn per la linea di business parchi fotovoltaici, così suddiviso: **€10mn nel 2025, €14mn nel 2026 ed €18mn nel 2027**.

Per quanto riguarda **la linea di business BESS**, Lemon Sistemi ha già ricevuto preventivi di connessione per 600MW di impianti di accumulo utility scale con riferimento a connessioni da realizzarsi su Cabine Primarie ancora da costruire e non presenti nel piano di sviluppo di Terna, in particolar modo in Sicilia. Terna ha tuttavia comunicato che l'avvio delle aste per assegnare le capacità di accumulo sul mercato BESS è stato rinviato per la seconda volta al 2Q25. Noi assumiamo prudentemente che la linea di business BESS non generi ricavi fino a tutto il 2025, stimando **€4.0mn per il 2026 ed €6.0mn per il 2027**. Lemon Sistemi si occuperà unicamente dell'attività progettuale e autorizzativa, per cui i ricavi della linea BESS saranno caratterizzati da margini lordi molto elevati, che assumiamo intorno all'80%.

Nel tradizionale business degli **impianti fotovoltaici per i segmenti B2C e B2B**, con o senza accumulatori, Lemon Sistemi punta a crescere nei prossimi anni attraverso l'apertura di nuovi uffici commerciali in altre città siciliane. Tale sviluppo non comporterà investimenti molto rilevanti, in quanto l'allestimento di un nuovo punto vendita dovrebbe costare intorno a €15k e ci aspettiamo che ne vengano aperti cinque tra il 2025 ed il 2026. Stimiamo per questa linea di business un **fatturato di €9.0mn nel 2025, €10.5mn nel 2026 ed €12.0mn nel 2027**, con una marginalità lorda che dovrebbe attestarsi intorno al 25%.

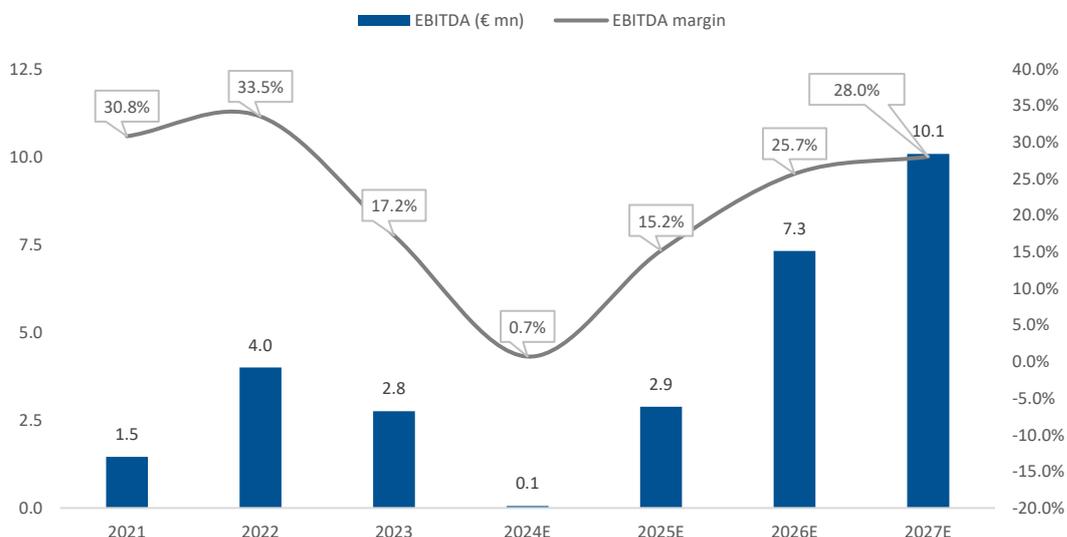
Lemon Sistemi – 2021-2027E Value of Production Breakdown (€ mn)



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Sulla base delle nostre assunzioni, il valore della produzione consolidato dovrebbe più che raddoppiare nel 2025 a €19.0mn, crescere del 50% nel 2026 a €28.5mn e di un ulteriore 26% nel 2027 a €36.0mn. L'EBITDA è atteso poco sopra il break-even nel 2024, a €2.9mn nel 2025 (15.2% EBITDA margin), a €7.3mn nel 2026 (25.7% EBITDA margin) ed a €10.1mn nel 2027 (28.0% EBITDA margin).

