



Capitalisation (M€)	11,3	Ticker	ESIGM-IT
Objectif de cours	2,5 €	Nb de titres (en millions)	7,5
Cours au 12/11/2025	1,5 €	Volume moyen 12m (titres)	25 869
Potentiel	66%	Extrêmes 12m (€)	1,15€/2,10€

Achat

Au service de la transition énergétique

Société italienne active sur le marché des énergies renouvelables, ESI SpA est un contractant EPC ainsi qu'un intégrateur de systèmes capable de couvrir toute la chaîne de valeur et de développer des solutions clés en main pour des projets d'énergie complexes. Avec un track record de grande qualité, un carnet de commandes solide, un savoir-faire technique riche, ainsi que le lancement de production pour compte propre (IPP), le groupe est armé pour affronter un marché en plein essor et répondre, à son niveau, à l'urgence de s'affranchir des énergies fossiles.

Nous initions le titre avec une recommandation à Achat et un objectif de cours de 2,5 €/action, traduisant un potentiel de hausse de +66%.



Snapshot

Société dotée d'une histoire de plus de 25 ans, ESI SpA est un acteur clé dans le paysage de la transition énergétique en Italie. Le groupe est un contractant EPC (Engineering, Procurement, Construction) ainsi qu'un intégrateur de systèmes qui couvre l'ensemble de la chaîne de valeur des projets de production d'énergies renouvelables.

Avec une présence active dans le photovoltaïque, mais aussi dans l'éolien, le *off-grid* et les systèmes hybrides, le groupe développe des projets clés en main, de l'étude à la construction, pour une large variété de clients : gouvernements, fonds d'investissements, ONG, mais aussi *utilities* et multinationales spécialisées dans les énergies renouvelables.

ESI SpA est aujourd'hui positionné sur un marché, celui des énergies renouvelables, attendu en très forte croissance sur les années à venir, porté par l'urgence de la transition écologique et par la nécessité de décarboner la production d'électricité. Le cadre réglementaire européen est porteur, et sa transposition en Italie (PNIEC, FER x) crée des conditions de marché très favorables au développement des activités du groupe.

En plus de ses activités historiques de contractant EPC et d'intégrateur de systèmes, ESI a récemment lancé une activité de production d'électricité pour compte propre (IPP) afin de capter une partie de la valeur créée en aval des projets, mais aussi de devenir détenteur d'actifs hautement valorisables dans le monde actuel grâce à leur forte rentabilité, ainsi qu'à la récurrence de leur flux de trésorerie. Avec un pipeline de 20 MWp et déjà deux projets signés sur le segment, ESI est idéalement positionné pour saisir l'opportunité.

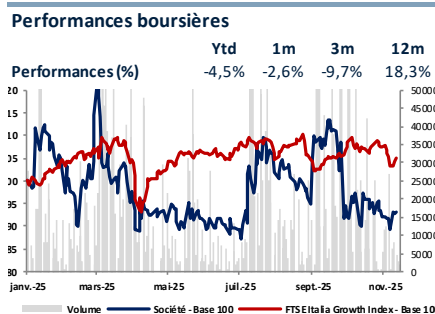
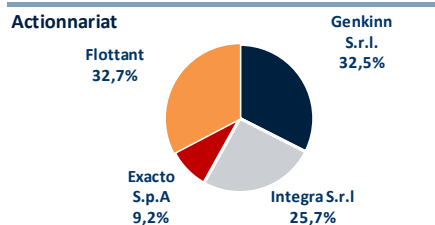
Avec un carnet de commandes EPC de près de 25 M€ à date, un track record de 235 MWp de projets, un actionariat structurant et un newsflow très fourni ces derniers mois, nous pensons que les ingrédients sont réunis pour le groupe entre dans une phase de forte croissance et de rentabilité. Nous attendons un TCAM 2024-2027e de chiffre d'affaires de près de 15%, pour une marge d'EBITDA qui pourrait atteindre les 13%.

Par ailleurs, la faible valorisation du titre (5,1x EV/EBITDA 2025e) par rapport à ses comparables offre un point d'entrée attractif à tout investisseur long terme à la recherche des gagnants de demain dans la transition énergétique.

Nous initions le titre avec une recommandation à Achat et un objectif de cours à 2,5 €, soit un potentiel de hausse substantiel (+66%).

Données financières (en M€)				
au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	25,1	25,5	30,3	36,8
var %	47,7%	1,6%	18,5%	21,6%
EBE	3,0	2,7	3,5	4,8
% CA	12,0%	10,4%	11,6%	13,0%
ROC	2,1	1,9	2,4	3,4
% CA	8,3%	7,4%	8,1%	9,2%
RN	1,2	1,1	1,3	1,9
% CA	4,7%	4,4%	4,4%	5,1%
Bnpa (€)	0,16	0,15	0,18	0,25
ROCE (%)	34,8%	15,8%	13,0%	12,4%
ROE (%)	28,9%	21,5%	20,5%	22,3%
Gearing (%)	-2,4%	55,5%	91,5%	114,1%
Dette nette	-0,1	2,9	6,2	10,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation				
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,5	0,6	0,6	0,6
VE/EBE (x)	4,1	5,4	5,1	4,6
VE/ROC (x)	5,9	7,6	7,3	6,5
P/E (x)	10,6	10,1	8,4	6,1



>25 M€

Revenus 2024

3,0 M€

EBITDA 2024

24 M€

Backlog à date



Acteur italien majeur du marché des énergies renouvelables, ESI est un contractant EPC et futur producteur d'électricité décarbonée à suivre de près.

Au cœur de l'un des enjeux majeurs de ce siècle, la proposition de valeur du groupe est claire : participer, à son échelle et à sa façon, à la décarbonation de nos économies, notamment dans le secteur essentiel de la production d'électricité. Au cours de son dernier exercice fiscal, ESI a réalisé un peu plus de 25 M€ de revenus, pour une marge d'EBITDA de plus de 10%.

Pourquoi investir dans ESI ?



Un potentiel de croissance significatif : TCAM 2024-2027e **+15%**



Une appréciation de la rentabilité : Marge d'EBITDA 2027e **13%**



Une belle visibilité sur le futur : Carnet de commandes **24 M€**



Un bilan solide : Dette nette S1 2025 **0,6 M€**



Une société déjà structurée : Une équipe de **+50** salariés



Un potentiel d'upside important : **>60%** de potentiel de hausse du titre



Table des matières

<u>POURQUOI INVESTIR DANS ESI ?</u>	<u>3</u>
<u>SWOT</u>	<u>5</u>
<u>THESE D'INVESTISSEMENT</u>	<u>6</u>
<u>ESI SPA : HISTORIQUE ET ACTIVITES</u>	<u>7</u>
<u>UN MARCHE EN PLEIN ESSOR</u>	<u>17</u>
<u>ELEMENTS FINANCIERS ET PERSPECTIVES</u>	<u>21</u>
<u>VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS</u>	<u>28</u>
<u>ANNEXES</u>	<u>32</u>



SWOT

S

Forces

- Un track record important
- Un double modèle EPC/IPP
- Une maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur
- Un actionnaire structurant (Innovatec)

W

Faiblesses

- Taille encore modeste
- Récurrence limitée pour le moment
- Le développement de l'IPP va nécessiter des CAPEX importants
- Une forte concurrence

O

Opportunités

- Au cœur de l'un des enjeux majeurs du 21^{ème} siècle
- Un cadre réglementaire européen et national porteur
- Un fort potentiel à l'international
- Potentielle cible une fois la taille critique atteinte

T

Menaces

- Dépendance aux hommes clés
- Des procédures parfois longues dans le secteur (appel d'offres, autorisations)
- Difficultés à financer les SPV sur le segment IPP
- Décalages/reports de projets qui peuvent impacter la top line



Thèse d'investissement

Un expert des contrats EPC et de l'intégration de systèmes

Fort d'un historique de plusieurs années et d'un track record impeccable, ESI SpA a développé une expertise technologique unique autour de l'ingénierie, la construction et l'installation d'unités de production d'électricité d'origine renouvelable. Le groupe maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur et est capable de délivrer des projets clé en main à ses clients.

Un marché en pleine effervescence

Dopés par l'objectif d'un monde « net-zero » et par l'impérieuse nécessité de construire une production d'énergie décarbonée, les marchés sur lesquels évolue ESI sont amenés à fortement croître dans les prochaines années. Le cadre réglementaire, qu'il soit européen ou italien, est très favorable, la demande est dynamique et le potentiel est immense. À son échelle, ESI apporte aussi une réponse pertinente à l'enjeu de la souveraineté énergétique.

Un triple modèle gagnant

ESI est historiquement un contractant EPC et un intégrateur de systèmes. Plus récemment, le groupe a également lancé une activité de production indépendante d'énergie pour compte propre. Avec un pipeline de 20 MWp et déjà deux projets signés, le groupe avance vite vers la sécurisation de revenus futurs récurrents, hautement rentables et vers la détention d'actifs avec une réelle valeur de marché.

Des avantages concurrentiels identifiés

Avec un actionnaire structurant (Innovatec Group), des partenariats de premier plan, une base de clients solide mais aussi une équipe déjà suffisamment structurée, ESI dispose de solides atouts dans sa manche pour capter une part grandissante d'un marché qui progresse vite. Au cours des derniers mois, le groupe a aussi cumulé les bonnes nouvelles avec un newsflow important, a très largement accéléré commercialement et jouit à présent d'un carnet de commandes de 24 M€.

Et maintenant ?

