

LEMON SISTEMI

Sector: Industrial Services

BUY

Price: Eu1.69 - Target: Eu3.50

FY24 in linea, pipeline parchi fotovoltaici in forte crescita

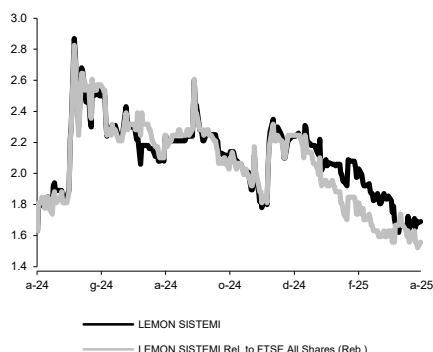
Websim Team +39-02-76418200
research@websim.it

Stock Rating			
Rating:	Unchanged		
Target Price (Eu):	Unchanged		
	2025E	2026E	2027E
Chg in Adj EPS	-1.6%	-0.7%	-0.5%

Next Event

AGM on 5th May 2025 (second call)

LEMON SISTEMI - 12M Performance



Stock Data			
Reuters code:	LS.MI		
Bloomberg code:	LS-IM		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-8.9%	-19.1%	-0.9%
Relative	-5.8%	-22.7%	-10.0%
12M (H/L)	2.87/1.62		
3M Average Volume (th):	7.23		

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	9
Total no. of shares (mn):	9
Mkt Cap Ord (Eu mn):	15
Total Mkt Cap (Eu mn):	15
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):	9
BVPS (Eu):	0.99
P/BV:	1.7
Net Financial Position (Eu mn):	-3
Enterprise Value (Eu mn):	18

Il FY24, in linea con le attese, è stato un esercizio di transizione, con attività in forte ridimensionamento (VdP -43% YoY a Eu9.1mn) e risultato netto in rosso per Eu1.2mn a causa del venire meno del Superbonus 110 e della presenza di Eu1.0mn di oneri non ricorrenti. Lo scorso anno Lemon Sistemi ha però posto solide basi per la crescita futura, con lo sviluppo del nuovo business dei parchi fotovoltaici, la cui pipeline ha già raggiunto 48MW, pari ad un valore di mercato di circa Eu42mn. Confermiamo le nostre stime che vedono nel FY25 il VdP più che raddoppiare a Eu19mn, con un EBITDA margin intorno al 15%. Confermiamo il rating BUY ed il TP a Eu3.50.

■ **Risultati FY24 in significativo calo, sostanzialmente in linea con le stime.** Il FY24 si è chiuso con il VdP in calo del 43% YoY a Eu9.1mn (+6% vs. stima Websim), l'EBITDA in pareggio (vs. stima Websim di Eu0.1mn) da Eu2.8mn del FY23, ed il risultato netto a Eu-1.2mn (vs. stima Websim di Eu-1.4mn) da Eu1.6mn del FY23. Il ridimensionamento dell'attività è dovuto al venir meno del Superbonus 110, che nel 2023 aveva rappresentato il 44% del totale. La linea di business principale resta quella del fotovoltaico (VdP -17% YoY a Eu6.2mn), ma nel FY24 comincia ad assumere un peso significativo la linea parchi fotovoltaici (+264% YoY a Eu2.2mn), che ha determinato un rallentamento delle attività tradizionali avendo assorbito la maggior parte delle risorse aziendali. Inoltre, il valore dei progetti dei parchi è iscritto in bilancio sulla base del costo sostenuto, mentre il loro valore di mercato farebbe emergere un margine ancora non contabilizzato di Eu1.7mn. Sul risultato netto hanno poi pesato Eu1.2mn di oneri finanziari netti (in linea con la stima Websim), di cui Eu1.0mn di carattere non ricorrente. L'indebitamento netto è cresciuto di Eu2.7mn YoY a Eu4.3mn (vs. stima Websim di Eu1.1mn), dopo un aumento di capitale di Eu0.6mn.

■ **Pipeline parchi fotovoltaici in forte crescita.** A fine 1Q25 la pipeline relativa ai parchi ha raggiunto 48.1MW (+30% rispetto all'1H24), per un valore di mercato pari a circa Eu42mn (+20% rispetto all'1H24). La pipeline è composta da 13 parchi, di cui 5 già autorizzati (13.7MW), 2 che dovrebbero essere autorizzati entro fine giugno (7.0MW), 2 che hanno già ricevuto i preventivi di connessione (7.1MW) e 4 in attesa dei preventivi (20.3MW). Prosegue intanto l'attività di scouting per nuovi parchi.