Lemon Sistemi – 2021-2027E EBITDA and EBITDA margin



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Il risultato netto nel 2024 è stimato negativo per €1.4mn, dopo avere speso €0.3mn di ammortamenti e €1.1mn di oneri finanziari netti, di cui €0.9mn riferibili alla componente non ricorrente registrata nel primo semestre. Negli anni successivi la crescita dell'EBITDA dovrebbe portare ad un incremento dell'utile netto a **€1.7mn nel 2025, €4.9mn nel 2026 e €7.0mn nel 2027**, ipotizzando un tax rate intorno al 28% sull'intero periodo.

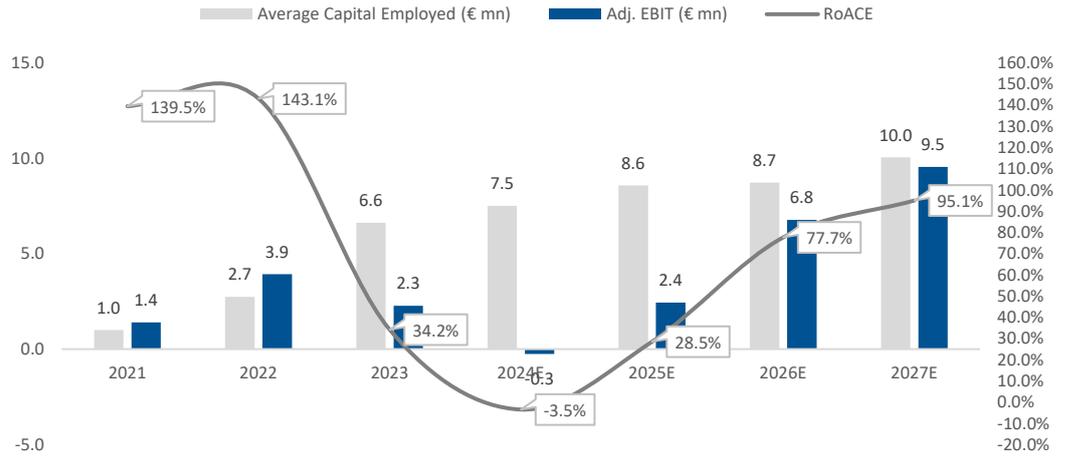
L'attività di Lemon Sistemi è caratterizzata da una bassa intensità di capitale; tuttavia, nel 2025 è previsto un investimento di oltre €1mn per l'acquisto e la riqualificazione della sede. Ci aspettiamo **capex pari a €0.7mn nel 2024, €1.5mn nel 2025 e €0.5mn nel 2026 e 2027**.

Per quanto riguarda il **capitale circolante**, la sua incidenza sul valore della produzione dovrebbe toccare un picco intorno all'80% nel 2024 a causa del significativo aumento dei lavori in corso in presenza di ricavi in forte diminuzione, mentre nei prossimi anni è prevista una graduale normalizzazione che dovrebbe condurre tale rapporto al 36% nel 2025 ed intorno al 24% nel 2026 e nel 2027. Ciò, tenuto conto dell'aumento del valore della produzione dal 2025 in avanti, dovrebbe portare il NWC a **stabilizzarsi in area €7mn fino al 2026 e crescere intorno a €8.5mn nel 2027**.

La significativa crescita attesa dei risultati associata alla bassa intensità di capitale dovrebbe portare a livelli di **RoACE** particolarmente elevati, che dovrebbero **raggiungere il 28% nel 2025, il 78% nel 2026 ed il 95% nel 2027**.