Avec une valorisation qui ne reflète pas le potentiel d'amélioration des fondamentaux du groupe, le titre offre un point d'entrée intéressant pour tout investisseur cherchant une exposition aux meilleurs acteurs de la transition énergétique en Italie. Après un démarrage difficile en bourse, toutes les conditions sont réunies pour que la société rentre, à présent, dans une phase de croissance durable et rentable.



ESI SpA : Historique et activités

25 ans d'histoire au service des énergies renouvelables

Créée en 2018 à la suite de la scission de la branche « renouvelable » d'une PME italienne (Work System S.r.l), ESI S.p.A est une entreprise transalpine qui opère sur le marché des énergies renouvelables en tant qu'EPC (Engineering, Procurement & Construction), SI (System Integrator) et IPP (Independent Power Producer). Le siège d'ESI est basé à Rome.

Fort d'un savoir faire de près de 25 ans, l'entreprise se concentre, à travers son triple modèle, sur différents segments de marché : le photovoltaïque de grande échelle (>1 MW), le stockage, les équipements et travaux annexes (BOP), le stockage mais aussi les centrales off-grid (hors réseau), les solutions hybrides ainsi que les mini-grids en zone rurale.

Historique de développement

2002	Fondation de Work System Srl (WS) par Riccardo Di Pietrogiacomo, société active dans le secteur de la construction
2009	Début du développement du photovoltaïque. WS travaille alors en tant que sous traitant sur la construction d'installations
2015	Gain de deux premiers appels d'offre internationaux, en Roumanie et en Erythrée (2 MWp)
2016	Gain du premier appel d'offre en tant qu'EPC
2017	Arrivée de Stefano Plocco et lancement de l'activité d'intégration de systèmes (SI)
2018	Spin-off de l'activité renouvelables, qui devient Work System Integrator Srl (WSI)
2020	WSI devient ESI SpA / IPO sur Euronext Growth Milan, avec une levée de 3 M€
2022	Entrée au capital d'Innovatec Group, holding spécialisée dans l'efficacité énergétique et la durabilité environnementale. Lancement d'un partenariat stratégique
2025	Début de l'activité pour compte propre (IPP)

Sources : Société, Euroland Corporate



Les activités d'EPC (pour compte de tiers) et d'intégration de systèmes sont les cœurs de métier historiques du groupe. L'activité de vente d'énergie pour compte propre et de détention d'actifs (IPP) a elle été lancée début 2025.

Depuis sa création, ESI s'est construit un solide track record et a déjà réalisé plus d'une cinquantaine de projets à travers le monde, notamment en Italie, zone géographique historique du groupe, mais également en Afrique. Le groupe dispose ainsi d'une présence géographique internationale marquée.

Une présence internationale



Sources : Société, Euroland Corporate

Management et actionnariat

La direction d'ESI est organisée autour de quatre personnages clés :

Riccardo Di Petrogiacommo – fondateur et co-directeur général

Fondateur de Work System Srl en 2002, Riccardo Di Petrogiacommo est également le co-directeur général de la société. Il a auparavant été chef de projet chez Omicron, et dispose d'une expérience extensive dans les secteurs de la construction et des énergies renouvelables, d'abord en tant que dirigeant puis aussi en tant qu'entrepreneur.

Stefano Plocco – fondateur et co-directeur général

Ingénieur mécanique de formation, Stefano Plocco a occupé différents postes de direction (2012-2025 Enertonica, 2015-2016 Innovatec) avant de rejoindre Work System Srl en tant que directeur général en 2016. Il dispose notamment d'une grande expérience du secteur des énergies renouvelables, à la fois en Italie et à l'international.

Felice Egidi – président du conseil d'administration (indépendant)

Ingénieur aéronautique de formation, Felice Egidi est le président du conseil d'administration d'ESI SpA depuis juin 2021. Il dispose d'une longue carrière chez différents énergéticiens (Edison, Endesa, Enel). Il a notamment été directeur des affaires publiques chez Enel de 2015 à 2020.



Manuela Verdecchia – directrice financière

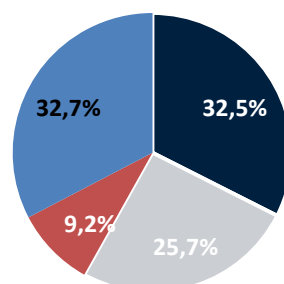
Directrice financière depuis juillet 2024, Manuela Verdecchia a démarré sa carrière dans un des principaux cabinets d'audit mondiaux, avant de rejoindre ESI en 2020 et de contribuer activement au succès de la société.

Côté capitalistique, ESI dispose d'un actionnariat stable et propice au développement à long terme de la société. Les deux fondateurs détiennent toujours 25,7% du capital à travers une holding, Integra Srl.

L'actionnaire majoritaire d'ESI est Innovatec Spa, via la holding Genkinn Srl, et détient 32,5% du capital. La société, cotée et spécialisée dans l'efficacité énergétique et la durabilité environnementale, est entrée au capital du groupe en juillet 2022 suite à la cession d'une partie de la participation des fondateurs. Cette cession (6,5 M€ au total, dont 3,5 M€ ont été payés en cash et le solde par échange de titres titres) a été effectuée dans le cadre d'un partenariat industriel et stratégique entre Innovatec et ESI. Avant cette transaction, Integra détenait une participation majoritaire de 55,80% dans ESI.

La structure de l'actionnariat d'ESI est complétée par le flottant (32,7%) et par la participation minoritaire d'Exacto Spa (9,2%), holding détenue par Renergetica, un des principaux développeurs sur le marché italien, qui a investi au moment de l'introduction en bourse en 2020.

Actionnariat d'ESI



■ Genkinn S.r.l. ■ Integra S.r.l. ■ Exacto S.p.A ■ Flottant

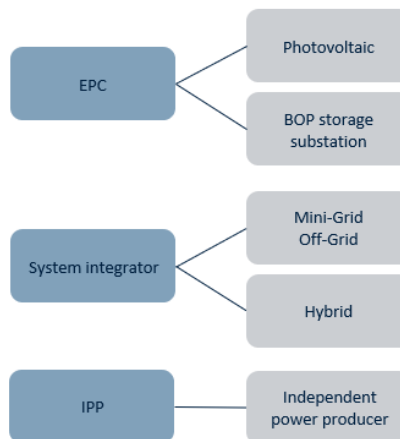
Sources : Société, Euroland Corporate



Un triple modèle

Le modèle d'affaires d'ESI repose sur trois piliers complémentaires dans la chaîne de valeur des énergies renouvelables, notamment celle du solaire PV : le groupe est à la fois contractant EPC, intégrateur de systèmes et producteur indépendant.

Modèle économique et activités d'ESI

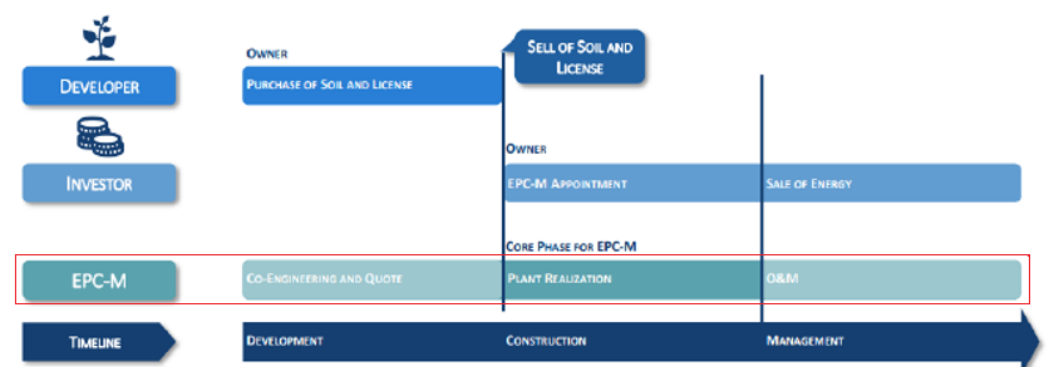


Sources : Société, Euroland Corporate

L'activité d'EPC

Principale contributrice au chiffre d'affaires du groupe, la division EPC (Engineering, Procurement, Construction) joue un rôle essentiel dans le modèle d'ESI. A travers cette activité, le groupe offre principalement des solutions clés en main à ses clients en matière d'ingénierie, de fourniture et d'installation complète de centrales PV de grande échelle (« utility-scale », soit une capacité supérieure à 1 MW). Le contractant EPC est un maillon essentiel, et central, dans la réalisation de projets.

Le rôle de l'EPC dans un projet photovoltaïque



Sources : Comal, Euroland Corporate

Cette division est composée de deux sous-catégories distinctes :



1/ Le photovoltaïque, qui regroupe :

- Les services EPC, avec :
 - o Le design et la construction clés en main de centrales PV de grande échelle à travers l'utilisation de différentes technologies
 - o La réfection/modernisation d'unités déjà existantes afin d'améliorer la performance et de prolonger la durée de vie des centrales

2/ La réalisation de travaux annexes (appelées BOP, pour Balance Of Plant) et de sous-stations, qui regroupe (notamment sur l'éolien cette fois-ci):

- Le génie civil
- La conduite de câbles souterrains destinés au raccordement électrique
- La construction de cabines de contrôle et de fondations pour les installations haute tension

La réalisation d'un projet d'une unité de production d'électricité d'origine renouvelable comporte caractéristiquement cinq étapes. Ces dernières sont toutes couvertes et supervisées par ESI.

