

LEMON SISTEMI

Sector: Industrials Services

BUY

Price: Eu1.61 - Target: Eu3.50

Crescita domestica e optionality estera a supporto del valore

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

Stock Rating

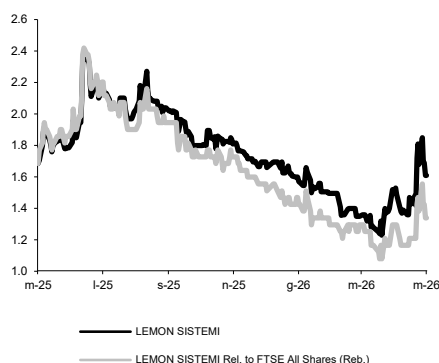
Rating: Unchanged
Target Price (Eu): Unchanged

	2026E	2027E	2028E
Chg in Adj EPS	-36.3%	-27.0%	

Next Event

1H26 Results Out on 29 September 2026

LEMON SISTEMI - 12M Performance



Stock Data

Reuters code: LS.MI
Bloomberg code: LS-IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	5.9%	7.7%	-4.5%
Relative	2.2%	1.7%	-26.5%
12M (H/L)		2.35/1.23	
3M Average Volume (th):		46.71	

Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	9
Total no. of shares (mn):	9
Mkt Cap Ord (Eu mn):	14
Total Mkt Cap (Eu mn):	14
Mkt Float - Ord (Eu mn):	2
Mkt Float (in %):	14.9%
Main Shareholder:	
PDH S.r.l. (D. Palazzolo)	43.5%

Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	10
BVPS (Eu):	1.11
P/BV:	1.4
Net Financial Position (Eu mn):	-3
Enterprise Value (Eu mn):	18

Lemon Sistemi chiude il FY25 con un miglioramento significativo della redditività e il ritorno al break-even, pur con margini inferiori alle attese. La visibilità sul 2026 è elevata grazie al backlog incentivato e al posizionamento sui principali strumenti di supporto pubblico. Le revisioni di stime riflettono un mix di business più qualitativo ma una crescita più prudente nel breve. Nel medio termine, resta intatto il potenziale di espansione, supportato da maggiore scalabilità e recupero dei margini. Confermiamo una view positiva, con ulteriore upside legato allo sviluppo internazionale non riflesso nelle stime, ma parzialmente incluso nella valutazione.

- **FY25: miglioramento operativo, ma margini sotto le attese.** I risultati 2025 mostrano un recupero significativo della redditività, con EBITDA positivo (Eu0.8mn) e ritorno al break-even a livello di utile netto, grazie a un miglior mix operativo e alla riduzione dei costi per servizi. Tuttavia, le performance restano inferiori alle nostre stime in termini di marginalità, riflettendo ancora una fase di transizione del modello di business. La PFN risulta invece leggermente migliore delle attese, confermando una struttura finanziaria sotto controllo.
- **2026: elevata visibilità sui ricavi grazie al backlog incentivato.** Guardando al 2026, la società beneficia di una buona visibilità sui ricavi grazie ai contratti già acquisiti e legati a incentivi pubblici (CER, PNRR, MIMIT), con esecuzione concentrata nel 1H. A ciò si aggiunge un contesto favorevole nel segmento autoconsumo e C&I (oltre Eu10mn di nuovi contratti sottoscritti tra aprile e maggio 2026), sostenuto da nuovi bandi (MASE, Agrisolare) e dal crescente utilizzo di sistemi integrati FV + storage. L'espansione commerciale e il rafforzamento della rete distributiva rappresentano ulteriori leve di crescita nel breve termine.
- **Revisione stime: mix migliore ma crescita più prudente nel breve.** Abbiamo rivisto al rialzo il contributo del B2B grazie ai nuovi contratti acquisiti nell'ultimo periodo, ma ridotto le stime su B2C e Parchi per riflettere la mancata esecuzione degli accordi commerciali con E2E Company Energy e gli effetti più restrittivi del quadro normativo (DL 175/2025). Ne deriva una revisione al ribasso del VdP e dei margini nel 2026-27, pur con un miglioramento qualitativo del mix. Dal 2028, tuttavia, assumiamo un'accelerazione della crescita (+21% YoY) e un recupero della marginalità (EBITDA margin ~23%), grazie alla scalabilità del modello e a maggiori economie di scala.
- **Valutazione: BUY confermato con upside legato anche all'internazionalizzazione.** Confermiamo il rating BUY e TP Eu3.50 (che include uno sconto liquidità del 20%), ritenendo che l'attuale valutazione non rifletta pienamente il potenziale di crescita della società. Le nostre stime non includono contributi da iniziative internazionali rilevanti, in particolare il progetto da 450MWp in Guinea Conakry (offerta di Eu45.8mn sul primo lotto da 50MWp), né altre opportunità in Africa Sub-Sahariana. Questi elementi, cui abbiamo attribuito un valore prudenziale di circa Eu8mn, rappresentano un significativo upside opzionale rispetto allo scenario base, in un contesto di mercato strutturalmente favorevole alla transizione energetica.

Key Figures & Ratios	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales (Eu mn)	9	9	19	24	29
EBITDA Adj (Eu mn)	0	1	3	5	7
Net Profit Adj (Eu mn)	-1	0	2	3	4
EPS New Adj (Eu)	-0.140	0.000	0.226	0.362	0.493
EPS Old Adj (Eu)	-0.140	0.064	0.355	0.495	
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	nm	26.9	5.3	3.1	1.9
EV/EBIT Adj	nm	nm	6.1	3.5	2.0
P/E Adj	nm	nm	7.1	4.5	3.3
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	-240.9	6.5	1.0	0.3	-0.3