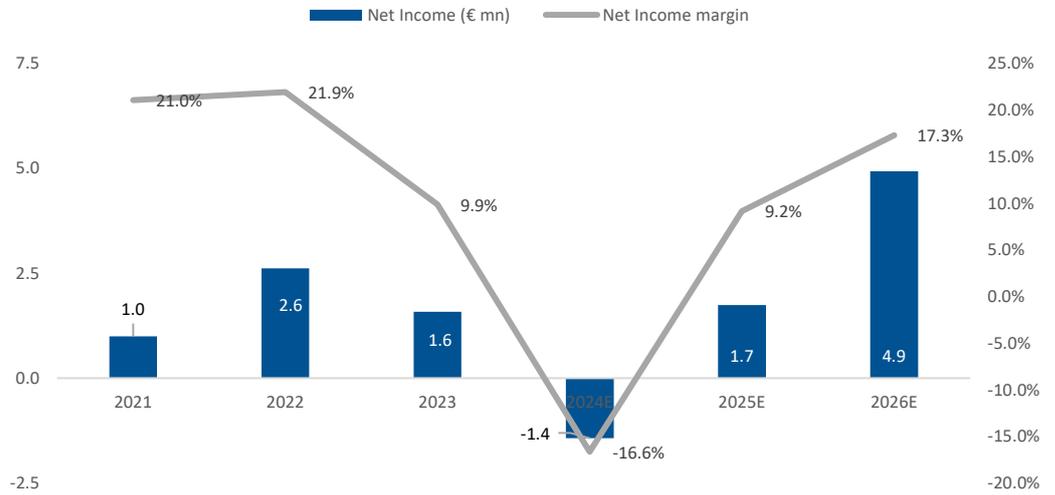
Sulla base delle assunzioni di cui sopra il **free cash flow** è stimato **negativo per €1.6mn nel 2024**, mentre dovrebbe diventare **positivo per €0.8mn nel 2025** e crescere a **€5.0mn nel 2026 ed a €5.6mn nel 2027**. Nei prossimi anni Lemon Sistemi dovrebbe cumulare dunque una **posizione finanziaria netta positiva che al 2027 dovrebbe superare €10mn**, che potrebbe essere utilizzata per effettuare possibili acquisizioni per espandere la propria presenza in nuove aree geografiche.

Lemon Sistemi – 2021-2027E Average Capital Employed, Adj. EBIT and RoACE



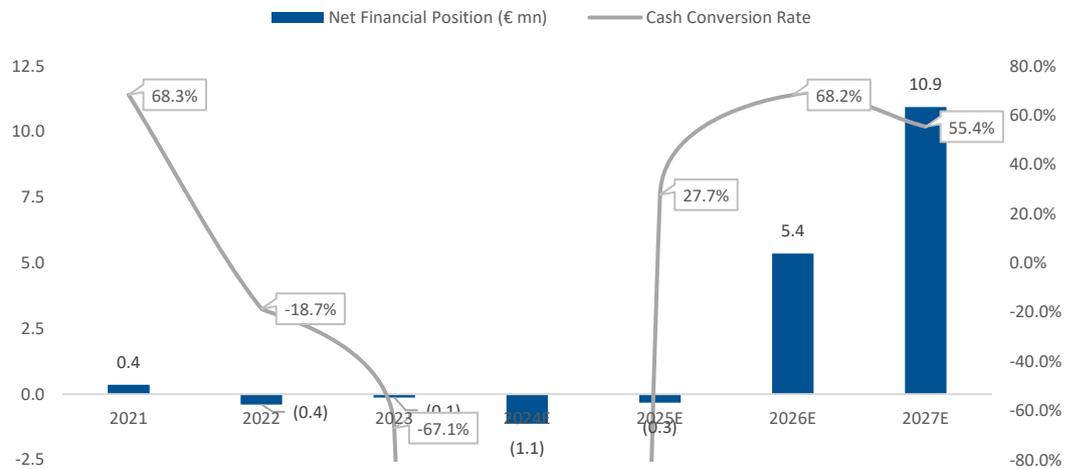
Source: Websim Corporate estimates & Company data

Lemon Sistemi – 2021-2027E Net Income and Net Income Margin



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Lemon Sistemi – 2021-2027E Net Financial Position and Cash Conversion Rate



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Lemon Sistemi – 2024E-2027E Consolidated Income Statement