Le modèle EPC



Sources : Société, Euroland Corporate

1/ Le développement

Durant cette phase, la direction d'ESI sélectionne les appels d'offres pertinents, en fonction de sa capacité à y répondre et de la marge potentielle à réaliser. ESI se charge ensuite d'élaborer le projet le plus adapté aux besoins de l'offtaker (le client), que ce soit sur le plan technique ou économique, tout en intégrant les contraintes réglementaires et les spécificités techniques propres au site d'implantation.

2/ La viabilité financière

ESI s'assure de la viabilité financière du projet à travers la réalisation d'un plan mensuel de financement des travaux. Après la signature du contrat, ESI est en mesure de fournir les flux de trésorerie détaillés pour le projet.

3/ L'ingénierie

ESI dispose en interne d'une équipe d'ingénieurs spécialisé dans la conception de travaux de génie civil, électrique et mécanique, qui prennent en charge la conception du projet, sous tous ses aspects techniques.

4/ Contrat et approvisionnement

Après la phase préparatoire, ESI dispose de tous les éléments en main pour définir les différents CAPEX du projet, faire les premières commandes auprès des fournisseurs en fonction des attentes du client.



5/ Construction

La phase de construction du projet peut démarrer. Elle est entièrement prise en charge par les équipes d'ESI.

Depuis son IPO, ESI a réalisé une vingtaine de projets via l'activité EPC, pour une capacité installée qui dépasse les 233 MWp. 44 MWp sont également en construction. Le groupe dispose également d'un carnet de commandes très fourni (voir plus long), qui lui confère de la visibilité et sécurise une partie de ses revenus futurs.

Nous présentons ci-dessous une des principales réalisations du groupe, la centrale solaire de Cumiana, dans la région de Turin. La ferme a été mise en service en avril 2025 (10 MWp).

Ferme de Cumiana (10 MWp)



Sources : Société, Euroland Corporate

L'activité d'intégrateur de systèmes

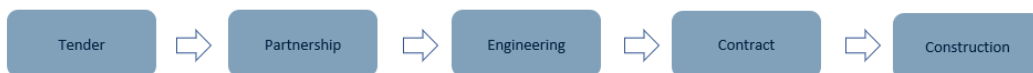
La deuxième BU du groupe s'articule autour du métier d'intégrateur de systèmes. Lancée en 2017 avec l'arrivée de Stefano Plocco, cette division consiste principalement à concevoir et réaliser des installations pour la production et la gestion de l'énergie dans des environnements où le réseau électrique est soit absent, soit peu fiable.

Dans ce domaine, ESI développe des mini-réseaux (« mini-grid ») et des réseaux hors réseau (« off-grid ») pour garantir l'accès à l'électricité dans des zones parfois éloignées ou reculées. Cette activité est développée en Italie, mais aussi en Afrique, où ESI contribue à son échelle à l'électrification du continent. La complexité technique de ces projets et leur caractère stratégique permettent d'obtenir des marges supérieures à celles de l'EPC classique. En outre, cette activité renforce la réputation internationale d'ESI, qui se différencie de ses concurrents purement domestiques.

Le groupe travaille aussi sur des solutions dites hybrides (combinaison de production d'énergie renouvelable et de générateurs à combustible) ainsi que sur des systèmes de stockage, essentiels à la régulation de la fréquence et le load management sur les lignes à moyenne et haute tension.

La réalisation d'un projet d'intégration de système passe par cinq étapes différentes, toutes couvertes par ESI.

Le modèle d'intégrateur de systèmes



Sources : Société, Euroland Corporate

1/ Appel d'offres

Au cours de la phase d'appel d'offres, le client sélectionne les potentiels intégrateurs de systèmes.

2/ Partenariat

Durant la phase de définition de l'offre technique, ESI choisit soigneusement ses partenaires technologiques (systèmes de contrôle, batteries, systèmes de conversion) afin d'élaborer la meilleure combinaison possible.

3/ Ingénierie

La phase d'ingénierie est essentielle. C'est au cours de celle-ci que l'intégration entre les différentes composantes du système est testée et affinée.

4/ Contrat et approvisionnement

Après la phase préparatoire, ESI dispose de tous les éléments en main pour définir les différents CAPEX du projet, faire les premières commandes auprès des fournisseurs en fonction des attentes du client.

5/ Construction

L'intégration complète de tous les composants est effectuée directement sur le site par le groupe durant la phase de construction.

En tant qu'intégrateur de systèmes, ESI a conclu une quinzaine de projets, pour la plupart en Afrique (Mozambique, Ouganda, Ethiopie...). Ces systèmes représentent au total une capacité installée 1,7 MWp. Ci-dessous, un exemple de minigrid réalisé en République Démocratique du Congo, en 2018 (100 kWp).

Idjwi Island, minigrid, RDC – 100 kWp



Sources : Société, Euroland Corporate



L'activité d'IPP : détention d'actifs de production en propre

Lancée en 2025, l'activité d'IPP (Independent Power Producer) permet à ESI de développer, construire et exploiter des centrales PV pour compte propre. Les avantages de devenir exploitant sont multiples : pas de restrictions contractuelles, plus de flexibilité dans la gestion du temps de construction, économies de coûts sur les projets.

Surtout, la détention d'actifs de production d'énergie renouvelable en propre permet au groupe d'accroître son intégration verticale, de réaliser des marges significativement supérieures (et plus stables) que celles de ses activités historiques, de générer des flux de trésorerie importants et d'intégrer de la récurrence dans son mix de chiffre d'affaires à travers la signature de PPA long terme sur la vente d'électricité.

Un PPA (Power Purchase Agreement) désigne un contrat de long terme par lequel un producteur, le plus souvent issu des filières renouvelables comme le solaire ou l'éolien, s'engage à céder sa production à un acheteur, qu'il s'agisse d'une entreprise consommatrice ou d'un fournisseur d'énergie.

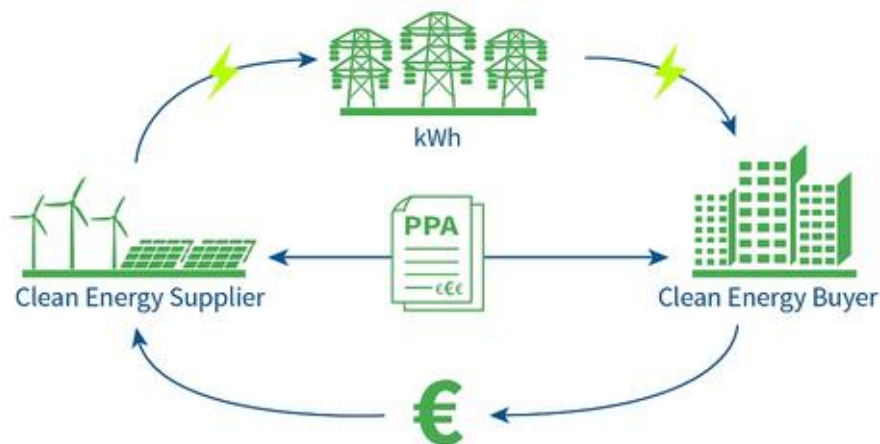
Sa durée s'étend généralement entre dix et vingt ans, ce qui permet au producteur de sécuriser des revenus prévisibles et à l'acheteur de bénéficier d'une visibilité sur ses coûts énergétiques. Le prix peut être fixé à l'avance, indexé sur un indice ou structuré selon différentes modalités, garantissant une certaine stabilité face à la volatilité des marchés.

Ces contrats peuvent prendre une forme physique, où l'électricité est livrée directement à l'acheteur, ou bien une forme dite virtuelle ou financière, dans laquelle les flux passent par le marché et les parties s'échangent la différence entre le prix convenu et le prix constaté.

Dans les deux cas, l'intérêt est double : pour le producteur, le PPA facilite le financement des installations grâce à la prévisibilité des flux de trésorerie, tandis que pour l'acheteur, il constitue une protection contre les fluctuations du marché tout en contribuant à ses objectifs de décarbonation et de responsabilité environnementale.

Au-delà de la relation bilatérale, les PPA jouent un rôle structurant pour l'ensemble du système électrique, puisqu'ils permettent le déploiement des énergies renouvelables sans recourir à des subventions publiques.

Fonctionnement simplifié d'un Power Purchase Agreement (PPA)



Sources : Société, Euroland Corporate



En mars 2025, ESI a finalisé l'acquisition de sa première SPV (société porteuse du projet), La Cava, pour la construction d'une centrale PV de 3 MW dans la province de Viterbe, en Italie. Le groupe a déboursé 3 M€ dans l'opération. Les projets en propre seront financés via des niveaux de levier très classiques dans l'industrie, à savoir 30% d'apport en capitaux propres et 70% de dette en moyenne.

ESI affiche d'ambitieux objectifs en la matière, puisqu'un programme de 20 MW de capacité PV propriétaire est évoqué par la société à moyen terme. Ces projets sont en cours de développement.

Un modèle commercial maîtrisé et des clients de renom

L'industrie d'ESI fonctionne de deux manières : les offres directes, auprès de clients privés, ainsi que les appels d'offres lancés par des entités publiques ou de grands énergéticiens internationaux.

La clientèle privée compose principalement de fonds d'investissement et d'organisations à but non lucratif. Au fil des années, ESI a su tisser un réseau solide de relations au sein de cet univers. Ces clients, lorsqu'ils identifient une opportunité, s'adressent directement à ESI, sollicitant une première analyse technique et économique.

Cette étape préliminaire est généralement suivie d'une visite sur site et d'une évaluation de la rentabilité du projet par le client lui-même. Ce n'est qu'après ces diligences qu'intervient la demande d'offre finale et l'ouverture des discussions contractuelles. Dans le cas spécifique des ONLUS, le processus est inversé : les financements sont d'abord réunis par l'organisation, avant que ne soit formalisée la commande.