■ **Attese molto positive per B2B e B2C.** Nel 2025 è attesa una significativa crescita della vendita di impianti fotovoltaici grazie ad una serie di nuovi incentivi governativi e regionali, alla migliorata formazione dei commerciali per affrontare trattative su impianti di medie dimensioni, alla partecipazione a bandi di gara privati per circa 8MW, ed alla sottoscrizione di accordi con due agenzie che operano nella vendita di luce e gas e che vendono anche impianti fotovoltaici in Sicilia e altre tre regioni.

■ **Stime, rating e TP confermati.** Confermiamo le nostre stime, che vedono nel FY25 il VdP più che raddoppiare a Eu19mn, di cui oltre il 50% nel segmento parchi, e l'EBITDA raggiungere Eu2.9mn (margine al 15.2%). Confermiamo il BUY ed il TP di Eu3.50, con aumento dell'ERP di 50bps al 6.0% compensato dal rollover del DCF.

Key Figures & Ratios	2023A	2024A	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	-0.140	0.192	0.547	0.781
EPS Old Adj (Eu)	0.207	-0.164	0.195	0.551	0.785
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj		nm	6.1	1.7	0.7
EV/EBIT Adj		nm	7.2	1.8	0.7
P/E Adj	8.2	nm	8.8	3.1	2.2
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	0.6	-239.8	1.0	-0.4	-0.8

LEMON SISTEMI – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	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	-2	2	7	10
Taxes	-1	-1	0	-1	-2	-3
Tax rate	28.9%	31.1%	20.6%	28.0%	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	2024A	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	-0.140	0.192	0.547	0.781
EPS Adj f.d	0.386	0.207	-0.140	0.192	0.547	0.781
BVPS f.d	0.603	1.018	0.822	0.995	1.618	2.399
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	2	2	-1	2	6	8
Change in NWC	-3	-4	-2	1	-0	-2
Capital Expenditure	-0	-1	-1	-2	-1	-1
Other Cash Items	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-1	-3	-3	1	5	5
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	-1	-3	1	6	5
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	0	1	2	3	3	3
Net Working Capital	4	8	10	10	10	11
Long term Liabilities	-0	-0	-0	-1	-1	-1
Net Capital Employed	4	9	11	12	12	13
Net Cash (Debt)	-0	-2	-4	-3	3	8
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	2024A	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap			18	15	15	15
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-0	-2	-4	-3	3	8
Enterprise Value			23	18	12	7
Ratios (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	33.5%	17.2%	nm	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%	20.4%	60.1%	33.5%	-18.9%	-38.3%
Interest Cover on EBIT	16.3	nm	nm	37.9	nm	nm
Net Debt/EBITDA Adj	0.1	0.6	-239.8	1.0	-0.4	-0.8
ROACE*	143.1%	32.4%	-3.5%	21.7%	60.3%	76.1%
ROE*	nm	32.6%	-16.5%	23.2%	48.4%	43.1%
EV/CE			2.3	1.6	1.1	0.5
EV/Sales			2.5	0.9	0.4	0.2
EV/EBITDA Adj			nm	6.1	1.7	0.7
EV/EBIT Adj			nm	7.2	1.8	0.7
Free Cash Flow Yield	-5.1%	-22.8%	-23.0%	9.2%	34.6%	37.8%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Sales	152.8%	34.1%	-43.2%	108.9%	50.0%	26.3%
EBITDA Adj	174.9%	-31.0%	nm	nm	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	185.6%	42.7%
EPS Adj	163.3%	-46.4%	nm	nm	185.6%	42.7%
DPS						

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Risultati FY24

Venerdì 28 marzo, in serata, Lemon Sistemi ha comunicato i risultati FY24, che non si discostano in misura significativa dalle stime Websim:

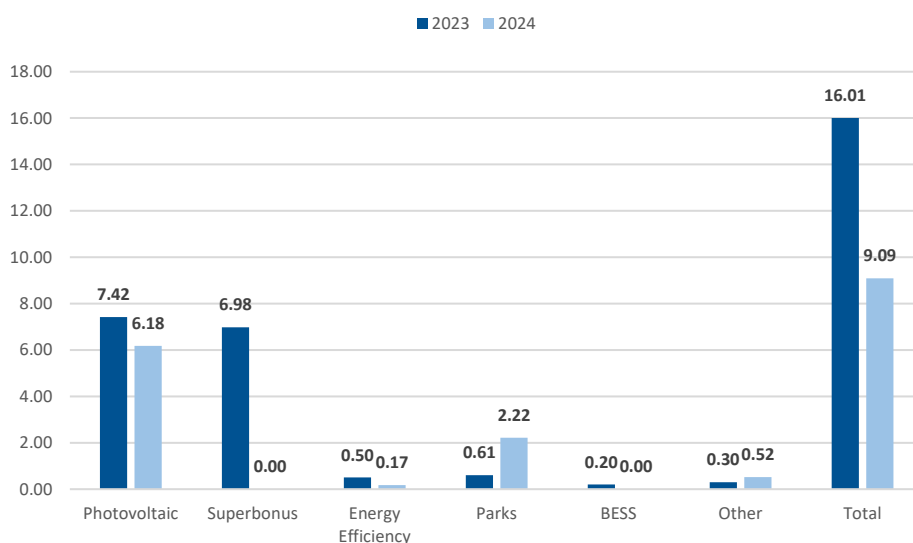
- **Valore della produzione** -43% YoY a Eu9.1mn, +6% vs. stima Websim di Eu8.6mn;
- **EBITDA** in sostanziale pareggio da Eu2.8mn del FY23, vs. stima Websim di Eu0.1mn;
- **Risultato netto** Eu-1.2mn da Eu1.6mn del FY23, vs. stima Websim di Eu-1.4mn;
- **Indebitamento finanziario netto** in crescita di Eu2.7mn YoY a Eu4.3mn, vs. stima Websim di Eu1.1mn.