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (Eu mn)		2024E	2025E	2026E	2027E
Value of Production		8.6	19.0	28.5	36.0
	<i>YoY growth rate</i>	<i>-46.3%</i>	<i>120.9%</i>	<i>50.0%</i>	<i>26.3%</i>
Purchases		(2.5)	(5.5)	(7.4)	(9.0)
	<i>asa % of value of production</i>	<i>29.1%</i>	<i>29.0%</i>	<i>26.0%</i>	<i>25.0%</i>
	<i>YoY growth rate</i>	<i>-63.2%</i>	<i>120.4%</i>	<i>34.5%</i>	<i>21.5%</i>
Services		(3.2)	(7.4)	(10.0)	(12.2)
	<i>asa % of value of production</i>	<i>37.2%</i>	<i>39.0%</i>	<i>35.0%</i>	<i>34.0%</i>
	<i>YoY growth rate</i>	<i>-18.4%</i>	<i>131.6%</i>	<i>34.6%</i>	<i>22.7%</i>
Other operating expenses		(0.6)	(0.7)	(0.8)	(1.0)
	<i>asa % of value of production</i>	<i>7.0%</i>	<i>3.7%</i>	<i>2.8%</i>	<i>2.8%</i>
	<i>YoY growth rate</i>	<i>48.5%</i>	<i>16.7%</i>	<i>14.3%</i>	<i>25.0%</i>
Non-recurring costs		0.0	0.0	0.0	0.0
	<i>asa % of value of production</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
	<i>YoY growth rate</i>				
Added Value		2.3	5.4	10.3	13.8
	<i>% margin</i>	<i>26.7%</i>	<i>28.3%</i>	<i>36.2%</i>	<i>38.2%</i>
	<i>YoY growth rate</i>	<i>-53.0%</i>	<i>133.9%</i>	<i>91.7%</i>	<i>33.4%</i>
Personnel		(2.2)	(2.5)	(3.0)	(3.7)
	<i>asa % of value of production</i>	<i>26.0%</i>	<i>13.1%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.2%</i>
	<i>YoY growth rate</i>	<i>5.0%</i>	<i>11.4%</i>	<i>20.2%</i>	<i>22.6%</i>
EBITDA		0.1	2.9	7.3	10.1
	<i>% margin</i>	<i>0.7%</i>	<i>15.2%</i>	<i>25.7%</i>	<i>28.0%</i>
	<i>YoY growth rate</i>	<i>-97.8%</i>	<i>4719.2%</i>	<i>153.7%</i>	<i>37.8%</i>
Amortizations		(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
Depreciations		(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Provisions and write-downs (ups)		0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT		(0.3)	2.4	6.8	9.5
	<i>% margin</i>	<i>-3.1%</i>	<i>12.9%</i>	<i>23.8%</i>	<i>26.5%</i>
	<i>YoY growth rate</i>	<i>-111.6%</i>	<i>-1030.5%</i>	<i>177.3%</i>	<i>40.8%</i>
Financial income		0.1	0.1	0.2	0.3
Financial expenses		(1.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Associates		0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax Profit		(1.4)	2.4	6.8	9.7
	<i>% margin</i>	<i>-16.6%</i>	<i>12.7%</i>	<i>24.0%</i>	<i>27.0%</i>
	<i>YoY growth rate</i>	<i>-162.3%</i>	<i>-268.9%</i>	<i>182.7%</i>	<i>42.3%</i>
Current taxes		(0.0)	(0.7)	(1.9)	(2.7)
Previous year' taxes		(0.0)	0.0	0.0	0.0
Deferred taxes		0.0	0.0	0.0	0.0
Total taxes		(0.0)	(0.7)	(1.9)	(2.7)
<i>% corporate tax rate</i>		<i>0.0%</i>	<i>27.9%</i>	<i>27.9%</i>	<i>27.8%</i>
<i>% curent tax rate</i>		<i>0.0%</i>	<i>27.9%</i>	<i>27.9%</i>	<i>27.8%</i>
Group Net Income		(1.4)	1.7	4.9	7.0
Minority interests		0.0	0.0	0.0	0.0
Net Income pertaining to company' shareholders		(1.4)	1.7	4.9	7.0
	<i>% margin</i>	<i>-16.6%</i>	<i>9.2%</i>	<i>17.3%</i>	<i>19.5%</i>
	<i>YoY growth rate</i>	<i>-190.4%</i>	<i>-221.7%</i>	<i>183.0%</i>	<i>42.4%</i>