La clientèle publique obéit à une dynamique différente. Elle est constituée principalement d'organismes ministériels, à l'échelle nationale ou internationale, investis de la mission de promouvoir et de soutenir les investissements dans le domaine énergétique. Le suivi des opportunités est assuré par le Bureau des appels d'offres, qui recourt à des plateformes spécialisées, à des partenaires locaux et à des cabinets de conseil.

Lorsqu'un appel d'offres est identifié et qu'un cahier des charges est mis à disposition, ESI procède à une évaluation approfondie, tant du pays concerné que des conditions contractuelles. Si cette analyse est jugée favorable, l'équipe prépare l'ensemble du dossier – administratif, économique et technique – qui sera soumis à l'autorité adjudicatrice, laquelle procède ensuite à une évaluation globale des éléments présentés.

Enfin, les multinationales constituent un troisième segment, regroupant les grands opérateurs du secteur des énergies renouvelables, tels qu'Enel Green Power. L'accès à ce marché est conditionné par une procédure de qualification préalable : l'entreprise doit démontrer ses compétences dans les différents segments (photovoltaïque, éolien, stockage) et obtenir les agréments spécifiques dans chacun des pays où elle souhaite opérer. Une fois la qualification acquise et l'invitation à concourir reçue, le groupe peut se préparer à répondre à l'appel d'offres.



ESI dispose d'un track record plutôt solide et de belles références avec des clients comme Edison, Iberdrola, ou encore Shell. Ces derniers attestent du sérieux et de la qualité de l'offre et de l'exécution du groupe.

Panorama des clients d'ESI



Sources : Société, Euroland Corporate



Un marché en plein essor

Une opportunité de marché substantielle

L'environnement de marché dans lequel évolue ESI est marqué par une transformation structurelle profonde, portée par la transition énergétique européenne et par les engagements climatiques pris par les États membres. L'Italie, en particulier, se trouve au cœur de cette dynamique, avec des objectifs ambitieux de décarbonation et une dépendance historique aux importations d'énergies fossiles qui accentue la nécessité d'un développement rapide des énergies renouvelables.

Un cadre réglementaire européen favorable...

À l'échelle de l'Union européenne, la Commission a présenté en 2022 le plan REPowerEU, une initiative stratégique visant à réduire la dépendance du continent vis-à-vis du gaz russe, dans un contexte marqué par la crise énergétique consécutive à la guerre en Ukraine. Ce programme ne se limite pas à une réponse conjoncturelle : il ambitionne également d'accélérer la transition vers un modèle énergétique plus durable en renforçant massivement le recours aux énergies renouvelables et en améliorant l'efficacité énergétique.

Ce plan s'inscrit dans la continuité du paquet législatif Fit for 55, adopté en 2021, qui constitue l'un des piliers du Pacte vert pour l'Europe. Celui-ci fixe un objectif contraignant de réduction de 55 % des émissions nettes de gaz à effet de serre d'ici 2030, par rapport aux niveaux de 1990. Pour atteindre cette cible, l'Union européenne compte sur une expansion massive des énergies renouvelables, qui devront représenter 42,5 % de la consommation finale brute d'énergie à l'horizon 2030.

La concrétisation de cet engagement exige une accélération inédite des capacités de production renouvelable. D'après plusieurs études de référence, il serait nécessaire de porter d'ici 2030 le parc installé à environ 600 GW de solaire photovoltaïque et 500 GW d'éolien. Ces ordres de grandeur illustrent l'ampleur des investissements requis et le rythme de déploiement exceptionnel attendu à l'échelle du continent.

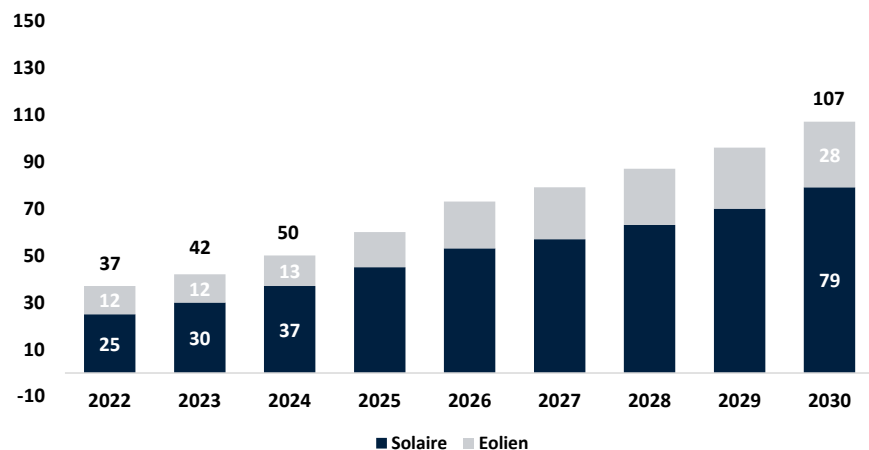
... Ainsi que sa transposition en Italie

Dans ce contexte, l'Italie a engagé une profonde mutation de son système énergétique, portée à la fois par des directives européennes favorables et par des atouts naturels majeurs — notamment un ensoleillement abondant — qui stimulent fortement le déploiement des renouvelables dans leur ensemble, et notamment du photovoltaïque.

Sous l'impulsion du plan PNIEC (« Piano Nazionale Integrato Energia e Clima »), les pouvoirs publics ont affiché une ambition similaire à celle de l'Europe avec la mise en place de deux objectifs majeurs à horizon 2030 : une réduction de 33% du niveau des GES (vs 2005) et une part des renouvelables de 55% dans la consommation finale d'énergie. Pour les réaliser, la capacité installée de solaire et d'éolien devrait ainsi atteindre 107 GW d'ici 2030, contre 50 en 2024 (CAGR +13,5%), avec une croissance plus importante pour le photovoltaïque du fait des caractéristiques du pays.



Projection des capacités renouvelables en Italie, 2022-2030e



Sources : Terna, ANIE Rinnovabili

Selon des données récentes (août 2025), la puissance installée en matière de photovoltaïque a d'ailleurs dépassé les 40 GW à la fin du semestre, toutes tailles de centrale (grande échelle, résidentielle) confondues. L'évolution du marché est notamment dynamisée par des mécanismes d'incitations réglementaires, comme le FER X, au sein duquel l'Etat italien a mis aux enchères plusieurs GW de capacité renouvelable à des prix de vente d'électricité garantis pendant 20 ans.

Bien que temporaire, ces incitations montrent tout de même la volonté farouche du gouvernement de développer la capacité de production renouvelable du pays.

Nombre d'unités PV et puissance installée par région, S1 2025

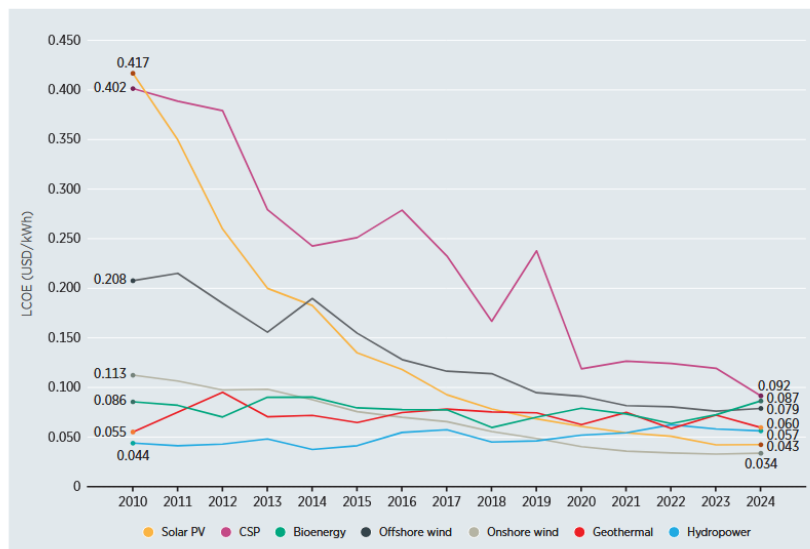
	Regioni	Numero impianti totale		Regioni	Potenza (MW) totale
1	Lombardia	326.586	1	Lombardia	5.419
2	Veneto	274.699	2	Veneto	4.055
3	Emilia-Romagna	198.003	3	Puglia	3.912
4	Lazio	141.210	4	Emilia-Romagna	3.855
5	Sicilia	136.511	5	Lazio	3.787
6	Piemonte	134.729	6	Piemonte	3.407
7	Puglia	119.183	7	Sicilia	2.915
8	Toscana	107.436	8	Sardegna	1.912
9	Campania	93.371	9	Campania	1.695
10	Friuli-Venezia Giulia	82.443	10	Marche	1.609
11	Sardegna	72.089	11	Toscana	1.588
12	Marche	61.898	12	Friuli-Venezia Giulia	1.317
13	Calabria	59.922	13	Abruzzo	1.211
14	Trentino-Alto Adige	53.162	14	Calabria	904
15	Abruzzo	50.103	15	Trentino-Alto Adige	857
16	Umbria	39.367	16	Umbria	781
17	Basilicata	24.451	17	Basilicata	630
18	Liguria	21.927	18	Molise	274
19	Molise	9.405	19	Liguria	261
20	Valle d'Aosta	4.561	20	Valle d'Aosta	42
Totale complessivo		2.011.056	Totale complessivo		40.430

Source : Italia Solare



La compétitivité du solaire en Italie renforce l'attractivité économique du secteur pour les producteurs d'électricité verte. Selon l'IRENA, le coût actualisé de production de l'électricité (LCOE) des projets solaires (de grande échelle) dans le monde est tombé sous les \$45/MWh en Europe en 2024, contre plus de \$400 MWh en 2010.