Analisi del valore della produzione

Nell'analizzare il **forte calo del valore della produzione** registrato nel FY24, bisogna considerare i seguenti fattori:

- la componente **Superbonus 110**, che nel FY23 aveva rappresentato il 44% del VdP (Eu7.0mn), è **venuta meno definitivamente** a causa della scadenza degli incentivi;
- l'attività core relativa alla progettazione e realizzazione di **impianti fotovoltaici b2c e b2b** ha subito un **calo del 17% YoY a Eu6.2mn** risentendo soprattutto dell'attesa dell'apertura della piattaforma Transizione 5.0, avvenuta a fine luglio 2024, che ha determinato ritardi nella conclusione dei contratti b2b ed in alcuni casi ha determinato la modifica degli stessi per allineare i progetti alle caratteristiche del bando, cui si sono aggiunti ulteriori ritardi nella realizzazione degli impianti in quanto i moduli fotovoltaici ammissibili al bando Transizione 5.0 si sono resi disponibili sul mercato solo alla fine del mese di novembre 2024;
- la nuova linea di business relativa alla realizzazione di impianti fotovoltaici e agri voltaici di medie dimensioni (**parchi fotovoltaici**), che richiedono tempi di realizzazione fino a quindici mesi, non ha generato ancora ricavi; tuttavia, ha assorbito gran parte delle risorse aziendali, rappresentando il 24% del VdP (**Eu2.2mn**), con un **incremento YoY del 264%**.

Lemon Sistemi – 2023 -2024 VoP breakdown (Eu mn)



Source: Company data

Nel FY24 sono state poste solide basi per la futura crescita del volume d'affari. Nel corso dello scorso anno e nell'1Q25 il Gruppo ha infatti avviato in sviluppo progetti e domande di connessione pari a **48.1MW** di impianti destinati a **13 parchi fotovoltaici** per un ammontare stimato di futura vendita di **circa Eu42mn**, di cui:

- **5 parchi**, pari a 13.7MW, che si trovano nello stato di ready to build, dopo che Lemon Sistemi ha accettato i preventivi di connessione ricevuti ed ha completato l'iter abilitativo necessario per la costruzione;
- **2 parchi**, pari a 7.0MW, che dovrebbero acquisire la qualifica di ready to build entro fine giugno 2025, in quanto Lemon Sistemi ha accettato i preventivi di connessione ricevuti ed ha avviato l'iter abilitativo necessario per l'autorizzazione;

- **2 parchi**, pari a 7.1MW, per i quali Lemon Sistemi ha già ricevuto i preventivi di connessione ed ha in corso la valutazione per la loro accettazione;
- **4 parchi**, pari a 20.3MW, per i quali Lemon Sistemi è in attesa di ricevere i preventivi di connessione.

La pipeline relativa ai parchi fotovoltaici sta crescendo a tassi molto sostenuti in quanto a fine settembre 2024 i progetti avviati riguardavano 10 parchi, per un totale di 37.2MW ed un valore di mercato di circa Eu35mn. In sei mesi la pipeline dei parchi è dunque cresciuta del 30% come numero di impianti e MW e del 20% in termini di valore.

Analisi dei margini

L'azzeramento dell'EBITDA nel FY24 dagli Eu2.8mn del FY23, quando il margine era stato pari al 17.2%, è sostanzialmente riconducibile alla forte contrazione del volume d'affari. Va tuttavia evidenziato un **effetto contabile che ha portato a sottostimare il margine effettivamente realizzato nel corso dell'esercizio**. Come già detto precedentemente, i lavori in corso sui parchi fotovoltaici nel FY24 non sono stati fatturati e sono stati contabilizzati a costo per un valore complessivo di Eu2.2mn. Se fossero invece stati contabilizzati a valore di mercato a stato avanzamento lavori avrebbero invece determinato un valore della produzione di Eu3.9mn, apportando **Eu1.7mn di marginalità aggiuntiva**. In sostanza il FY24 si sarebbe chiuso con un VdP di Eu10.8mn ed un EBITDA di Eu1.7mn (-39% YoY), pari ad un EBITDA margin intorno al 16%. Dunque, l'azzeramento della marginalità registrato nel FY24 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, comunque, ha risentito del venire meno dei ricavi da Superbonus 110.