Source: Websim Corporate estimates

Lemon Sistemi – 2024E-2027E Consolidated Balance Sheet

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (Eu mn)	2024E	2025E	2026E	2027E
Tangible assets	0.7	1.9	1.9	2.0
Intangible assets	0.9	0.8	0.7	0.6
	<i>of which goodwill</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>
	<i>of which other intangible assets</i>	<i>0.9</i>	<i>0.8</i>	<i>0.7</i>
Financial assets	0.0	0.0	0.0	0.0
Fixed assets	1.7	2.7	2.7	2.6
Inventory	6.1	6.1	6.3	7.9
Trade receivables	0.9	1.1	1.7	2.2
Trade Payables	(1.0)	(1.3)	(2.0)	(2.5)
Operating Working Capital	5.9	5.9	6.0	7.6
Other current assets	4.0	4.0	4.0	4.0
Other current liabilities	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
Net Working Capital	6.9	6.8	6.9	8.5
Long-term liabilities	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.7)
Capital Employed	8.1	9.0	9.0	10.4
Cash & near cash	2.2	4.0	9.3	12.7
Short-term indebtness	(1.9)	(2.9)	(2.5)	(0.3)
Long-term indebtness	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
Net financial position	(1.1)	(0.3)	5.4	10.9
Shareholders' net equity	7.0	8.7	14.3	21.3
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0
Group' net equity	7.0	8.7	14.3	21.3
Total Sources	8.1	9.0	9.0	10.4

Source: Websim Corporate estimates

Lemon Sistemi – 2024E-2027E Consolidated Cash Flow

CONSOLIDATED CASH FLOW (Eu mn)	2024E	2025E	2026E	2027E
Net Income	(1.4)	1.7	4.9	7.0
Taxes	0.0	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	0.3	0.4	0.5	0.5
Provisions, net of use of funds	0.1	0.1	0.1	0.1
Write-downs (ups)	0.0	0.0	0.0	0.0
Δ OWC	(6.0)	0.0	(0.1)	(1.6)
Δ Other current assets, liabilities and funds	6.1	0.0	0.0	0.0
Other operating non-monetary items	(0.0)	0.0	0.0	0.0
Operating Cash Flow (OCF)	(0.9)	2.3	5.5	6.1
Capital expenditures in tangible assets	(0.5)	(1.2)	(0.1)	(0.1)
Capital expenditures in intangible assets	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
Capital expenditures in financial assets	0.0	0.0	0.0	0.0
Divestments	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow (FCF)	(1.6)	0.8	5.0	5.6
Dividend distribution to Company shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend distribution to minority shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend cashed-in	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital increase (reimbursement)	0.6	0.0	0.7	0.0
Other non-operating non-monetary items	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Cash Flow	(1.0)	0.8	5.7	5.6

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione e conclusioni

Stimiamo un *fair value* per azione fully diluted Lemon Sistemi pari a €3.50, al netto di uno sconto liquidità del 20%. A questa valutazione siamo giunti utilizzando solo un *Discounted Cash Flow Model*, in quanto nel settore di attività della società non sono presenti operatori quotati di grandi dimensioni che possano essere presi come riferimento per un'analisi dei multipli utile a fini valutativi.

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del Discounted Cash Flow Model abbiamo utilizzato le nostre stime esplicite 2024-2027. Per gli anni successivi abbiamo assunto delle ipotesi molto prudenti, che includono una stabilizzazione dei ricavi in termini nominali sui livelli del 2027 ed una riduzione dell'EBITDA margin di 200bps nel 2028, 200bps nel 2029 ed altri 200bps nel 2030, ipotizzando una marginalità terminale del 22%.