LCOE par source de production dans le monde, 2010-2024



Source : IRENA

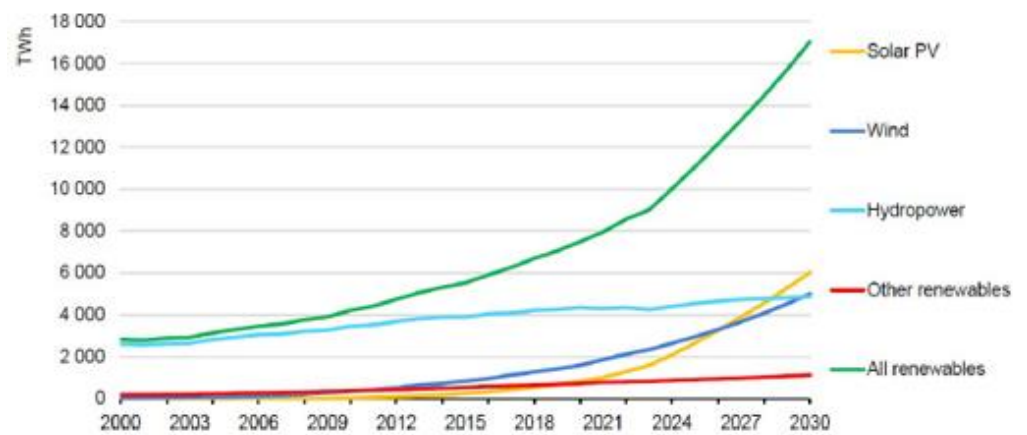
En Italie, les conditions naturelles favorables, couplées à la réduction drastique des coûts des équipements, au passage rapide à l'échelle de l'industrie ainsi qu'à une baisse marquée du coût du capital sur le long terme permettent au pays d'afficher une diminution du LCOE encore plus forte (-87% entre 2010-2024 selon IRENA) par rapport au reste du monde.

Au niveau international, où ESI est également présent, notamment à travers son exposition en Afrique, la tendance à l'adoption croissante des énergies renouvelables en substitution des énergies fossiles est également très forte. Si toutes les zones du monde n'en sont pas au même stade de développement, et n'ont donc pas les mêmes besoins en matière de développement de la production d'énergie, il y a tout de même un consensus établi autour du rôle prépondérant des énergies renouvelables.

Ce consensus s'est notamment matérialisé par les accords de la COP 28, en 2023, qui ont débouché sur deux objectifs principaux : tripler la puissance installée des renouvelables et doubler l'efficacité énergétique. Ce qui correspond, d'ici 2030, à installer 7 000 GW supplémentaires (sur la base de 2023) dans le monde. Si cet objectif, très théorique, est atteint, les sources d'énergies renouvelables devraient représenter 46% du mix de production électrique mondiale. Une tendance qui devrait naturellement profiter à ESI.



Production mondiale d'électricité, par source d'énergie



Source : AIE



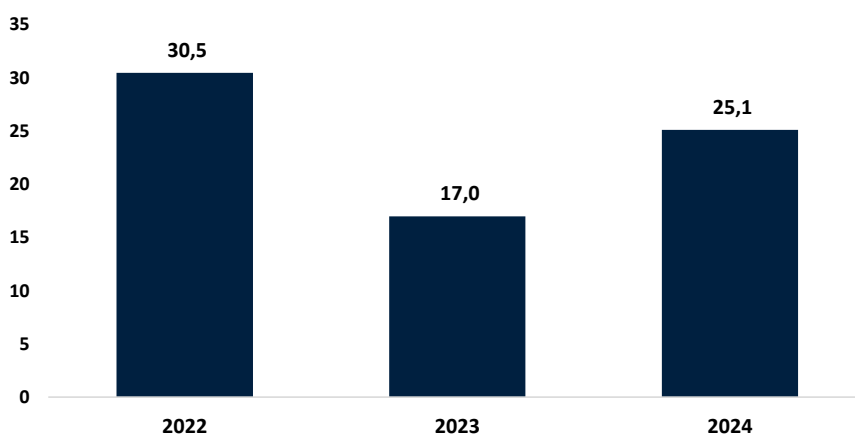
Éléments financiers et perspectives

Aperçu des comptes historiques

Nous présentons les éléments financiers historiques d'ESI sur les trois dernières années d'activité, les exercices antérieurs étant moins significatifs. Entre 2022 et 2024, ESI a généré des revenus (définis comme la Value Of Production en normes italiennes, soit la somme du chiffre d'affaires reconnu, des travaux en cours et des autres produits) compris dans une fourchette entre 15 M€ et un peu plus de 30 M€.

Cette instabilité reflète le modèle d'affaires du groupe, basé historiquement sur la réalisation de projets EPC, dont le nombre et la taille peuvent varier assez largement d'une année à l'autre.

Revenus ESI, 2022-2024 (M€)



Sources : société, Euroland Corporate

Le compte de résultat suit naturellement cette tendance de chiffre d'affaires. ESI a généré une rentabilité positive au niveau de l'EBITDA en 2022 et 2024, bien que l'exercice 2023 soit tombé dans le négatif. Ce dernier a été notamment marqué un ralentissement de la dynamique commerciale, mais aussi par des vents macroéconomiques contraires, avec le retour de l'inflation des matières premières et la hausse des coûts, naturellement difficile à répercuter.

L'année dernière, après un excellent exercice dominé par les activités EPC (10 projets EPC livrés, 3 projets SI et 1 revamping), l'EBITDA du groupe a atteint 3,0 M€ pour une marge de 12% sous l'effet de la comptabilisation de projets plus rentables, d'une plus grande sélectivité et d'une bonne gestion générale.

Avec des investissements maîtrisés et un endettement sous contrôle (voir plus loin), le bas du compte de résultat de la société est plutôt clean. En 2024, le résultat net du groupe a été de 1,2 M€, soit une marge nette de 4,7%.

Nous présentons le compte de résultats simplifié de la société ci-dessous.



P&L simplifié ESI SpA, 2022-2024 (M€)

P&L groupe (M€)	2022	2023	2024
Chiffre d'affaires	2,4	32,5	17,5
Travaux en cours	27,8	-15,7	7,4
Autres	0,4	0,2	0,2
Revenus totaux	30,5	17,0	25,1
OPEX	-29,3	-18,6	-22,1
EBITDA	1,2	-1,6	3,0
Marge EBITDA (%)	4,0%	-9,3%	12,0%
DAP	-0,5	-0,4	-0,9
% CA	1,7%	2,2%	3,8%
Résultat d'exploitation	0,7	-2,0	2,1
Résultat financier	-0,7	-0,2	-0,2
Résultat exceptionnel	0,0	0,0	0,0
Impôts sur les bénéfices	-0,2	0,5	-0,7
Résultat net	-0,2	-1,7	1,2
Marge nette (%)	-0,7%	-10,2%	4,7%

Sources : Société, Euroland Corporate

En matière de bilan, l'activité historique d'ESI est peu capitalistique. Les immobilisations sont principalement corporelles, mais elles représentent seulement 10% du CA environ, en moyenne. Côté BFR, les stocks importants, typiques d'une activité d'EPC, sont principalement financés par les dettes fournisseurs, et notamment les avances des clients.

Typiquement, alors que le chiffre d'affaires d'ESI est comptabilisé à l'avancement, les encaissements suivent un rythme bien différent, avec des milestones de paiement prédéfinis.

La société reçoit généralement, sur les activités EPC, un acompte de l'ordre de 10% du montant de la commande à la signature du projet (contre lequel ESI émet à l'aide d'une banque un bond sous forme de garantie d'assurance), puis 20% supplémentaire au moment de la commande des équipements et des composants, puis encore 10% lorsque l'étude préliminaire du projet est achevée.

Sur les activités d'intégrateur de systèmes, l'acompte versé par le client peut même monter à 30%. La majeure partie solde de prix, sur les deux métiers, est en général encaissée une fois que les structures sont montées, les panneaux installés et les travaux de génie civil achevés. Il se peut qu'à la livraison d'un projet, et donc à l'achèvement total des travaux, un reliquat de paiement soit effectué à ESI qui, de son côté, émet un nouveau warranty bond comme garantie de bonne performance de l'unité.

La faible intensité capitalistique, combinée à un BFR financé par les acomptes des clients, permet à ESI de disposer d'un bilan au levier très limité. A la clôture des comptes 2024, le groupe était en position de trésorerie nette positive (0,2 M€), avec une génération de FCF positive sur les deux derniers exercices (1,3 M€ cumulés) malgré l'investissement dans un nouvel entrepôt lors de l'exercice 2024.



Bilan simplifié ESI, 2022-2024 (M€)

Bilan groupe (M€)	2022	2023	2024
Stocks	32,8	16,4	23,6
Créances clients	6,5	3,5	4,5
Dettes fournisseurs	34,7	17,6	26,1
Autres	-0,9	-0,5	-0,7
BFR	3,6	1,8	1,3
Actifs non courants	2,3	2,2	3,0
Actif économique	5,9	3,9	4,3
Trésorerie	-1,9	-0,6	-2,7
Dettes financières butes	4,2	1,6	2,6
Dette nette/(trésorerie nette)	2,4	0,9	-0,1
Provisions	0,1	0,1	0,3
Capitaux propres	3,4	2,9	4,1
Capitaux employés	5,9	3,9	4,3

Sources : Société, Euroland Corporate

Perspectives financières et estimations

Une évolution du périmètre de consolidation au S1 2025

Fin septembre, ESI a publié ses résultats semestriels 2025. Pour la première fois dans l'histoire du groupe, ce sont des comptes consolidés qui ont été communiqués avec le lancement de l'activité IPP, composée pour le moment de deux premières prises de participation (51% d'ESI Solar en novembre 2024 et 100% de La Cava) et détenue à 100% par ESI SpA, la société mère. Ces états financiers n'ont pas de base comparable.