L'EBIT nel FY24 è sceso a Eu-0.3mn da Eu2.3mn del FY23, riflettendo il calo registrato a livello EBITDA ed una riduzione degli ammortamenti e accantonamenti a Eu0.3mn da Eu0.5mn del FY23. L'utile ante imposte ha invece risentito anche di un peggioramento di Eu1.2mn della gestione finanziaria (Eu-1.2mn dal pareggio del FY23), chiudendo a Eu-1.5mn da Eu2.3mn del FY23. Va sottolineato, tuttavia, che **la gestione finanziaria include Eu1.0mn di oneri non ricorrenti**, che rappresentano le commissioni trattenute dai cessionari a valle della liquidazione avvenuta nel 2024 dei crediti fiscali Superbonus per attività svolte nel 2023. **Il risultato netto, pari a EU-1.2mn da Eu1.6mn del FY23**, ha beneficiato di Eu0.3mn di credito fiscale sull'imponibile IRES negativo.

Analisi del cash flow e dell'indebitamento

Nel FY24 **l'Operating Cash Flow è stato negativo per Eu2.5mn** avendo anche risentito di un aumento di Eu1.7mn del NWC (Eu10.1mn da Eu8.4mn). Nell'esercizio si è registrato in particolare un aumento di Eu7.0mn dell'Operating Working Capital (Eu7.1mn da Eu0.1mn), derivante dal crescente peso del business relativo ai parchi fotovoltaici, caratterizzato da un ciclo del circolante molto più lungo rispetto al tradizionale business fotovoltaico B2B e B2C: i lavori in corso sono aumentati di Eu3.4mn a Eu5.6mn (di cui Eu3.4mn relativi ai parchi) ed i debiti commerciali sono diminuiti di Eu3.4mn a Eu0.9mn. Tale effetto è stato parzialmente compensato dalla riduzione dei crediti fiscali, scesi di Eu1.7mn a Eu3.2mn, in quanto questi sono stati in parte ceduti a terzi e non ricostituiti, essendo non più utilizzabile lo strumento di pagamento "sconto in fattura".

Il Free Cash Flow è stato negativo per Eu3.3mn, dopo avere sostenuto Eu0.8mn di capex, di cui Eu0.4mn relativi alle lavorazioni in economia eseguite sulla nuova sede operativa aziendale.

L'indebitamento finanziario netto è cresciuto di Eu2.7mn a Eu4.3mn, avendo beneficiato di Eu0.6mn di aumento di capitale sottoscritto nel mese di giugno dal Fondo Itaca di Miria Group. Il rapporto Net Debt / Equity sale a 0.6x da 0.2x, mantenendosi comunque su livelli non particolarmente elevati, considerato anche che il debito finanzia meno della metà del NWC.

Lemon Sistemi – FY24 Results

(Eu mn)	2023A	2024A	YoY	2H23A	2H24A	YoY	2024E	2024A	A. vs. E.
Sales	13.9	5.1	-63.1%	9.4	2.9	-68.6%	5.8	5.1	-11.6%
o/w B2B	6.7	3.0	-55.2%	5.8	1.3	-76.9%	3.8	3.0	-21.3%
o/w B2C	6.7	2.0	-70.7%	3.5	1.4	-58.5%	2.0	2.0	-1.5%
o/w Parks	0.5	0.2	-64.7%	0.1	0.2	39.1%	0.0	0.2	n.m.
o/w BESS and other	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Value of Production	16.0	9.1	-43.2%	9.6	4.7	-50.5%	8.6	9.1	5.7%
EBITDA	2.8	0.0	-100.7%	2.0	0.4	-79.9%	0.1	0.0	-130.1%
% of VoP	17.2%	-0.2%		20.8%	8.5%		0.7%	-0.2%	
D&A and Provisions	-0.5	-0.3		-0.4	-0.2		-0.3	-0.3	
EBIT	2.3	-0.3	-114.8%	1.6	0.2	-84.9%	-0.3	-0.3	27.9%
% of VoP	14.1%	-3.7%		16.9%	5.2%		-3.1%	-3.7%	
Net Financial Charges	0.0	-1.2		0.0	-0.1		-1.2	-1.2	
Associates	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Pretax Profit	2.3	-1.5	-167.0%	1.6	0.1	-91.4%	-1.4	-1.5	7.5%
Taxes	-0.7	0.3		-0.5	0.3		0.0	0.3	
tax rate	31%	21%		32%	-226%		0%	21%	
Consolidated Net Profit	1.6	-1.2	-177.2%	1.1	0.5	-59.0%	-1.4	-1.2	-14.6%
% of VoP	9.9%	-13.4%		11.7%	9.7%		-16.6%	-13.4%	
Minorities	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Net Profit	1.6	-1.2	-177.2%	1.1	0.5	-59.0%	-1.4	-1.2	-14.6%
% of VoP	9.9%	-13.4%		11.7%	9.7%		-16.6%	-13.4%	
Net Financial Position	-1.6	-4.3		-1.6	-4.3		-1.1	-4.3	
Net Working Capital	8.4	10.1		8.4	10.1		6.9	10.1	
Capex	1.2	0.9		0.8	0.7		0.7	0.9	