LEMON SISTEMI – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	16	9	9	19	24	29
EBITDA	3	-0	1	3	5	7
EBIT	2	-0	0	3	5	6
Financial Income (charges)	0	-1	-0	-0	-0	-0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	2	-2	0	3	4	6
Taxes	-1	0	-0	-1	-1	-2
Tax rate	31.1%	20.6%	99.0%	28.1%	28.0%	27.9%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	2	-1	0	2	3	4
EBITDA Adj	3	-0	1	3	5	7
EBIT Adj	2	-0	0	3	5	6
Net Profit Adj	2	-1	0	2	3	4
Per Share Data (Eu)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	9	9	9	9	9	9
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	8	9	9	9	9	9
EPS f.d	0.207	-0.140	0.000	0.226	0.362	0.493
EPS Adj f.d	0.207	-0.140	0.000	0.226	0.362	0.493
BVPS f.d	1.018	0.822	0.816	1.111	1.473	1.966
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)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Gross Cash Flow	2	-1	0	3	4	5
Change in NWC	-4	-2	-0	-1	-1	-1
Capital Expenditure	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Other Cash Items	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-3	-3	-1	1	2	3
Acquisitions, Divestments & Other Items	0	0	-0	0	0	0
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	2	1	0	1	0	0
Change in Net Financial Position	-1	-3	-1	2	2	3
Balance Sheet (Eu mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Fixed Assets	1	2	3	3	3	3
Net Working Capital	8	10	10	11	12	14
Long term Liabilities	-0	-0	-1	-1	-1	-1
Net Capital Employed	9	11	13	13	15	16
Net Cash (Debt)	-2	-4	-5	-3	-1	2
Group Equity	8	7	7	10	13	18
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	8	7	7	10	13	18
Enterprise Value (Eu mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Average Mkt Cap		18	17	14	14	14
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-2	-4	-5	-3	-1	2
Enterprise Value		23	22	18	16	13
Ratios (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA Adj Margin	17.2%	nm	8.8%	18.0%	21.0%	23.0%
EBIT Adj Margin	14.1%	nm	5.1%	15.9%	19.2%	21.3%
Gearing - Debt/Equity	20.4%	60.1%	73.3%	34.5%	11.3%	-10.4%
Interest Cover on EBIT	nm	nm	1.8	23.5	42.1	119.0
Net Debt/EBITDA Adj	0.6	-240.9	6.5	1.0	0.3	-0.3
ROACE*	32.4%	-3.5%	3.8%	27.8%	36.6%	46.2%
ROE*	32.6%	-16.5%	0.0%	26.3%	30.9%	32.0%
EV/CE		2.3	1.8	1.7	1.3	0.9
EV/Sales		2.5	2.4	1.0	0.7	0.4
EV/EBITDA Adj		nm	26.9	5.3	3.1	1.9
EV/EBIT Adj		nm	nm	6.1	3.5	2.0
Free Cash Flow Yield	-23.9%	-24.1%	-7.5%	9.4%	14.0%	23.8%
Growth Rates (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	34.1%	-43.2%	2.7%	98.1%	29.7%	20.8%
EBITDA Adj	-31.0%	nm	nm	305.6%	51.4%	32.0%
EBIT Adj	-42.3%	nm	nm	519.0%	56.7%	34.1%
Net Profit Adj	-39.5%	nm	nm	100937.3%	60.0%	36.3%
EPS Adj	-46.4%	nm	nm	100807.1%	60.0%	36.3%
DPS						

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Lemon Sistemi in Brief

Descrizione della società

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

Punti di forza/Opportunità

- Specializzazione su impianti *tailor made* di dimensioni contenute (da 3kWp a 10MWp) e conseguente *short time to market*
- Offerta di servizi integrati che assistono il cliente in tutte le fasi del ciclo di vita dell'investimento
- Partnership con operatori di primo livello sul mercato nazionale e internazionale
- Ingresso nell'azionariato da parte di Miria Group ed E2E Company Energy
- Mercato di riferimento in costante crescita, con una tendenza legata agli obiettivi di decarbonizzazione dell'Unione Europea

Management

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

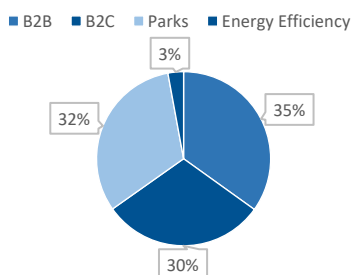
Azionisti

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

Rischi/Debolezze

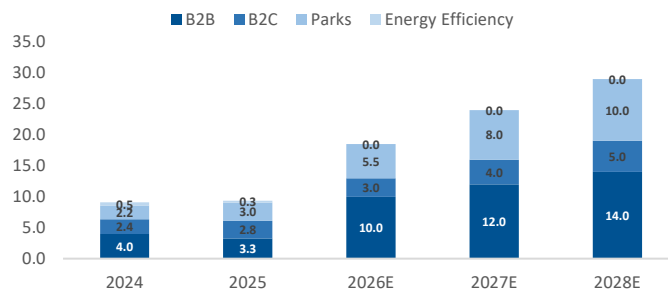
- Attività finora fortemente concentrata in Sicilia, in particolare nelle province di Palermo e Trapani
- Quadro normativo italiano soggetto a continui cambiamenti
- Elevato livello di concorrenza per la presenza di un gran numero di operatori di piccole dimensioni nonché per la presenza di grandi operatori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

Lemon Sistemi – 2025 VoP Breakdown



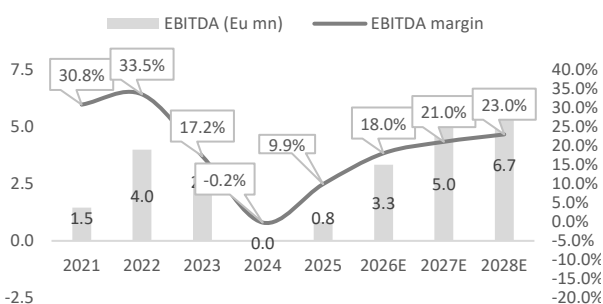
Source: Company Data

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



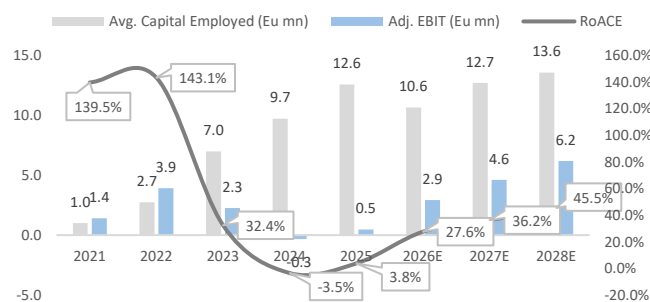
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



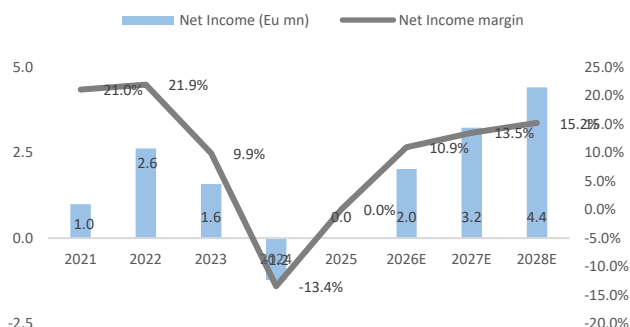
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



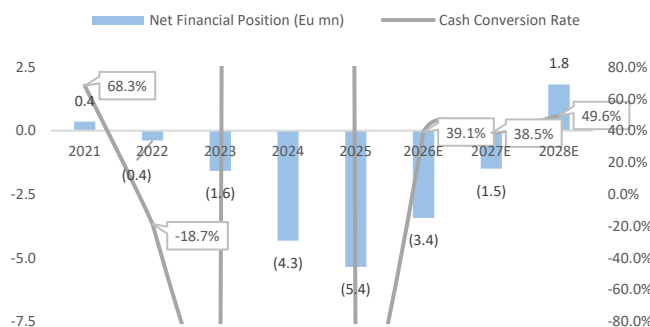
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

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



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Risultati FY25

I risultati FY25 di Lemon Sistemi hanno confermato un miglioramento reale e trasversale di tutti gli indicatori economici, seppure le performance reddituali siano state inferiori rispetto alle nostre stime, a fronte però di una PFN lievemente migliore alle attese:

- **Valore della produzione** +3% YoY a Eu9.4mn, -4% vs nostra stima di Eu9.7mn;
- **EBITDA** Eu0.8mn dal sostanziale pareggio del FY24, vs nostra stima di Eu1.5mn;
- **Risultato netto** in sostanziale pareggio da Eu-1.2mn del FY24, vs nostra stima di Eu0.6mn;
- **Indebitamento finanziario netto** in crescita di Eu1.1mn YoY a Eu5.4mn, vs nostra stima di Eu5.6mn.