Les revenus du groupe se sont établis à 12 M€, décomposés entre 7,6 M€ de chiffre d'affaires (un contrat EPC d'une valeur de 5,6 M€ et deux contrats de revamping pour 2 M€ au total), 6,8 M€ de travaux en cours et 1,3 M€ de production immobilisée liée à la construction de la première centrale détenue en propre via La Cava.

Pour repère, la valeur de la production à périmètre constant a progressé de +1% par rapport au S1 2024 du fait d'un retard pris dans la définition des modalités d'application du décret FER X ainsi que dans le lancement des premiers appels d'offres. Certains clients d'ESI ont adopté une attitude attentiste, différant leurs décisions d'investissement. Cette situation a pénalisé le rythme de la prise de commandes au cours du premier semestre.

Plus bas dans le compte de résultat, l'EBITDA consolidé est ressorti à 0,7 M€, soit une marge de 6%, pour un résultat net de nouveau positif, à 0,2 M€. Côté bilan, le groupe affiche une dette nette de 0,6 M€ suite à l'obtention d'un nouveau financement de 0,4 M€ au niveau de la société mère.

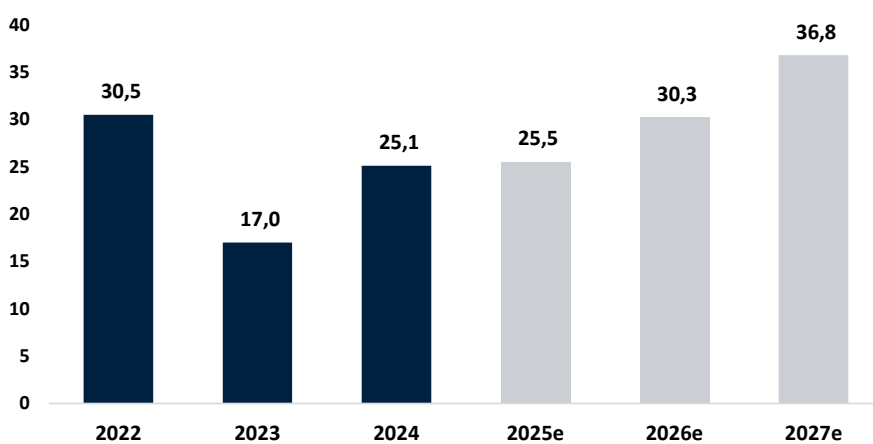


Nos estimations à horizon 2027

ESI ne communique pas de guidance chiffrée. Pour construire notre business plan, nous nous sommes basés sur nos échanges avec la direction, ainsi que sur les données prospectives de marché que nous avons à disposition.

À long terme, nous pensons qu'ESI a la capacité de légèrement surperformer la croissance du marché du fait de son excellente capacité d'exécution, de relations commerciales solides et de la montée en puissance progressive de l'activité IPP. Sur la période 2024-2027e, nous modélisons un TCAM des revenus (Value Of Production) consolidés de +13,6%.

Value Of Production, ESI Group, 2024-2027e, estimations Euroland (M€)



Sources : société, Euroland Corporate

Ces chiffres sont confortés par les éléments suivants :

1/ Un **backlog EPC à date de 24 M€**, auprès de clients de renom, tels qu'Iberdrola, Delos, ou encore Ansol, complétée par un pipeline IPP de 20 MWp.

2/ Un marché de la transition énergétique en Italie qui continue à montrer de beaux signes de vitalité, notamment en matière de solaire. Selon les dernières données transmises par Terna, 42% de la production électrique du pays est actuellement couverte par les énergies renouvelables. Dans celles-ci, le solaire connaît une croissance bien supérieure au reste (+23% sur le premier semestre), ce qui confirme toute l'attractivité de cette source, notamment dans un pays où les conditions météorologiques sont très favorables à son développement.

3/ Un newsflow particulièrement dynamique depuis le début de l'année, à la fois sur l'EPC et sur l'IPP, avec :

- L'obtention d'un premier prêt de 1,7 M€ en juillet pour le financement de la construction de la centrale de 3 MWp qui sera détenue en propre à Monterosi (La Cava), puis d'un second de 1,5 M€ fin octobre pour le financement plus général du pipeline IPP.
- La signature en juillet d'un contrat EPC clé en main avec Innovatec Energy pour une centrale de 4,5 MWp (soit 4,1 M€), puis de cinq contrats de



revamping dans la région d'Umbria, pour une valeur totale de 2,9 M€ (6,5 MWp)

- La nomination en tant que **contractant EPC de référence** dans le contrat cadre noué entre Innovatec et Altea Green Power. Cet accord, d'une durée de trois ans, vise à codévelopper et à mettre en œuvre des projets solaires, avec ou sans systèmes de stockage, sur l'ensemble du territoire italien. La collaboration couvre l'intégralité de la chaîne de valeur, allant de la conception et des démarches d'autorisation à la construction, à la gestion et, le cas échéant, à l'acquisition des centrales et des systèmes de stockage par Altea Green Power S.p.A.

4/ Un track record franchement solide dans la réalisation de projets EPC, tant en Italie qu'à l'international, avec plus de 235 MWp installés depuis 2017.

Track record EPC d'ESI, 2017-2025

COD	Projet	Pays	BU	Puissance (MWp)
2017	Kisobo	Ouganda	SI	0,2
2018	Wolisso	Ethiopie	SI	0,2
2018	Kashara	Congo	SI	0,1
2018	Kisaba	Ouganda	SI	0,1
2018	Rutenderi	Rwanda	SI	0,2
2018	Massawa	Erithrée	SI	0,0
2020	PV - floating	/	SI	0,0
2021	Sa Caseta	Italie	EPC	22
2021	Binatria	Italie	EPC	15,0
2021	Gitaza	Burundi	SI	0,1
2022	Fratta Todina	Italie	EPC	2,0
2022	Mpaca	Mozambique	SI	0,1
2022	Entebbe	Ouganda	SI	0,3
2023	Valenza Gropella	Italie	EPC	4,8
2023	Cascina Lombarda	Italie	EPC	7,0
2023	Cascina Castellana	Italie	EPC	9,1
2023	Cascina Disma	Italie	EPC	6,2
2024	Cascina Sant'Angelo	Italie	EPC	6,0
2024	Cascina Richiesta	Italie	EPC	9,9
2024	Recasolar	Italie	EPC	4,5
2024	Integra 1&2	Italie	EPC	2,0
2024	Curno e Mapello	Italie	EPC	3,1
2024	Keter	Italie	EPC	1,7
2024	BOP BESS	Italie	EPC	50,0
2024	Muite	Mozambique	SI	0,1
2024	Mugulama	Mozambique	SI	0,1
2024	Milhana	Mozambique	SI	0,2
2025	Cumiana	Italie	EPC	10,0
2025	Revampings	Italie	EPC	80,0
Total				235,0

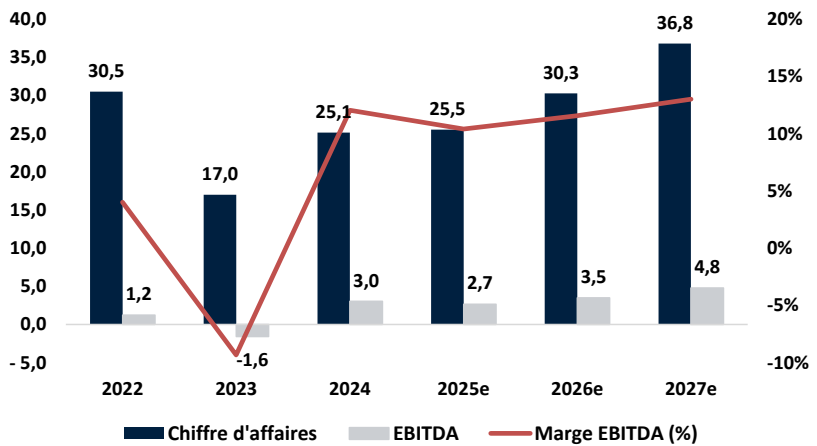
Sources : société, Euroland Corporate

En matière de rentabilité, la volonté récente du groupe de se concentrer sur des projets EPC plus qualitatifs et mieux margés que dans le passé devrait se poursuivre. Nous pensons qu'à horizon 2027, ESI pourrait attendre une marge d'EBITDA de 13%, soit un



EBITDA de 4,8 M€, sous l'effet conjugué de la livraison du pipeline EPC et de la montée en puissance de l'activité pour compte propre dans le mix du groupe. Cette projection implique un TCAM 2024-2027e de l'EBITDA de +16,5%, légèrement supérieur à celui de chiffre d'affaires.