Source: Company actual data, Websim Corporate estimates

Outlook

Confermiamo le nostre stime, che vedono un **più che raddoppio del VdP nel FY25 a Eu19mn**, trainato dal business dei parchi fotovoltaici, il cui VdP è atteso a circa Eu10.0mn (+350% YoY), e da un forte recupero del tradizionale business fotovoltaico b2b e b2c, il cui VdP è atteso a circa Eu9.0mn (+46% YoY). La Società ha infatti comunicato di attendersi un'accelerazione della vendita di impianti fotovoltaici nel 2025 grazie a diversi fattori positivi che riassumiamo qui di seguito.

- A maggio è prevista l'apertura della nuova finestra dello sportello **Reddito Energetico Nazionale**, finanziamento in conto capitale finalizzato alla realizzazione di impianti fotovoltaici a uso domestico, di potenza non inferiore a 2kW e non superiore a 6kW, a servizio di unità immobiliari di tipo residenziale nella titolarità di nuclei familiari in condizione di disagio economico, con l'obiettivo di sostenere l'autoconsumo energetico e di favorire la diffusione delle energie rinnovabili. Le risorse finanziarie rese disponibili per il 2025 sono complessivamente pari a **Eu100mn, di cui l'80% riservato alle regioni del Sud e alle Isole**, cifra che potrebbe essere incrementata dai proventi derivanti dalla vendita dell'energia prodotta e non autoconsumata. Il Reddito Energetico Nazionale era stato già introdotto nel 2024, con un ammontare di risorse analogo, e la quota destinata a Sud e Isole, pari sempre all'80%, era stata esaurita in sole 24 ore dall'apertura dello sportello il 5 luglio 2024, con oltre 10,500 richieste pervenute al GSE.
- La finestra 2025 del **Bando Fotovoltaico della Regione Basilicata** mette a disposizione **Eu24mn**, dopo gli Eu15mn erogati nel 2024, a favore di proprietari o usufruttuari di immobili residenziali situati nella regione, che abbiano la residenza nell'immobile oggetto dell'intervento, per l'installazione di impianti fotovoltaici con potenza non inferiore a 3kW, sistemi di accumulo abbinati ad impianti fotovoltaici con capacità non inferiore a 4.5kWh, collettori solari per la produzione di energia termica, pompe di calore e scaldacqua a pompa di calore alimentati da fonti rinnovabili. Il contributo massimo erogabile è di Eu10k a fondo perduto.
- Il Ministero delle Imprese e del Made in Italy (**MIMIT**) ha stanziato **Eu400mn** per il 2025, destinati a **contributi a fondo perduto per le PMI** che investono in impianti fotovoltaici, minieolici e sistemi di accumulo per l'autoproduzione di energia rinnovabile. Il contributo copre fino al 40% delle spese ammissibili per le micro e piccole imprese e fino al 30% per le medie imprese, un ulteriore 30% per l'eventuale componente aggiuntiva di stoccaggio di energia elettrica e fino al 50% per la diagnosi energetica ex-ante necessaria alla pianificazione degli interventi. L'importo delle spese ammissibili è compreso tra Eu30k e Eu1mn. La finestra per la presentazione delle domande è stata aperta il 4 aprile 2025, con scadenza prorogata al 17 giugno 2025.
- La Società ha **migliorato la formazione dei commerciali interni**, allo scopo di affrontare in modo più professionale le trattative su impianti commerciali di medie dimensioni, che hanno visto la sottoscrizione di ordini per circa 1.5MW nei primi due mesi del 2025. Sono inoltre in corso di realizzazione impianti contrattualizzati nel 2024 per ulteriori 1.7MW.
- Sono stati sottoscritti due **accordi con due agenzie** che operano nella vendita di luce e gas e **che vendono anche impianti fotovoltaici**, avendo effettuato questa attività per conto di primari operatori del mercato, quali Plenitude e EnelX. Entrambe le agenzie hanno copertura in **Sicilia**, inoltre una ha copertura anche in **Basilicata**, e l'altra in **Piemonte** e **Liguria**. Sono inoltre stati inseriti due nuovi venditori interni per supporto alle agenzie e sono state aumentate le campagne di marketing per l'attività corrente.
- Lemon Sistemi ha partecipato a **bandi di gara privati per circa 8MW**.
- Lemon Sistemi sta continuando a portare avanti **trattative con primari operatori del mercato per la vendita dei parchi fotovoltaici**. Inoltre, proseguono le attività interne di scouting e di progettazione, allo scopo di continuare ad alimentare la pipeline di parchi fotovoltaici autorizzati e da costruire.