Nel corso del 2025 Lemon Sistemi ha proseguito il percorso di sviluppo industriale e commerciale con significativi avanzamenti sia sul fronte operativo sia su quello commerciale e regolatorio.

- Sul **piano operativo**, la Società ha completato la **centralizzazione delle attività nella nuova sede unica** e ha rafforzato il portafoglio progetti attraverso la **cessione di parchi fotovoltaici sviluppati internamente** (Parco Lemon 1 da 1MWp e preliminare su Lemon 6 da 5.4MWp), oltre alla strutturazione di ulteriori operazioni di cessione in pipeline con investitori istituzionali. È stata inoltre finalizzata la **vendita del terreno e l'avvio dei lavori per Parco Lemon 11 (1MW)**, con contestuale sottoscrizione del contratto EPC.
- Sul **fronte commerciale**, si segnala la firma di nuovi contratti EPC nel segmento industriale (tra cui un impianto da 1MWp per Alfa Graniti) e il buon posizionamento della società sui principali strumenti incentivanti, con **circa 300 impianti ammessi al Reddito Energetico Nazionale (REN 2025)** e l'avvio di progetti legati ai bandi MIMIT e MASE per l'autoproduzione energetica, che sosterranno l'attività nel 2026.
- A livello di **mercato e regolazione**, l'anno è stato caratterizzato da un contesto misto: da un lato, l'ampliamento degli incentivi (es. comunità energetiche e contributi in conto capitale) ha creato nuove opportunità soprattutto nel segmento small-scale e autoconsumo; dall'altro, l'introduzione del **DL 175/2025 sulle aree idonee** ha determinato uno stop temporaneo allo sviluppo dei parchi utility-scale, imponendo una revisione del pipeline verso impianti <1MWp, con effetti di **ridimensionamento della linea di business e incremento dei costi di sviluppo**.

In sintesi, il 2025 ha evidenziato:

- buona execution commerciale e pipeline attiva su cessioni di asset,
- forte esposizione agli incentivi pubblici (driver di crescita 2026),
- ma anche maggiore incertezza regolatoria e shift strategico verso taglie più piccole.

Analisi del valore della produzione

Il **lieve incremento** registrato dal **valore della produzione nel FY25** (+3% YoY a Eu9.4mn) è il risultato di un **aumento dei ricavi del 45% YoY** a Eu7.45mn e di un **calo della componente lavori in corso del 57% YoY** a Eu1.49mn. Di seguito analizziamo l'andamento del valore della produzione nelle singole linee di business.

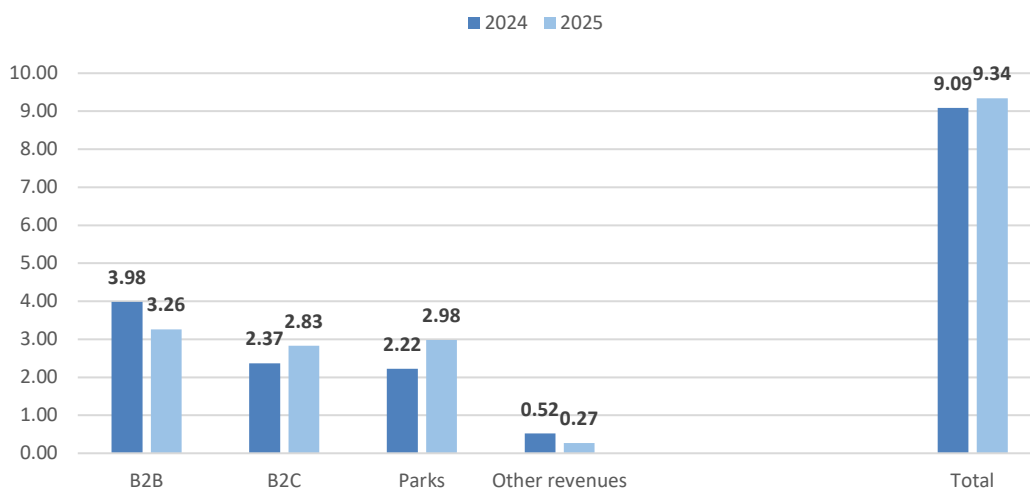
- La linea **B2B** ha registrato un **calo del 18% YoY** (Eu3.26mn vs Eu3.98mn nel FY24) in quanto nel FY25 la Società ha concentrato maggiormente l'utilizzo delle risorse progettuali interne sulla linea Parchi. In sostanza si è avuto un vincolo di capacità, che ha indotto successivamente la Società ad incrementare il numero di progettisti allo scopo di sostenere in modo più efficiente la produzione di impianti di media taglia, destinati alla linea B2B o alla linea Parchi.
- La linea **B2C** ha registrato una **crescita del 19% YoY** (Eu2.83mn vs Eu 2.37mn nel FY24), grazie al sostegno della domanda da parte degli incentivi pubblici. In particolare, l'incentivo REN 2025, che metteva a disposizione un bonus pubblico per installare pannelli solari gratuiti destinato a famiglie con redditi bassi, con una dotazione di circa Eu103mn, ha permesso a Lemon Sistemi di ottenere l'ammissibilità di quasi 300 impianti residenziali, di cui 288 installati nel 2025. Inoltre, l'allargamento ai comuni fino a 50 mila abitanti della possibilità di accedere al contributo del 40% per la costruzione di impianti fotovoltaici per Comunità Energetiche Rinnovabili, a seguito dell'apertura in luglio 2025 dello sportello, ha consentito a Lemon Sistemi di caricare un elevato numero di pratiche di impianti di autoconsumo di taglie variabili dal 6kWp residenziale a 1MWp commerciale.
- La linea **Parchi** ha registrato una **crescita del 34% YoY** (Eu2.98mn vs Eu2.22mn nel FY24), nonostante la battuta d'arresto subita nella parte finale dell'anno a seguito della modifica della normativa sulle aree idonee attraverso la pubblicazione, il 21 novembre, del decreto legge 175/2025 che ha improvvisamente modificato in senso più restrittivo (con effetto immediato e retroattivo) le norme sulla qualificazione delle aree idonee, comportando per Lemon Sistemi e per alcuni clienti la necessità di dover rinunciare ad alcune opportunità in corso e la corsa per la ricerca di nuove aree idonee. Si è così provveduto a trasformare le opportunità non più ammissibili in nuove opportunità di taglia inferiore a 1MWp, che è invece ammissibile in tutte le aree. Ciò ha comportato la richiesta di modifica dei preventivi di connessione con aggravio di costi e ridimensionamento della linea di business. Complessivamente i progetti scartati a causa delle condizioni di "non accettabilità" dei preventivi di connessione (a causa della saturazione della rete) e quelli non in linea con l'attuale normativa sono

otto, per un totale di 26.09MWp, ma **restano comunque nella pipeline altri undici progetti per un totale di 30.69MWp** in fase più o meno avanzata (a giugno 2025 erano 34.38MWp), di cui:

- **6 parchi autorizzati**, per un totale di 19.37MWp (invariati vs giugno 2025)
- **4 preventivi accettati** (iter autorizzativo iniziato), per un totale di 9.67MWp (invariati vs giugno 2025)
- **1 preventivo arrivato** (da valutare accettazione), per 1.65MWp (vs 3.30MWp a giugno 2025)

■ **Gli altri ricavi sono diminuiti del 48% YoY** (Eu0.27mn vs Eu0.52mn nel FY24), ma rappresentano meno del 3% del totale.