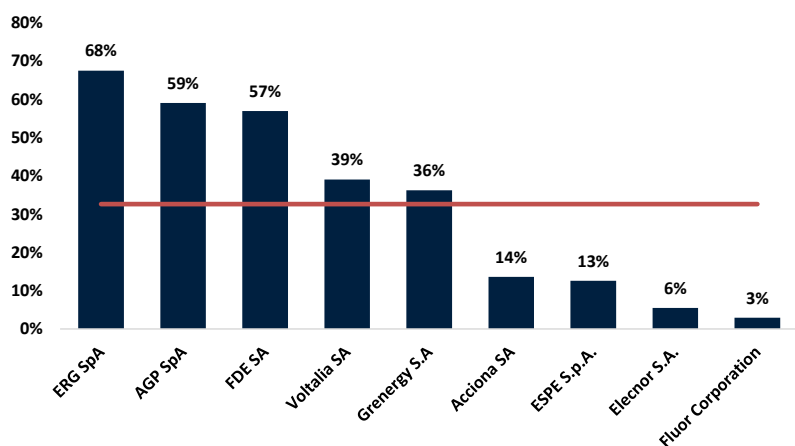
Revenus et EBITDA, ESI Group, 2022-2027e, estimations Euroland (M€)



Sources : société, Euroland Corporate

Pour référence, nous affichons dans le prochain graphique les marges d'EBITDA FY1 attendues par le consensus sur un panel de sociétés cotées dont le modèle d'affaires est relativement comparable à celui d'ESI (développement, EPC, producteur...). Malgré des différences de maturité, de taille ou encore de mix d'activités à naturellement prendre en compte, la marge d'EBITDA moyenne attendue ressort à 33%, un niveau bien supérieur à nos projections sur ESI.

Marge d'EBITDA FY1 des comparables d'ESI (%)



Sources : Factset, Euroland Corporate

La capacité de génération de trésorerie du groupe devrait probablement évoluer avec le développement de l'activité pour compte propre. Si ESI a généré un FCF positif sur les deux dernières années (1,4 M€ en cumulé) du fait d'une faible intensité capitalistique et d'un BFR financé par les acomptes sur les contrats EPC, les activités de production et d'exploitation d'unités en propre requièrent des besoins en capital



beaucoup plus importants. Nous estimons que sur les trois exercices à venir, ESI pourrait investir une grosse quinzaine de millions d'euros dans ses CAPEX afin de tenir son pipeline de 20 MWp (0,8 M€/MWp, soit environ 2,5 M€ pour chaque MW de capacité). Le groupe aura ainsi besoin de trouver des sources de financement pour assurer son développement futur.

Du fait du faible levier de la société à date, nous pensons qu'elle pourrait avoir recours prioritairement à l'endettement dans un premier temps. Dans un second temps, la génération de cash récurrente offerte par la vente d'électricité des premières unités pourrait être réinvestie afin de financer une partie des besoins en capitaux du groupe. ESI pourrait aussi avoir recours au « farm down » (cession partielle) d'une partie de ses actifs à des investisseurs extérieurs, sans pour autant en perdre le contrôle.

FCF condensé ESI, 2024-2027e, estimations Euroland (M€)

Calcul FCF simplifié (M€)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Capacité d'autofinancement	-1,9	2,8	1,9	2,5	3,4
Variation BFR	2,5	-0,6	-0,7	-0,8	-1,3
Flux de trésorerie généré par l'activité	0,6	2,2	1,2	1,7	2,1
CAPEX	-0,3	-1,3	-4,3	-5,1	-6,3
FCF	0,4	1,0	-3,1	-3,4	-4,2
Autres	-1,5	1,0	3,3	2,5	2,5
Variation trésorerie	-1,2	2,0	0,2	-0,9	-1,7
Dette/(trésorerie) nette	0,9	-0,1	3,0	6,4	10,6

Sources : Société, Euroland Corporate

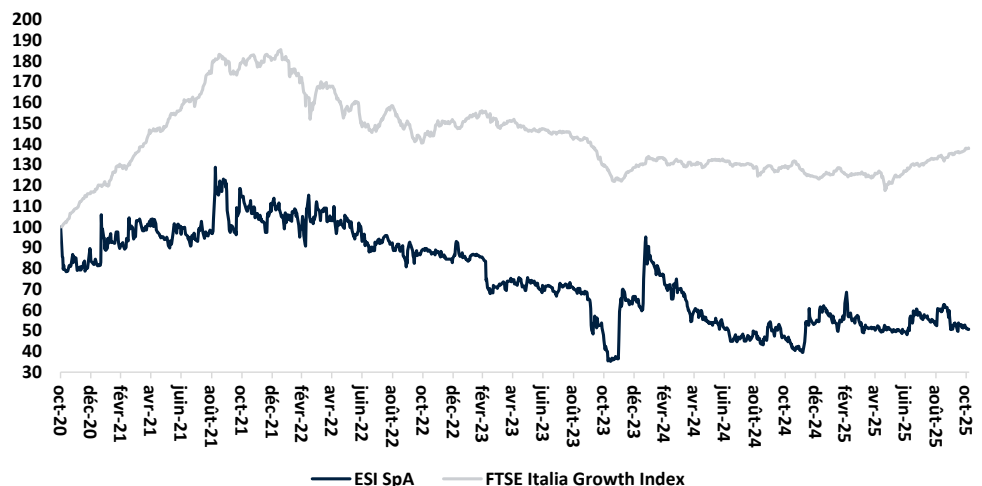


Valorisation et objectif de cours

Parcours depuis l'IPO

Coté depuis fin 2020, le titre ESI a connu jusqu'à présent un parcours modeste et affiche une sous-performance par rapport à son indice de référence.

Cours depuis IPO vs FTSE Italia Growth Index, base 100 octobre 2020



Sources : Factset, Euroland Corporate

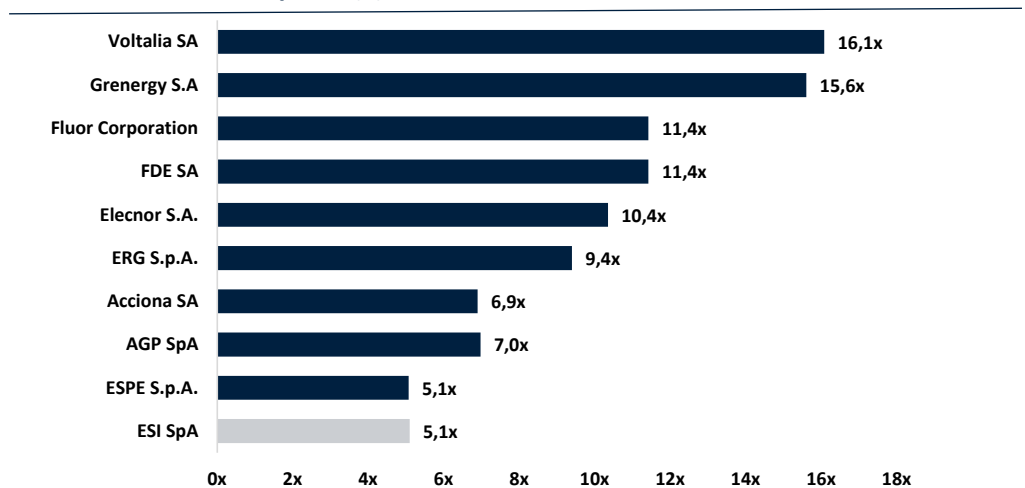
Nous attribuons cette évolution à plusieurs éléments, parmi lesquels :

- Des performances opérationnelles et financière assez contrastées et volatiles entre 2021 et 2023
- Une certaine instabilité du top management de la société et de postes clés, avec de nombreux départs. Ces sujets sont désormais réglés
- Une augmentation de capital de 1,2 M€ peu de temps après l'IPO, mi 2023, qui a entraîné un important changement d'actionnaire avec l'arrivée d'Innovatec en tant qu'investisseur clé
- Une liquidité relativement faible
- Un engouement autour des valeurs « green » qui s'est petit à petit réduit après la phase d'euphorie post sortie de COVID
- Un environnement réglementaire qui a souvent provoqué de l'attentisme sur le marché des énergies renouvelables italiennes

Malgré un très beau newsflow depuis le début de l'année et des avancées commerciales concrètes, le titre affiche une performance YTD de -5%, en retrait par rapport à l'indice de référence, qui progresse de son côté de près de +8%. Sur la base du consensus Factset, composé d'un seul broker hors Euroland, la valeur se traite avec une nette décote par rapport à son groupe de comparables, avec un EV/EBITDA 2025e de 5,1x, contre 10,4x pour l'échantillon.



EV/EBITDA FY1 ESI vs peers (x)



Sources : Factset, Euroland Corporate

DCF = valorisation de 2,2 €/action

Pour évaluer la société, nous avons retenu dans un premier temps l'approche par DCF, modélisé sur 10 ans. Nous dérivons une valorisation de 2,20 €/action via cette méthode. Les principales hypothèses du DCF sont les suivantes :

- **Chiffre d'affaires** : Nous tablons sur un TCAM 2025-2034e de +12,4%, globalement en ligne avec la croissance attendue sur le marché
- **Marge d'EBITDA** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge d'EBITDA normative de 15%, volontairement prudente, en attendant les effets concrets du développement de la production pour compte propre
- **CAPEX** : Nous attendons des CAPEX autour de 15% du CA en moyenne sur la durée du DCF afin de refléter la forte intensité capitalistique des activités IPP.
- **Taux d'imposition** : 24% (IRES Italien)
- **Un WACC de 12%, basé sur :**
 - Un taux sans risque de 3,50% (source : Banque de France au 12/11/025)
 - Une prime de risque de 8,50% (source : Damodaran au 12/11/2025)
 - Un beta unlevered de 1,0
 - Un taux de croissance à l'infini de 2%
 - Un coût de la dette de 5% avant impôts
 - Une pondération de la dette à 21% de la structure du capital



DCF ESI SpA, Euroland (M€)