Riportiamo di seguito le nostre stime 2025-2027, che rispetto alle precedenti differiscono solo per un lieve peggioramento della PFN dovuto al maggiore indebitamento finanziario netto a fine 2024.

Lemon Sistemi – Estimates Revision

(Eu mn)	2025 New	2026 New	2027 New	2025 Old	2026 Old	2027 Old	2025 ch.	2026 ch.	2027 ch.
Sales	19.0	28.5	36.0	19.0	28.5	36.0	0.0%	0.0%	0.0%
% YoY growth	100.7%	0.0%	0.0%	57.9%	0.0%	0.0%			
o/w B2B	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	0.0%	0.0%	0.0%
o/w B2C	3.0	4.5	6.0	3.0	4.5	6.0	0.0%	0.0%	0.0%
o/w Parks	10.0	14.0	18.0	10.0	14.0	18.0	0.0%	0.0%	0.0%
o/w BESS and other	0.0	4.0	6.0	0.0	4.0	6.0	n.m.	0.0%	0.0%
Value of Production	19.0	28.5	36.0	19.0	28.5	36.0			
EBITDA	2.9	7.3	10.1	2.9	7.3	10.1	0.0%	0.0%	0.0%
% of VoP	15.2%	25.7%	28.0%	15.2%	25.7%	28.0%			
	-								
% YoY growth	16117.0%	153.7%	37.8%	4719.2%	153.7%	37.8%			
D&A and Provisions	-0.4	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	2.4	6.8	9.5	2.4	6.8	9.5	0.0%	0.0%	0.0%
% of VoP	12.9%	23.8%	26.5%	12.9%	23.8%	26.5%			
% YoY growth	-827.8%	177.3%	40.8%	-1030.5%	177.3%	40.8%			
Net Financial Charges	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2			
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Pretax Profit	2.4	6.8	9.7	2.4	6.8	9.7	-1.5%	-0.7%	-0.5%
Taxes	-0.7	-1.9	-2.7	-0.7	-1.9	-2.7			
tax rate	28%	28%	28%	28%	28%	28%			
Consolidated Net Profit	1.7	4.9	7.0	1.7	4.9	7.0	-1.6%	-0.7%	-0.5%
% of VoP	9.0%	17.2%	19.4%	9.2%	17.3%	19.5%			
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Net Profit	1.7	4.9	7.0	1.7	4.9	7.0	-1.6%	-0.7%	-0.5%
% of VoP	9.0%	17.2%	19.4%	9.2%	17.3%	19.5%			
Net Financial Position	-3.0	2.7	8.2	-0.3	5.4	10.9			

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

Confermiamo il target price di Eu3.50, che incorpora uno sconto liquidità del 20%. A questa valutazione siamo giunti utilizzando solo il 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.

Rispetto alla valutazione precedente abbiamo alzato l'equity risk premium di 50bps portandolo al 6.0%, per renderlo coerente con l'accresciuto profilo di rischio dei mercati azionari a seguito dei dazi annunciati da Trump a inizio aprile. Tale effetto negativo è stato compensato dal rollover di un anno del DCF.

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del Discounted Cash Flow Model abbiamo utilizzato le nostre stime esplicitate 2025-2027, che sono rimaste sostanzialmente invariate. Per gli anni successivi abbiamo mantenuto le nostre 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 (Eu mn)

	2022 A	2023 A	2024 A	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	TV
Value of Production	11.9	16.0	9.1	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>-43.2%</i>	<i>108.9%</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	0.0	2.9	7.3	10.1	9.4	8.6	7.9
<i>EBITDA margin</i>	<i>33.5%</i>	<i>17.2%</i>	<i>-0.2%</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>-3.7%</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)	0.1	(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>20.6%</i>	<i>28.0%</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)	(4.1)	(1.7)	0.6	(0.0)	(1.6)	0.0	0.0	0.0
Capex	(0.2)	(1.2)	(0.9)	(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>9.4%</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	(3.5)	(2.5)	1.3	4.9	5.3	6.4	5.9	5.4
<i>Discounting factor</i>				<i>1.00</i>	<i>0.89</i>	<i>0.79</i>	<i>0.70</i>	<i>0.63</i>	<i>0.56</i>
Discounted Free Cash Flow				1.3	4.4	4.2	4.5	3.7	3.0

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% (invariato)**;
- **Equity Risk Premium** pari al **6.0% (dal precedente 5.5%)**;
- **Beta unlevered** pari a **1.40 (invariato)**, 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 al **12.4% (dal precedente 11.7%)**.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value, pari a circa Eu42mn, di cui il 57% riconducibile al valore terminale della Società. L'**Equity Value è pari a Eu39mn milioni, equivalente a Eu4.3 per azione fully diluted** (valore che tiene conto dell'emissione di 348,250 azioni nel 2026 a Eu1.96 per azione per l'esercizio dei warrant emessi in fase di IPO). Applicando a tale valutazione uno sconto liquidità pari al 20% otteniamo il **target price di Eu3.5 (invariato)**.