Lemon Sistemi – 2024 -2025 VoP breakdown (Eu mn)



Source: Company data

Analisi dei margini

L'EBITDA, pari a **Eu0.82mn**, corrisponde ad un **marginale dell'8.8% sul VdP**, risultando in **miglioramento di 900bps** rispetto al FY24. Il forte incremento della marginalità nel corso del 2025 è direttamente collegato al **miglioramento qualitativo del mix produttivo**. Infatti, il forte impulso registrato dalla **linea Parchi** è stato ottenuto prevalentemente con il contributo delle **risorse progettuali interne a maggiore valore aggiunto**, mentre la riduzione dell'attività nella **linea B2B** è stata accompagnata da un sostanziale **taglio dei costi per servizi di terzi inerenti alla gestione caratteristica**, diminuiti dell'85% YoY a Eu0.28mn, pari ad una riduzione della loro incidenza sul VdP al 3.0% dal 19.7% del FY24, in presenza di un'incidenza dei consumi di merci, materie prime e sussidiarie salita di soli 120bps YoY al 28.1% e di un'incidenza dei costi del personale che ha registrato un incremento di soli 60bps YoY al 30.1%.

L'EBIT, pari a **Eu0.47mn** (vs nostra stima di Eu1.1mn) si confronta con la perdita di Eu-0.34mn del FY24, pari ad un **marginale del 5.1%**, in **miglioramento di 880bps** YoY, in presenza di ammortamenti cresciuti del 7% YoY a Eu0.35mn.

Il **ritorno al break-even a livello di risultato netto** rispetto alla perdita di Eu1.22mn registrata nel FY24 è stato ottenuto anche grazie alla forte riduzione degli oneri finanziari netti, scesi a Eu0.27mn da Eu1.20mn del FY24 in conseguenza del **venire meno delle componenti straordinarie legate allo smobilizzo di crediti fiscali che avevano pesato per Eu0.98mn nel FY24**.

Analisi del cash flow e dell'indebitamento

Nel FY25 l'**Operating Cash Flow è stato positivo per Eu0.3mn** (vs nostra stima di Eu0.1mn) avendo anche risentito di un aumento di Eu0.2mn del Capitale Circolante Netto (Eu10.3mn da Eu10.1mn, vs nostra stima di Eu11mn). Nell'esercizio si è registrato in particolare un aumento di Eu2.0mn dell'Operating Working Capital (Eu9.1mn da Eu7.1mn, vs nostra stima di Eu8.6mn), 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 Eu1.5mn a Eu7.1mn (di cui Eu4.7mn relativi ai parchi) ed i crediti commerciali sono aumentati di Eu1.3mn a Eu2.7mn, anche per effetto dello spostamento a gennaio 2026 di due tranches di incasso per un totale di Eu0.95mn da parte di Alfa Graniti per avanzamento Parco 6 e saldo Parco Alfa Graniti ex Cava. Tale effetto è stato parzialmente compensato dalla riduzione dei crediti fiscali netti, scesi di Eu1.4mn a Eu2.1mn.

Il **Free Cash Flow è stato negativo per Eu-1.0mn** (vs nostra stima di Eu-1.4mn), dopo avere sostenuto Eu1.3mn di CapEx (vs nostra stima di Eu1.5mn), di cui Eu0.9mn relativi a terreni e fabbricati per la nuova sede aziendale.

L'indebitamento finanziario netto è cresciuto di Eu1.0mn a Eu5.4mn, di cui Eu3.7mn a m/I termine, pari ad un rapporto Net Debt / Equity che sale a 0.7x da 0.6x, mantenendosi comunque su livelli non particolarmente elevati, considerato anche che il debito finanzia circa la metà del Capitale Circolante Netto. Va inoltre segnalato che nella PFN sono inclusi debiti tributari per circa Eu2.5mn e che tali debiti risultano coperti per Eu1.7mn da crediti fiscali già in possesso di Lemon Sistemi e che la mancata compensazione è legata alla impossibilità di compensare annualità fiscali differenti

Lemon Sistemi – FY24-FY25 P&L, Cash Flow and A&L

(Eu mn)	FY24A	FY25A	YoY	2H24A	2H25A	YoY	FY25E	FY25A	AoE
Value of Production	9.1	9.3	3%	3.2	5.9	83%	9.7	9.3	-4%
o/w B2B	4.0	3.3	-18%	1.6	2.2	32%	3.4	3.3	-4%
o/w B2C	2.4	2.8	19%	1.4	2.3	56%	3.1	2.8	-9%
o/w Parks	2.2	3.0	34%	0.0	1.7	n.m.	2.9	3.0	3%
o/w Other	0.5	0.3	-48%	0.2	-0.1	-178%	0.3	0.3	-10%
EBITDA	0.0	0.8	n.m.	0.4	-0.2	-150%	1.5	0.8	-44%
% of VoP	-0.2%	8.8%		12.4%	-3.4%		15.2%	8.8%	
D&A and Provisions	-0.3	-0.3		-0.2	-0.2		-0.3	-0.3	
EBIT	-0.3	0.5	n.m.	0.2	-0.4	-245%	1.1	0.5	-56%
% of VoP	-3.7%	5.1%		7.5%	-6.0%		11.2%	5.1%	
Net Financial Charges	-1.2	-0.3		-0.1	-0.2		-0.1	-0.3	
Associates	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Pretax Profit	-1.5	0.2	n.m.	0.1	-0.6	-501%	1.0	0.2	-79%
Taxes	0.3	-0.2		0.3	0.1		-0.4	-0.2	
tax rate	21%	99%		-226%	15%		41%	99%	
Consolidated Net Profit	-1.2	0.0	n.m.	0.5	-0.5	-204%	0.6	0.0	-100%
% of VoP	-13.4%	0.0%		14.1%	-8.0%		5.9%	0.0%	
Minorities	0.0	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	
Net Profit	-1.2	0.0	n.m.	0.5	-0.5	-204%	0.6	0.0	-100%
% of VoP	-13.4%	0.0%		14.1%	-8.0%		5.9%	0.0%	
Operating Cash Flow	-2.5	0.3		-1.8	1.0		0.1	0.3	
(CapEx)	-0.9	-1.3		-0.7	-1.0		-1.5	-1.3	
Free Cash Flow	-3.3	-1.0		-2.6	0.0		-1.4	-1.0	
(Other Investments)	0.0	-0.1		0.0	-0.1		0.1	-0.1	
Capital increase	0.6	0.1		0.0	0.1		0.1	0.1	
NFP	-4.3	-5.4		-4.3	-5.4		-5.6	-5.4	
Net operating working capital	7.1	9.1					8.6	9.1	
Other current assets/(liabilities)	3.0	1.2					2.4	1.2	
Net Working Capital	10.1	10.3					11.0	10.3	
Fixed assets	1.8	2.9					2.9	2.9	
(Long Term Liabilities)	-0.4	-0.5					-0.5	-0.5	
Net Invested Capital	11.5	12.6					13.4	12.6	
Net Equity (B)	7.2	7.3					7.9	7.3	
Net Financial Debt (A)	4.3	5.4					5.6	5.4	
Gearing [A/(A+B)]	37.5%	42.3%					41.4%	42.3%	
Debt/Equity (A/B)	60.1%	73.3%					70.6%	73.3%	