Lemon Sistemi – Discounted Cash Flow Model (€ mn)

	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	TV
Value of Production	11.9	16.0	8.6	19.0	28.5	36.0	36.0	36.0	36.0
<i>YoY growth</i>	<i>152.8%</i>	<i>34.1%</i>	<i>-46.3%</i>	<i>120.9%</i>	<i>50.0%</i>	<i>26.3%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
EBITDA	4.0	2.8	0.1	2.88	7.3	10.1	9.4	8.6	7.9
<i>EBITDA margin</i>	<i>33.5%</i>	<i>17.2%</i>	<i>0.7%</i>	<i>15.2%</i>	<i>25.7%</i>	<i>28.0%</i>	<i>26.0%</i>	<i>24.0%</i>	<i>22.0%</i>
D&A and provisions	(0.1)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
EBIT	3.9	2.3	(0.3)	2.4	6.8	9.5	8.8	8.1	7.4
<i>EBIT margin</i>	<i>32.8%</i>	<i>14.1%</i>	<i>-3.1%</i>	<i>12.9%</i>	<i>23.8%</i>	<i>26.5%</i>	<i>24.5%</i>	<i>22.5%</i>	<i>20.6%</i>
Taxes	(1.1)	(0.7)	(0.0)	(0.7)	(1.9)	(2.7)	(2.5)	(2.3)	(2.1)
<i>tax rate</i>	<i>28.9%</i>	<i>31.1%</i>	<i>0.0%</i>	<i>27.9%</i>	<i>27.9%</i>	<i>27.8%</i>	<i>27.8%</i>	<i>27.8%</i>	<i>27.8%</i>
NOPAT	2.8	1.6	-0.3	1.8	4.9	6.9	6.4	5.8	5.4
D&A	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Change in NWC	(2.6)	(3.4)	0.1	0.0	(0.1)	(1.6)	0.0	0.0	0.0
Capex	(0.2)	(1.2)	(0.7)	(1.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
<i>% Capex on net turnover</i>	<i>1.4%</i>	<i>7.7%</i>	<i>8.1%</i>	<i>7.9%</i>	<i>1.8%</i>	<i>1.4%</i>	<i>1.4%</i>	<i>1.4%</i>	<i>1.4%</i>
Free Cash Flow (FCF)	0.0	(2.8)	(0.5)	0.7	4.9	5.4	6.4	5.9	5.4
<i>Discounting factor</i>			<i>1.00</i>	<i>0.90</i>	<i>0.80</i>	<i>0.72</i>	<i>0.64</i>	<i>0.58</i>	<i>0.51</i>
Discounted Free Cash Flow			(0.5)	0.6	3.9	3.8	4.1	3.4	2.8

Source: Websim Corporate estimates

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

- **Tasso Risk Free** pari al **4.0%**;
- **Equity Risk Premium** pari al **5.5%**;
- **Beta unlevered** pari a **1.40**, superiore rispetto all'Adj. Beta rilevato per la Società dalla prima quotazione, pari a 0.42 (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" nullo** che corrisponde ad un tasso reale negativo del 2.0%, assumendo un tasso di inflazione a lungo termine del 2.0%.

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** pari all'**11.7%**.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value, pari a circa €39 milioni, di cui il 61% riconducibile al valore terminale della Società. L'**Equity Value** è anch'esso pari a €39 milioni, equivalente a €4.4 per azione fully diluted (valore che tiene conto dell'emissione di 348,250 azioni nel 2026 a €1.96 per azione per l'esercizio dei warrant emessi in fase di IPO).

Lemon Sistemi – Discounted Cash Flow Valuation Summary

A) 2024-29 Discounted Free Cash Flows	15.3	39%
Terminal Value	46.1	
Discounting factor	0.51	
B) Discounted Terminal Value	23.7	61%
C) = (A+B) Enterprise Value	39.1	100%
NFP @ 31.12.2023	(0.1)	
Present value of cash-in for warrant exercise	0.5	
Equity Value	39.5	
Number of fully diluted shares (mn)	8.94	
Fair Value per share (€)	4.4	

Source: Websim Corporate estimates

Stante la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performedo 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").