Lemon Sistemi – Discounted Cash Flow Valuation Summary (Eu mn)

A) 2025-29 Discounted Free Cash Flows	18.1	43%
Terminal Value	43.5	
Discounting factor	0.56	
B) Discounted Terminal Value	24.2	57%
C) = (A+B) Enterprise Value	42.3	100%
NFP @ 31.12.2024	(4.3)	
Present value of cash-in for warrant exercise	0.6	
Equity Value	38.6	
Number of fully diluted shares (mn)	8.94	
Fair Value per share (Eu)	4.3	
20% liquidity discount	(0.9)	
Target price (Eu)	3.5	

Source: Websim Corporate estimates

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	2025 E	2026 E	2027 E
F.d. shares (mn)	8.94	8.94	8.94
Market Cap.	31	31	31
Enterprise Value	34	28	22
EV/Sales	1.8	1.0	0.6
EV/EBITDA	11.7	3.8	2.2
EV/EBIT	13.8	4.1	2.4
EV/Capital Employed	2.8	2.4	1.7
P/E	18.3	6.4	4.5
P/CEPS	14.5	5.8	4.2

Source: Websim Corporate estimates

Company in Brief

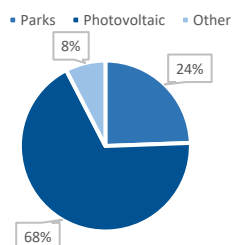
Descrizione della società

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

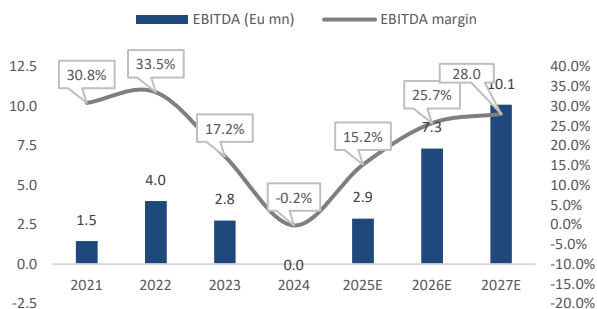
- Specializzazione su impianti *tailor made* di dimensioni contenute (da 3kWp a 10MWp) e conseguente *short time to market*
- Offerta di servizi integrati che assistono il cliente in tutte le fasi del ciclo di vita dell'investimento
- Partnership con operatori di primo livello sul mercato nazionale e 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 – 2024 VoP Breakdown



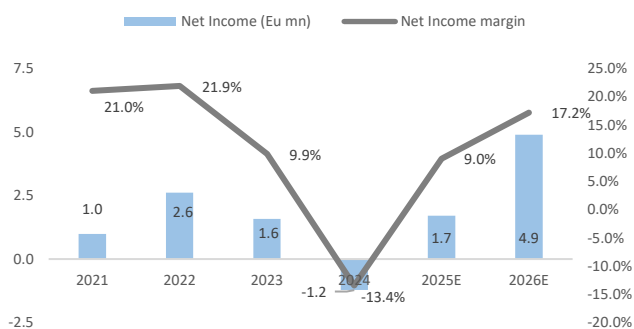
Source: Company Data

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

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

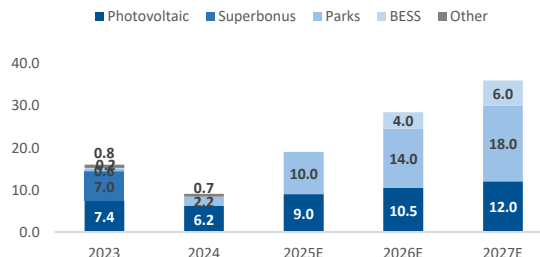
Azionisti

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

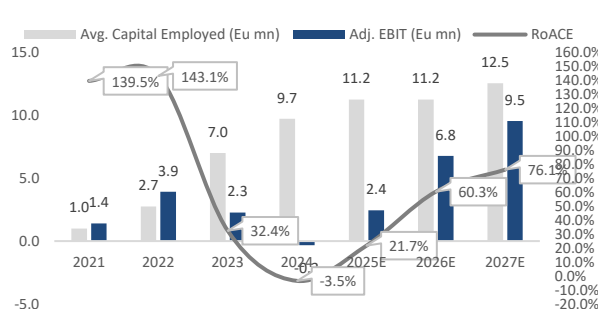
- Attività finora fortemente concentrata in Sicilia, in particolare nelle province di Palermo e Trapani
- Quadro normativo italiano soggetto a continui cambiamenti
- Elevato livello di concorrenza per la presenza di un gran numero di operatori di piccole dimensioni nonché per la presenza di grandi operatori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