Source: Company actual data, Websim Corporate estimates

Industry Outlook – Settore fotovoltaico (Italia)

Il mercato fotovoltaico italiano si conferma tra i pilastri della transizione energetica nazionale, con un percorso di forte crescita negli ultimi anni, ma anche con una crescente volatilità legata a dinamiche regolatorie e al phase-out degli incentivi straordinari.

Dimensione e dinamiche recenti del mercato

A fine 2025, la capacità installata in Italia ha raggiunto circa **43.5GWp**, con oltre **2 milioni di impianti connessi** alla rete. Nel solo 2025 sono stati installati circa **6.4GWp**, dato in lieve contrazione (-5% YoY) e primo rallentamento significativo dopo il ciclo espansivo 2021-2024.

Il rallentamento è stato principalmente determinato da:

- **fine degli incentivi straordinari (Superbonus)**, con impatto negativo su residenziale (-32%) e C&I (-20%)
- maggiore incertezza normativa e attesa di nuovi schemi incentivanti
- normalizzazione dei prezzi energetici rispetto ai picchi 2022-2023

In controtendenza, il segmento **utility-scale (>1MWp)** ha continuato a crescere (+15% YoY), confermandosi come principale driver di sviluppo nel breve termine.

Nel complesso, il settore sembra essere entrato in una fase di **transizione da crescita “incentive-driven” a crescita più strutturale e selettiva**.

Driver strutturali di crescita

Nonostante il rallentamento congiunturale, i fondamentali del settore restano solidi, sostenuti da diversi fattori.

- **Target climatici e PNIEC**: l'Italia punta a raggiungere circa **79-80GWp di capacità FV entro il 2030**, quasi raddoppiando il livello attuale
- **Domanda di indipendenza energetica**: imprese e famiglie continuano a investire per ridurre l'esposizione ai prezzi dell'energia
- **Competitività economica del FV**: il solare è ormai una delle fonti più convenienti del mix energetico
- **Diffusione dell'autoconsumo e storage**, con crescente integrazione di batterie e sistemi intelligenti

Ulteriori driver includono:

- sviluppo delle **Comunità Energetiche Rinnovabili (CER)**
- diffusione di modelli di **autoproduzione industriale (C&I rooftops)**
- crescita dell'**agrivoltaico** e di nuove configurazioni ibride

Trend segmentali

Il mercato sta evolvendo verso una maggiore segmentazione.

- **Residenziale**: fase di normalizzazione post-Superbonus, con crescita più moderata e focalizzazione su autoconsumo + storage
- **Commercial & Industrial (C&I)**: domanda strutturalmente solida ma ciclica, fortemente influenzata da incentivi (Transizione 5.0, bandi locali)
- **Utility-scale**: segmento più dinamico nel breve, ma esposto a rischi autorizzativi e regolatori

Nel medio termine si prevede una **maggiore rilevanza del C&I e delle CER**, rispetto al ciclo passato dominato dal residenziale.

Quadro normativo e incentivi

Il settore italiano è fortemente influenzato dal quadro regolatorio, che nel 2025-2026 mostra una transizione verso strumenti più selettivi:

- **detrazioni fiscali (50% → 36%)** in progressiva riduzione
- introduzione di strumenti mirati (es. **Reddito Energetico, CER, bandi MIMIT/MASE**)
- incentivi a fondo perduto fino al **40% per autoconsumo e comunità energetiche**

Il sistema si sta quindi spostando da incentivi generalisti a politiche:

- più **targeted (PMI, territori, soggetti vulnerabili)**
- orientate a **modelli collaborativi (CER)**
- **integrate con gli obiettivi del PNRR**

Criticità e rischi del settore

Accanto ai driver positivi, persistono alcune criticità strutturali:

- **complessità autorizzative**, soprattutto per impianti utility-scale
- frequenti **modifiche normative** (es. aree idonee), che generano incertezza negli operatori
- rischio di volatilità della domanda legata agli incentivi
- necessità di **rafforzamento della rete elettrica e sistemi di accumulo**

Il rallentamento del 2025 evidenzia inoltre come il settore resti ancora parzialmente dipendente dal supporto pubblico.

Outlook di medio-lungo periodo

Le prospettive restano comunque positive:

- il mercato potrebbe crescere con un CAGR a doppia cifra (~10-13%) nel periodo 2026-2030
- la capacità installata potrebbe superare i **90GWp entro il 2031**
- per rispettare gli obiettivi PNIEC, saranno necessari circa **8GWp/anno di nuove installazioni**

In sintesi, il mercato italiano del fotovoltaico è entrato in una fase di:

- **normalizzazione nel breve termine (2025-2026)**
- seguita da **una nuova fase espansiva strutturale**, guidata da autoconsumo, CER e utility-scale

Revisione stime

Nel 2026 l'attività di Lemon Sistemi sarà guidata da un insieme di leve commerciali, regolatorie e strategiche, con visibilità significativa sulla pipeline già acquisita.

1. Forte contributo degli incentivi pubblici (driver principale)

- Realizzazione nel **1H26 dei contratti già acquisiti** legati ai bandi:
 - **CER PNRR (40%)** → completamento lavori entro giugno 2026
 - **MIMIT (PMI, 40%)** → ~Eu0,56mn già approvati
- Nuovi bandi attivi nel 2026:
 - **MASE (fino al 65%) e Agrisolare**
 - Nuova **finestra regionale Basilicata** (residenziale)

→ Elevata visibilità sui ricavi grazie a backlog incentivato già contrattualizzato.

2. Rafforzamento del business autoconsumo (residenziale e PMI)

- Crescita del segmento:
 - impianti <1MWp e autoconsumo
 - installazioni residenziali (REN, Basilicata)
- **Up-selling sistemi di accumulo** su clienti REN (adozione ~20%)

→ Mix prodotti in evoluzione verso soluzioni integrate FV+ storage.