Lemon Sistemi – DCF Sensitivity Analysis to WACC and "g"

Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth					
	9.7%	10.7%	11.7%	12.7%	13.7%
-2.0%	4.4	4.2	4.1	3.9	3.8
-1.5%	4.6	4.3	4.1	4.0	3.8
-1.0%	4.7	4.4	4.2	4.0	3.9
-0.5%	4.8	4.5	4.3	4.1	4.0
0.0%	5.0	4.7	4.4	4.2	4.0
0.5%	5.1	4.8	4.5	4.3	4.1
1.0%	5.3	4.9	4.7	4.4	4.2
1.5%	5.5	5.1	4.8	4.5	4.3
2.0%	5.8	5.3	4.9	4.6	4.4

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 due punti percentuali, al 13.7%, vale a dire **in uno scenario che definiamo Worst Case, le nostre stime supporterebbero una valutazione per azione fully diluted pari a €3.8, superiore di oltre il 110% rispetto alle attuali quotazioni.**

La congruità della nostra valutazione trova ulteriore conferma nel fatto che il valore terminale risultante dal *Discounted Cash Flow Model* corrisponde ad un **EV/EBITDA terminale pari a 5.8x, che risulta lievemente superiore all'EV/EBITDA 2025E sulla base delle attuali quotazioni di mercato (5.4x)**. In sostanza la nostra valutazione non assume un'espansione dei multipli nel lungo termine.

Ai valori ottenuti dall'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* (€4.4 per azione *fully diluted*), in funzione della ridotta capitalizzazione di mercato e dell'analogo ridotto flottante (pari a poco più di €2 milioni a prezzi correnti di mercato), abbiamo applicato uno **sconto liquidità pari al 20%**. Il nostro **target price** è dunque pari a **€3.5 per azione** che, ai prezzi attuali di mercato del titolo, implica un **potenziale di rialzo di oltre il 90%**.

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

Lemon Sistemi – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
F.d. shares (mn)	8.9	8.9	8.9	8.9
Market Cap.	32	32	32	32
Enterprise Value	32	31	26	20
EV/Sales	3.7	1.7	0.9	0.6
EV/EBITDA	537.6	10.9	3.5	2.0
EV/EBIT	-122.5	12.8	3.8	2.1
EV/Capital Employed	4.0	3.5	2.9	1.9
P/E	n.m.	18.1	6.4	4.5
P/CEPS	n.m.	14.5	5.8	4.2

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

Riteniamo che Lemon Sistemi rappresenti un'interessante opportunità di investimento in un'ottica di medio/lungo periodo per i seguenti motivi.

- **Mercato di riferimento** – In Italia, le energie rinnovabili svolgono un ruolo centrale nella politica energetica nazionale, ed il Piano Nazionale Integrato Energia e Clima (PNIEC) che guida la transizione energetica del paese, prevede che per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione siano necessari in questo settore investimenti pubblici e privati pari a circa €82bn nel periodo 2024-2030, di cui €46bn nel segmento del fotovoltaico. Questi investimenti rappresenteranno una forte opportunità di crescita per Lemon Sistemi, che ha il vantaggio di operare principalmente in una regione, la Sicilia, che per motivi climatici risulta particolarmente adatta all'installazione di parchi fotovoltaici, la nuova linea di business che tratterà la crescita della società nei prossimi anni. Ulteriori opportunità di crescita potranno essere colte nei prossimi anni nel mercato BESS (Battery Energy Storage System), in quanto il gestore del sistema di trasmissione, Terna, prevede che entro il 2030 debbano essere resi disponibili online 9GW/71GWh di nuova capacità di accumulo sulla propria rete.
- **Posizionamento competitivo** – Lemon Sistemi è una delle principali società siciliane e, tra queste, l'unica quotata in borsa, operante nello sviluppo, nell'EPC e nella gestione di impianti fotovoltaici. Inoltre, essa è in grado di supportare i clienti in tutte le fasi del ciclo di vita dell'investimento, dalla promozione iniziale, alla progettazione, installazione, collaudo e assistenza post-vendita. Riteniamo che queste caratteristiche ed i 15 anni di esperienza nel settore forniscano alla società un importante vantaggio competitivo in ambito regionale sia sotto il profilo commerciale sia nella capacità di attrarre personale specializzato in aree come progettazione, urbanistica e gestione di progetti, facilitando l'apertura di nuovi punti vendita in Sicilia.
- **Azionariato** – Il recente ingresso di Miria Group tra gli azionisti della società, con una quota del 4.8%, rappresenta a nostro avviso una notizia molto positiva. Miria Group è un asset manager con circa €2.4bn in gestione che, da novembre 2023, fa capo alla Fondazione Enasarco. Riteniamo pertanto, che Miria Group possa rappresentare per Lemon Sistemi il partner ideale per lo sviluppo di nuovi progetti di dimensioni rilevanti.
- **Solidità finanziaria e generazione di cassa** – Lemon Sistemi ha una posizione finanziaria netta in sostanziale pareggio e, dopo un 2024 negativo dovuto al venir meno del Superbonus 110, nei prossimi anni dovrebbe generare flussi di cassa rilevanti grazie alla crescita prevista del volume d'affari ed all'elevata cash conversion, che prevediamo mediamente superiore al 60% nel prossimo triennio, con un free cash flow cumulato che dovrebbe superare €11mn, pari ad oltre il 70% dell'attuale capitalizzazione di borsa della società. Tali risorse potrebbero essere utilizzate per accelerare il processo di crescita anche in altre regioni tramite acquisizioni.
- **Valutazione** – Sulla base del nostro DCF e tenendo conto anche di uno sconto liquidità del 20%, il titolo Lemon Sistemi presenta un potenziale upside di oltre il 90%. Ciò trova conferma anche nel rapido calo dei multipli: al nostro target price di €3.50 l'EV/EBITDA, pari a 10.9x sul 2025E, scende a 3.5x sul 2026E ed a 2.0x sul 2027E.