Lemon Sistemi - 2023-2027E VoP Breakdown (Eu mn)



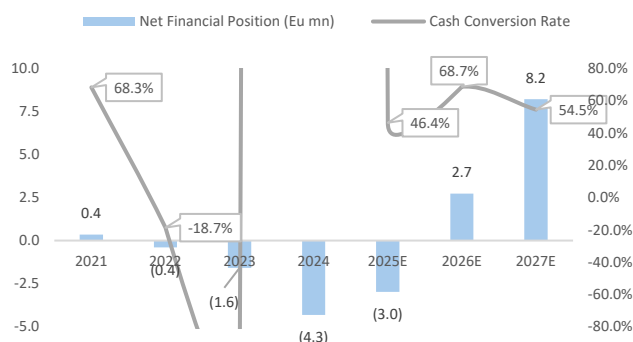
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	LEMON SISTEMI		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (Eu):	3.50	Previous Target (Eu):	3.50
Current Price (Eu):	1.69	Previous Price (Eu):	1.80
Date of report:	29/04/2025	Date of last report:	04/12/2024

DISCLAIMER (for more details go to [DISCLAIMER](#))**IMPORTANT DISCLOSURES**

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

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

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

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under LEGAL NOTICES. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the web page CUSTOMER AREA.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also 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 31 March 2025 Intermonte's Research Department covered 131 companies.

As of today Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

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

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

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

CONFLICT OF INTEREST

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

Intermonte acts as financial advisor to Banco BPM in the context of the offer promoted by UniCredit

Intermonte acts as ECM advisor to Banca Ifis in the offer promoted on Illimity Bank

Intermonte acted 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 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 S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as the person in charge of carrying out the share buyback plan approved by the shareholders' meeting of ABITARE IN, ANIMA HOLDING, CIVITANAVI SYSTEMS, CYBEROO, ELEN, ELICA, INTRED, PHARMANUTRA, SERVIZI ITALIA, SESA, TMP GROUP, UNIDATA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. provides or has provided corporate brokerage services to ALLCORE, ALMAWAVE, ANTARES VISION, AQUAFIL, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, CYBEROO, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ENERGY, ESPRINET, EVISIO, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FRANCHI UMBERTO MARM, G.M. LEATHER, GPI, GREEN OLEO, GREENTHESIS, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, ISCC FINTECH, ITALIAN EXHIBITION GROUP, LEMON SISTEMI, LUVÉ, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SG COMPANY, SPINDOX, STAR7, TALEA GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA in the last 12 months

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as Financial Content Provider on the company ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, CLEANBNB, COFLE, CROWDFUNDME, CUBE LABS, CYBEROO, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, EDILIZIACROBATICA, ELES, ENERGY, EVISIO, FAE TECHNOLOGY, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, OSAI AUTOMATION SYSTEM, RACING FORCE, REDFISH LONGTERM CAPITAL, RETI, SGIUKER FRAMES, SG COMPANY, SIMONE, SOLID WORLD GROUP, SPINDOX, TALEA GROUP, TAMBURI, TINEXTA, TMP GROUP, TPS, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of intermediary appointed in the public purchase and/or exchange offer transaction of GROWENS, SAES GETTERS, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as liquidity provider of BANCA SISTEMA, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCO BPM, MAIRE, RETEX SPA, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as market maker on financial instruments with underlying shares issued by A2A, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BCA POP SONDRIO, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINCOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIOBANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPEX, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte Sim S.p.A. has or had in the last 12 months a marketing contract on instruments issued by BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N, WISDOMTREE IRELAND LIMITED

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of specialist on financial instruments issued by ABITARE IN, ALKEMY, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, CIVITANAVI SYSTEMS, COFLE, CYBEROO, DIGITOUCH, ELEN, EMAX, ENERGY, GREENTHESIS, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, OF ALPHA IMM, REPLY, SAES GETTERS, SERVIZI ITALIA, SESA, SG COMPANY, SOMEK, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA, WIIT with the obligation to disseminate studies

Intermonte SIM S.p.A. plays or has played in the last 12 months the role of sponsor for UNIDATA S.p.A.

Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short
-----------	---	------------

© Copyright 2025 by Intermonte SIM - All rights reserved

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website [MIFID](#)

Further information is available