3. Espansione commerciale e canali distributivi

- Rafforzamento:
 - rete commerciale interna
 - campagne marketing
- Possibili **accordi con utility (luce e gas)** per distribuzione FV (in sostituzione della mancata esecuzione dell'accordo commerciale con E2E Company Energy)
- Presenza in **gare EPC per ~38 MW**

→ Obiettivo: aumento volume e diversificazione della clientela.

4. Sviluppo e monetizzazione pipeline parchi fotovoltaici

- Prosecuzione:
 - attività di sviluppo e autorizzazione nuovi impianti
 - **cessione di asset/progetti a operatori terzi**
- Focus su pipeline "rady-to-build" ad alto valore

→ Business model ibrido EPC + sviluppo/cessione asset.

5. Nuove opportunità da incentivi fiscali e strumenti industriali

- Utilizzo di:
 - **Iperammortamento (180%)**
 - contributi in conto capitale per imprese
- Ulteriore spinta sulla domanda C&I

6. Avvio attività di internazionalizzazione

- Pipeline estera con primo progetto **utility-scale (50MWp in Africa)**

→ Potenziale diversificazione geografica nel medio termine.

7. Rafforzamento del posizionamento competitivo

■ Ottenimento qualifiche e certificazioni:

- **ESCO**
- ISO (qualità, ambiente, sicurezza)
- **rating di legalità**

→ Maggiore credibilità per gare e clienti corporate.

In sintesi, nel 2026 Lemon Sistemi dovrebbe beneficiare di:

- **visibilità sui ricavi (backlog incentivato già acquisito)**
- forte esposizione al segmento autoconsumo e incentivi
- espansione commerciale e pipeline parchi

→ con upside legato a execution operativa e stabilità del quadro regolatorio.

Nel complesso si conferma dunque uno **scenario di crescita significativa per Lemon Sistemi nell'anno in corso e nel successivo**; tuttavia, rivediamo le nostre stime per riflettere un **mix di business significativamente differente**, con stime più prudenti nei segmenti B2C e Parchi solo parzialmente compensate da un contributo più rilevante del B2B, con conseguente **revisione al ribasso delle attese di crescita complessiva**.

- **B2B: revisione al rialzo grazie a nuovi contratti acquisiti.** Rivediamo significativamente al rialzo le stime di VdP sul B2B (Eu10.0mn da Eu6.0mn nel 2026, Eu12.0mn da Eu7.0mn nel 2027), incorporando tre importanti contratti acquisiti tra aprile e maggio 2026, per un valore complessivo superiore a Eu10mn, che migliorano la visibilità dei ricavi e rafforzano il contributo del segmento nel medio termine.
- **B2C: revisione al ribasso per mancata esecuzione di accordi commerciali.** Tagliamo le stime di VdP sul B2C (Eu5.0mn da Eu7.0mn nel 2026, Eu7.0mn da Eu9.0mn nel 2027) a seguito della mancata esecuzione dell'accordo commerciale con E2E Company Energy, che impatterà negativamente sulle prospettive di sviluppo del canale retail fino a che non sarà sostituito con un accordo di distribuzione con altro operatore.
- **Parchi: riduzione delle stime per fattori regolatori.** Riduciamo le previsioni di VdP sul segmento Parchi (Eu5.0mn da Eu7.0mn nel 2026, Eu7.0mn da Eu9.0mn nel 2027) per riflettere gli effetti della normativa più restrittiva sulle aree idonee introdotta con il DL 175/2025, convertito nella Legge 4/2026, che rallenta la pipeline di sviluppo e riduce la visibilità sui nuovi progetti.

Nel complesso, nonostante il **miglioramento qualitativo del mix** (maggiore peso del B2B), l'effetto combinato delle revisioni su B2C e Parchi, oltre a stime più prudenti sull'Energy Efficiency (Eu0.5mn da Eu1.0mn nel 2026, Eu1.0mn da Eu2.0mn nel 2026), portano a una **revisione al ribasso del VdP atteso del 20% nel 2026 (Eu18.5mn da Eu23.0mn) e del 17% nel 2027 (Eu24.0mn da Eu29.0mn) e delle principali metriche di redditività (EBITDA margin 18.0% da 21.6% nel 2026, 21.0% da 22.8% nel 2027)**.

Guardando al **2028**, rivediamo al rialzo il profilo di crescita, con un tasso **YoY del 21% rispetto al +8% precedente**, riflettendo una maggiore visibilità sull'evoluzione del mix e sulla scalabilità del modello. In particolare, assumiamo (i) un ulteriore rafforzamento del segmento **B2B**, che continua a rappresentare il principale driver di crescita dei ricavi, (ii) una **progressiva normalizzazione del contributo dei parchi fotovoltaici**, grazie a una maggiore chiarezza regolatoria e alla maturazione della pipeline "ready-to-build", e (iii) un contributo più strutturato delle attività di **energy efficiency e autoconsumo evoluto**. Questo si traduce in un'accelerazione della crescita rispetto alle precedenti stime e consente di **ridurre il gap di VdP (-7% vs -20%/-17% nei due anni precedenti)**.

Sul fronte della redditività, il miglior mix di business, unitamente a maggiori economie di scala e a una migliore saturazione della struttura operativa, porta a un recupero della marginalità: **EBITDA margin atteso in area 23%**, in linea con le stime precedenti. Complessivamente, il 2028 rappresenta quindi un anno di consolidamento del percorso di crescita, con un ritorno verso livelli di marginalità target grazie alla piena esecuzione della strategia industriale.

Segnaliamo inoltre che le nostre stime **continuano a non includere alcun contributo dal potenziale avvio del maxiprogetto in Guinea Conakry (450MWp complessivi)**, per il quale la società ha presentato un'offerta di circa **Eu45.8mn per il primo lotto da 50MWp**, né incorporano eventuali ulteriori sviluppi sul fronte internazionale, dove Lemon Sistemi sta valutando **opportunità aggiuntive in paesi dell'Africa Sub-Sahariana**. Tali elementi rappresentano quindi un potenziale upside opzionale rispetto al nostro scenario base.