Pur consapevoli dei rischi legati al fatto che Lemon Sistemi rappresenta ancora una società di piccole dimensioni con una forte concentrazione geografica del proprio business, riteniamo che essi siano ampiamente compensati dagli aspetti positivi sopra elencati. **Iniziamo pertanto la copertura di Lemon Sistemi con una raccomandazione BUY e target price a €3.5 per azione fully diluted.**

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	LEMON SISTEMI		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	
Current Target (Eu):	3.50	Previous Target (Eu):	
Current Price (Eu):	1.80	Previous Price (Eu):	
Date of report:	04/12/2024	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 Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certifies that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Ave, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

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

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

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&P500 Index, most of those on the MIBEX 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 30 September 2024 Intermonte's Research Department covered 125 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	28.24 %
OUTPERFORM:	48.09 %
NEUTRAL:	23.67 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (61 in total) is as follows:

BUY:	55.74 %
OUTPERFORM:	34.43 %
NEUTRAL:	09.83 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

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

Intermonte SIM S.p.A. is acting as ECM advisor and placement agent in AQUAFIL's capital increase with an agreement with the company for the publication of an equity research regarding the company and the transaction. Intermonte will receive fees from the company for its activity as ECM Advisor and placement agent.

Intermonte is acting as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkemy S.p.A.

Intermonte is acting as financial advisor to Eagle S.p.A. and intermediary responsible for coordinating the collection of sale requests in relation to the sell-out procedure on Greenthesis S.p.A.

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aedes, Aquafil, Civitanavi Systems, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), 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, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DHH, El.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), IEG, IndelB, Intred, Luve, Misitano & Stracuzzi, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharamantra, Relatech, Reply, Revo Insurance, Reway, Saes Getters, Sciuker Frames, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Star7, SyS-Dat Group, 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 performs 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, FTMB, 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 Webisim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider and/or Specialist and/or Corporate Broker on the following companies: Abitare In, Alkemy, Allcore, Almawave, Banca Sistema, Bifire S.p.A., B&C Speakers, Casta Diva Group, Cleanbnb, Coffe, Crowdfundme, Cube Labs, Cy4gate, Cyberoo, DHH, Digital Bros, Digital Magics, Digitouch, Doxee, Edilziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Energy, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GM Leather, GPI, Green Oleo, High Quality Food, Ikonisys, Intercos, Intred, ISCC Fintech, Lemon Sistemi, Lventure Group, Maps Group, Mare Group, Masi Agricola, Matica Fintec, Misitano & Stracuzzi, Neodecortech, Notorious Pictures, Olidata, Osai Automation System, Racing Force Group, Redfish Long Term Capital, Relatech, Reti, Sciuker Frames, SG Company, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Talea, Tamburi, Tesmec, Tinexta, TMP Group, Tps Group, Trendevic, Ulisse Biomed, Xenia Hôtellerie Solution Spa Società Benefit, Wilit, Zest.

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