Lemon Sistemi – Estimates Revision

(Eu mn)	2026 New	2027 New	2028 New	2026 Old	2027 Old	2028 Old	2026 ch.	2027 ch.	2028 ch.
Value of Production	18.5	24.0	29.0	23.0	29.0	31.3	-20%	-17%	-7%
<i>% YoY growth</i>	<i>98.1%</i>	<i>29.7%</i>	<i>20.8%</i>	<i>137.1%</i>	<i>26.1%</i>	<i>8.0%</i>			
o/w B2B	10.0	12.0	14.0	6.0	7.0		67%	71%	
o/w B2C	3.0	4.0	5.0	9.0	11.0		-67%	-64%	
o/w Parks	5.0	7.0	8.5	7.0	9.0		-29%	-22%	
o/w Energy Efficiency	0.5	1.0	1.5	1.0	2.0		-50%	-50%	
EBITDA	3.3	5.0	6.7	5.0	6.6	7.2	-33%	-24%	-7%
<i>% of VoP</i>	<i>18.0%</i>	<i>21.0%</i>	<i>23.0%</i>	<i>21.6%</i>	<i>22.8%</i>	<i>23.0%</i>			
<i>% YoY growth</i>	<i>305.6%</i>	<i>51.4%</i>	<i>32.0%</i>	<i>237.5%</i>	<i>33.2%</i>	<i>8.8%</i>			
D&A and Provisions	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-26%	-17%	-7%
EBIT	2.9	4.6	6.2	4.4	6.1	6.7	-34%	-24%	-7%
<i>% of VoP</i>	<i>15.9%</i>	<i>19.2%</i>	<i>21.3%</i>	<i>19.3%</i>	<i>21.0%</i>	<i>21.3%</i>			
<i>% YoY growth</i>	<i>519.0%</i>	<i>56.7%</i>	<i>34.1%</i>	<i>309.2%</i>	<i>37.3%</i>	<i>9.6%</i>			
Net Financial Charges	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1				
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
Pretax Profit	2.8	4.5	6.1	4.4	6.1		-36%	-27%	
Taxes	-0.8	-1.3	-1.7	-1.2	-1.7				
<i>tax rate</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>				
Consolidated Net Profit	2.0	3.2	4.4	3.2	4.4		-36%	-27%	
<i>% of VoP</i>	<i>10.9%</i>	<i>13.5%</i>	<i>15.2%</i>	<i>13.8%</i>	<i>15.3%</i>				
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
Net Profit	2.0	3.2	4.4	3.2	4.4		-36%	-27%	
<i>% of VoP</i>	<i>10.9%</i>	<i>13.5%</i>	<i>15.2%</i>	<i>13.8%</i>	<i>15.3%</i>				
Operating Cash Flow	1.8	2.4	3.8	4.1	2.9				
CapEx	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5				
Free Cash Flow	1.3	1.9	3.3	3.6	2.4				
Other Cash Flow	0.6	0.0	0.0	0.6	0.0				
NFP	-3.4	-1.5	1.8	-1.4	1.0				

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

Nonostante il taglio delle stime sul 2026 e sul 2027, **confermiamo il target price di Eu3.50 ed il rating BUY**, in quanto il minor valore derivante dal DCF (circa Eu3mn) può essere compensato da una valutazione meno penalizzante del potenziale di sviluppo internazionale, che avevamo precedentemente quantificato in soli Eu5mn. La società, infatti, oltre al mandato esclusivo ottenuto da Capacita Power Investments LLC come EPC contractor per un progetto fotovoltaico da 450MWp in Guinea Conakry (Africa Occidentale) sta valutando anche altre proposte in paesi dell'area Sub Sahariana.

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del Discounted Cash Flow Model abbiamo utilizzato le nostre stime esplicite 2026-2028, mentre nel 2029 abbiamo assunto un tasso di crescita del VdP del 10% (vs 2% precedente), seguito da un +5% nel 2030 (vs 0% precedente), con EBITDA margin a regime assunto al 21% (invariato).

Lemon Sistemi – Discounted Cash Flow Model (Eu mn)

	2023 A	2024 A	2025 A	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	TV
Value of Production	16.0	9.1	9.3	18.5	24.0	29.0	31.9	33.5	33.8
<i>YoY growth</i>	<i>34.1%</i>	<i>-43.2%</i>	<i>2.7%</i>	<i>98.1%</i>	<i>29.7%</i>	<i>20.8%</i>	<i>10.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>1.0%</i>
EBITDA	2.8	0.0	0.8	3.3	5.0	6.7	7.0	7.0	7.1
<i>EBITDA margin</i>	<i>17.2%</i>	<i>-0.2%</i>	<i>8.8%</i>	<i>18.0%</i>	<i>21.0%</i>	<i>23.0%</i>	<i>22.0%</i>	<i>21.0%</i>	<i>21.0%</i>
D&A and provisions	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
EBIT	2.3	(0.3)	0.5	2.9	4.6	6.2	6.5	6.5	6.6
<i>EBIT margin</i>	<i>14.1%</i>	<i>-3.7%</i>	<i>5.1%</i>	<i>15.9%</i>	<i>19.2%</i>	<i>21.3%</i>	<i>20.4%</i>	<i>19.5%</i>	<i>19.5%</i>
Taxes	(0.7)	0.1	(0.5)	(0.8)	(1.3)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
<i>tax rate</i>	<i>31.1%</i>	<i>20.6%</i>	<i>99.0%</i>	<i>28.1%</i>	<i>28.0%</i>	<i>27.9%</i>	<i>27.9%</i>	<i>27.9%</i>	<i>27.9%</i>
NOPAT	1.6	-0.3	0.0	2.1	3.3	4.4	4.7	4.7	4.8
D&A	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Change in NWC	(4.1)	(1.7)	(0.2)	(0.7)	(1.3)	(1.2)	(0.7)	(0.4)	(0.1)
Capex	(1.2)	(0.9)	(1.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
<i>% Capex on net turnover</i>	<i>7.7%</i>	<i>9.4%</i>	<i>14.3%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.1%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.7%</i>
Free Cash Flow (FCF)	(3.5)	(2.5)	(1.1)	1.3	1.9	3.2	4.0	4.3	4.6
<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>0.57</i>
Discounted Free Cash Flow				1.3	1.7	2.6	2.8	2.7	2.7

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% (dal precedente 3.5%);
- **Equity Risk Premium** pari al 5.5% (invariato);
- **Beta unlevered** pari a 1.40 (invariato), superiore rispetto all'Adj. Beta rilevato per la Società dalla prima quotazione, pari a 0.64 (ritenuto poco significativo per la scarsa liquidità del titolo), per tenere conto dell'elevata rischiosità dell'attività EPC e della elevata concentrazione geografica del business della società, principalmente attiva in Sicilia.
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari a 1.0% (dal precedente 0%), che corrisponde ad un tasso reale negativo del 1.0%, assumendo un tasso di inflazione a lungo termine del 2.0%.

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** pari al 11.7% (dal precedente 11.2%).

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un **Enterprise Value, pari a circa Eu36mn**, di cui il 69% riconducibile al valore terminale della Società. Tale valutazione non tiene tuttavia conto della creazione di valore che potrebbe derivare dall'esecuzione del progetto da 450MW in Guinea Conakry come general contractor, che non abbiamo incluso nelle nostre stime in quanto il progetto deve essere ancora finanziato, per cui i tempi non sono ancora definiti e non vi è neppure la certezza sulla sua realizzazione. Riteniamo che tale progetto possa generare oltre Eu400mn di ricavi complessivi, con una creazione di valore che in prima approssimazione stimiamo poco sopra il 3%, vale a dire circa Eu13mn. Allo stato attuale riteniamo di poter assegnare una probabilità del 60% (dal precedente 40%) che il progetto venga effettivamente realizzato, per cui aggiungiamo Eu7.8mn (dai precedenti Eu5.2mn) alla valutazione basata sul modello DCF. Tenuto conto di un indebitamento netto di Eu5.4mn a fine 2025 e dell'incasso di Eu0.6mn previsto nel 2026 dall'esercizio di 1.26mn di warrant ancora in circolazione (1 azione ogni 4 warrant a Eu1.96), otteniamo un **Equity Value di circa Eu39mn**, pari a Eu4.4 per azione. Applicando a tale valutazione uno **sconto liquidità del 20%** otteniamo un **target price di Eu3.5 per azione** (invariato).

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

A) 2026-30 Discounted Free Cash Flows	11.2	31%
Terminal Value	43.1	
Discounting factor	0.57	
B) Discounted Terminal Value	24.8	69%
C) = (A+B) Enterprise Value	36.0	100%
NFP @ 31.12.2025	(5.4)	
Associates	0.1	
Cash-in for warrant exercise	0.6	
Present Value of Guinea Conakry project (60% probability)	7.8	
Equity Value	39.1	
Number of fully diluted shares (mn)	8.94	
Fair Value per share (Eu)	4.4	
20% liquidity discount	(0.9)	
Target price (Eu)	3.5	

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 il target price al variare del costo medio ponderato del capitale ("WACC") e al tasso terminale di crescita ipotizzato ("g").

Lemon Sistemi – Target Price Sensitivity Analysis to WACC and "g"

Target Price Sensitivity to WACC & Terminal Growth					
	9.7%	10.7%	11.7%	12.7%	13.7%
-1.0%	3.5	3.3	3.2	3.0	2.9
-0.5%	3.6	3.4	3.2	3.1	3.0
0.0%	3.7	3.5	3.3	3.2	3.0
0.5%	3.9	3.6	3.4	3.2	3.1
1.0%	4.0	3.7	3.5	3.3	3.1
1.5%	4.2	3.9	3.6	3.4	3.2
2.0%	4.3	4.0	3.7	3.5	3.3
2.5%	4.5	4.1	3.8	3.6	3.4
3.0%	4.8	4.3	4.0	3.7	3.5

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi svolta emerge come, pur ipotizzando una riduzione di 2 punti percentuali del tasso di crescita terminale ed un contestuale aumento del WACC di due punti percentuali, al 13.7%, vale a dire **in uno scenario che definiamo Worst Case, le nostre stime supporterebbero un target price pari a Eu2.9, superiore dell'80% rispetto alle attuali quotazioni.**

A meri fini espositivi, riportiamo qui di seguito una tabella che evidenzia **i multipli ai quali Lemon Sistemi tratterebbe a target price.** Va tenuto presente che tali multipli scontano implicitamente un premio di circa il 25% dovuto al fatto che il target price include circa Eu0.7 per azione di valore legato al progetto in Guinea Conakry che però non è incluso nelle stime.

Lemon Sistemi – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2026 E	2027 E	2028 E
F.d. shares (mn)	8.94	8.94	8.94
Market Cap.	31	31	31
Enterprise Value	34	32	29
EV/Sales	1.8	1.3	1.0
EV/EBITDA	10.2	6.4	4.3
EV/EBIT	11.6	7.0	4.7
EV/Capital Employed	2.5	2.2	1.8
P/E	15.5	9.7	7.1
P/CEPS	12.9	8.5	6.4

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

I risultati FY25 di Lemon Sistemi evidenziano un chiaro miglioramento della qualità operativa e della redditività, con ritorno all'EBITDA positivo e break-even a livello di utile netto, pur a fronte di performance inferiori alle attese in termini di margini.

Riteniamo che il 2025 rappresenti un anno di **transizione strategica**, caratterizzato da uno spostamento del mix verso attività a maggiore valore (sviluppo e cessione parchi, autoconsumo) e da un contesto regolatorio più complesso, che ha richiesto un adattamento del modello di business. In questo quadro, la visibilità sul 2026 appare **solida**, grazie a backlog incentivato già acquisito e a un buon posizionamento sui principali strumenti di supporto pubblico.

Le revisioni di stime introducono un profilo di crescita più prudente nel breve periodo (2026-27), riflettendo la minore visibilità sul B2C e il ridimensionamento del contributo dei parchi, solo in parte compensati da un andamento più sostenuto del B2B; tuttavia, il miglioramento qualitativo del mix e le leve di scalabilità del modello supportano un **recupero della crescita e della marginalità nel medio termine**, con EBITDA margin atteso in area 23% nel 2028.

Alla luce di questi elementi, confermiamo una **view positiva sul titolo** sostenuta da (i) un mercato di riferimento strutturalmente in crescita, (ii) il progressivo rafforzamento del posizionamento competitivo della società e (iii) un significativo **potenziale upside opzionale** legato allo sviluppo internazionale (non riflesso nelle nostre stime), in primis il progetto in Guinea Conakry e ulteriori opportunità in Africa Sub-Sahariana.

Confermiamo quindi il **rating BUY e target price Eu3.50**, ritenendo che l'attuale valutazione non rifletta appieno il potenziale di creazione di valore del Gruppo nel medio-lungo periodo.

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):	1.61	Previous Price (Eu):	1.54
Date of report:	25/05/2026	Date of last report:	28/01/2026

IMPORTANT DISCLOSURES

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

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

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

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

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

ANALYST CERTIFICATION

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

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities. Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

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

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

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

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

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium between 5.5% - 6.0% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the FTSEMIB40 Index, most of those on the MIDEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 25 May 2026 Intermonte's Research Department covered 136 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	32.35%
OUTPERFORM:	39.71%
NEUTRAL:	27.94%
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 (80 in total) is as follows:

BUY:	53.75%
OUTPERFORM:	28.75%
NEUTRAL:	16.25%
UNDERPERFORM:	01.25%
SELL:	00.00%

CONFLICT OF INTEREST

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

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as the person in charge of carrying out the share buyback plan approved by the shareholders' meeting of AZIMUT, ECOSUNTEK, ELEN., ELICA, FILA, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SESA, SG COMPANY, STAR7, SYS-DAT, TMP GROUP, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. provides or has provided corporate brokerage services to ABC COMPANY, AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI DI BOLOGNA, ALLCORE, ALMAWAVE, ANTARES VISION, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EVISIO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FRANCHI UMBERTO MARMINI, GPI, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVÉ, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDELF, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TECNO, ULISSE BIOMED, WIIT, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA 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, COFLE, COM.TEL, CUBE LABS, CY4GATE, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, ELES, ELICA, ENERGY, EVISIO, EXECUS, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDELF, REDFISH LONGTERM CAPITAL, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TAMBURI, TECNO, TMP GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of intermediary appointed in the public purchase and/or exchange offer transaction of ANTARES VISION, MARE ENGINEERING GROUP, 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 has acted 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 acting as financial advisor to Banca CF+ in the context of the public tender offer promoted on Banca Sistema.

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for BANCA GENERALI, BANCO BPM, MARE ENGINEERING GROUP, TELECOM ITALIA, 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 GENERALI, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BCA POP SONDRIO, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINECOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIOBANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

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

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, AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, COM.TEL, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, ELEN., EMAK, ENERGY, FNM, GEFRAN, GREEN OLEO, INTRED, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, POWERSOFT, QF ALPHA IMM, REPLY, SESA, SG COMPANY, SOMEK, STAR7, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA 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.

© Copyright 2026 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 <https://www.intermonte.it/avvertenze-legali/mifid-ii.html>

Further information is available.