En M€	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Chiffre d'affaires	25,5	30,3	36,8	43,7	50,7	57,4	63,4	68,2	71,5	72,9
Croissance (%)	45,6%	18,5%	21,6%	18,8%	16,0%	13,2%	10,4%	7,6%	4,8%	2,0%
Résultat opérationnel courant	1,9	2,4	3,4	4,0	4,7	5,3	5,8	6,3	6,6	6,7
MOC (%)	7,4%	8,1%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
- Impôts	-0,4	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6
Taux d'IS (%)	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
+ DAP nettes	0,8	1,1	1,4	7,0	7,7	8,1	8,3	8,3	7,9	10,9
en % du CA	3,0%	3,5%	3,8%	16,1%	15,1%	14,1%	13,1%	12,1%	11,1%	15,0%
Cash flow opérationnel	2,3	3,0	4,1	10,1	11,2	12,1	12,8	13,0	13,0	16,0
BFR	2,0	2,8	4,1	4,8	5,6	6,3	7,0	7,5	7,9	8,1
en % du CA	7,8%	9,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
- Variation du BFR	-0,7	-0,8	-1,3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4	-0,2
- Investissements opérationnels	-4,3	-5,1	-6,3	-7,0	-7,7	-8,1	-8,3	-8,3	-7,9	-10,9
en % du CA	16,8%	16,9%	17,1%	16,1%	15,1%	14,1%	13,1%	12,1%	11,1%	15,0%
Free Cash flow	-2,7	-2,9	-3,5	2,3	2,8	3,3	3,8	4,2	4,6	5,0
Free Cash flow actualisé	-2,7	-2,5	-2,7	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7
Somme des FCF actualisés	4,6									
Valeur terminale actualisée	14,6									
Valeur d'entreprise	19,1									
Dette nette	2,9									
Actifs financiers	0,0									
Valeur des capitaux propres	16,2									
Nombre d'actions	7,5									
Valeur par action (€)	2,2									

Sources : Société, Euroland Corporate

Ci-dessous, nous présentons la sensibilité de notre valorisation aux hypothèses de taux d'actualisation, de croissance perpétuelle et de marge opérationnelle normative.

Matrices de sensibilité ESI SpA

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	11,0%	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7
	11,5%	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5
	12,0%	1,9	2,0	2,2	2,3	2,4
	12,5%	1,8	1,9	2,0	2,2	2,3
	13,0%	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2

		Marge opérationnelle				
		8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
WACC	11,0%	2,1	2,3	2,4	2,6	2,7
	11,5%	2,0	2,1	2,3	2,4	2,6
	12,0%	1,9	2,0	2,2	2,3	2,4
	12,5%	1,8	1,9	2,0	2,2	2,3
	13,0%	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2

Sources : Factset, Euroland Corporate

Approche par comparables = valorisation de 2,8 €/action

La deuxième méthode retenue est celle des comparables boursiers. Nous avons construit deux échantillons distincts afin de refléter l'évolution du modèle d'affaires d'ESI, d'unique contractant EPC à un modèle alliant EPC et IPP. Dans le premier groupe de comparables, nous avons retenu les sociétés suivantes : Elecnor, ERG, ESPE, Fluor Corporation ainsi que Voltalia. Dans le second, Acciona, AGP, FDE et Grenergy Renovables.



Approche par comparables ESI SpA, Euroland (M€)

		EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT		
Société	Capitalisation (€M)	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Développement/EPC										
Elecnor S.A.	2 475	0,6x	0,6x	0,5x	10,4x	9,7x	9,5x	15,6x	14,0x	13,7x
ERG S.p.A.	3 379	6,3x	6,1x	5,8x	9,4x	8,7x	8,4x	17,7x	15,6x	15,2x
ESPE S.p.A.	27	0,6x	0,6x	0,5x	5,1x	3,7x	3,4x	7,4x	4,3x	4,0x
Fluor Corporation	179	6,5x	3,1x	2,6x	11,4x	6,2x	4,6x	15,2x	8,6x	6,0x
Volitalia SA	953	6,3x	5,5x	5,0x	16,1x	13,0x	10,9x	67,7x	27,2x	20,3x
IPP										
Acciona SA	10 884	0,9x	0,9x	0,8x	6,9x	7,1x	6,8x	11,0x	13,5x	12,8x
Altea Green Power S.p.A.	119	4,1x	2,0x	1,8x	7,0x	3,4x	3,1x	7,1x	3,4x	3,1x
La Française de l'Energie SA	179	6,5x	3,1x	2,6x	11,4x	6,2x	4,6x	15,2x	8,6x	6,0x
Grenergy Renovables S.A	2 198	5,7x	4,8x	3,2x	15,6x	13,0x	8,8x	19,7x	15,2x	11,0x
Moyenne	2 265,9	4,2x	3,0x	2,6x	10,4x	7,9x	6,7x	19,6x	12,3x	10,2x
Médiane	953,4	5,7x	3,1x	2,6x	10,4x	7,1x	6,8x	15,2x	13,5x	11,0x

		EBITDA			EBIT		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
ESI SpA		2,7	3,5	4,8	1,9	2,4	3,4
VE induite moyenne (M€)		27,5	27,6	32,0	37,1	29,9	34,8
VE induite médiane (M€)		27,5	24,8	32,7	28,7	32,9	37,4
VE moyenne induite (M€) issue des comparables	31,1						
Dettes nettes	2,9						
Actifs financiers	0,0						
Valeur des capitaux propres	28,2						
Décote	25,0%						
Nombre d'actions	7,5						
Valeur par action (€)	2,8						

Sources : Société, Euroland Corporate

Nous avons retenu uniquement les multiples d'EV/EBITDA et d'EV/EBIT afin de valoriser ESI via les comparables. Nous affichons les multiples de chiffre d'affaires par souci d'information mais nous estimons qu'ils ne sont pas suffisamment pertinents pour être retenus. Nous appliquons une décote de 25 % à la valeur des capitaux propres obtenues afin de refléter une taille chez bien moindre chez ESI par rapport à ses comparables.

Nous dérivons une valeur par titre de 2,8 € via cette deuxième approche.

2,5 €/action, recommandation Achat

La moyenne équipondérée de nos deux approches fait ressortir une valorisation d'ESI à 2,5 €/action, soit un potentiel de hausse de +66%. L'EV/EBITDA FY2 induit par notre valorisation est de 8,9x.



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Revenus	30,5	17,0	25,1	25,5	30,3	36,8
Excédent brut d'exploitation	1,2	-1,6	3,0	2,7	3,5	4,8
Résultat opérationnel courant	0,7	-2,0	2,1	1,9	2,4	3,4
Résultat opérationnel	0,7	-2,0	2,1	1,9	2,4	3,4
Résultat financier	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Impôts	-0,2	0,5	-0,7	-0,4	-0,5	-0,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
Résultat net part du groupe	-0,2	-1,7	1,2	1,1	1,3	1,9
Bilan (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	2,3	2,2	3,0	6,5	10,6	15,5
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	3,6	1,8	1,3	2,0	2,8	4,1
Disponibilités + VMP	1,9	0,6	2,7	3,0	2,2	0,6
Capitaux propres	3,4	2,9	4,1	5,3	6,8	9,0
Emprunts et dettes financières	4,2	1,6	2,6	5,9	8,4	10,9
Total bilan	43,6	23,0	34,1	38,3	46,9	57,7
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	0,9	-1,9	2,8	2,0	2,6	3,6
Variation de BFR	-2,8	2,5	-0,6	-0,7	-0,8	-1,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-1,9	0,6	2,2	1,3	1,8	2,3
CAPEX nets	-0,4	-0,3	-1,2	-4,3	-5,1	-6,3
FCF	-2,3	0,4	1,0	-3,0	-3,3	-4,0
Augmentation de capital	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	2,8	-2,7	1,0	3,3	2,5	2,5
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	2,6	-1,5	1,0	3,3	2,5	2,5
Variation de trésorerie	0,1	-1,2	2,0	0,3	-0,8	-1,5
Ratios (%)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation revenus	458,7%	-44,2%	47,7%	1,6%	18,5%	21,6%
Marge EBE	4,0%	-9,3%	12,0%	10,4%	11,6%	13,0%
Marge opérationnelle courante	2,4%	-11,5%	8,3%	7,4%	8,1%	9,2%
Marge opérationnelle	2,4%	-11,5%	8,3%	7,4%	8,1%	9,2%
Marge nette	-0,7%	-10,2%	4,7%	4,4%	4,4%	5,1%
CAPEX (% CA)	1,3%	1,5%	5,0%	16,8%	16,9%	17,1%
BFR (% CA)	11,9%	10,5%	5,1%	7,8%	9,2%	11,0%
ROCE	8,7%	-35,5%	34,8%	15,8%	13,0%	12,4%
ROCE hors GW	8,7%	-35,5%	34,8%	15,8%	13,0%	12,4%
ROE	-6,6%	-59,8%	28,9%	21,5%	20,5%	22,3%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	69,7%	32,3%	-2,4%	55,5%	91,5%	114,1%
Dettes nette/EBE	2,0	-0,6	0,0	1,1	1,8	2,1
EBE/charges financières	1,7	7,1	16,7	9,0	8,3	8,8
Valorisation	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	7,0	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,0	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,0	2,0	1,7	1,5	1,5	1,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	14,0	15,1	12,4	11,3	11,3	11,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,4	0,9	-0,1	2,9	6,2	10,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,6
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	16,4	16,1	12,3	14,3	17,8	22,1
VE/CA	0,5x	0,9x	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x
VE/EBE	13,4x	ns	4,1x	5,4x	5,1x	4,6x
VE/ROC	22,9x	ns	5,9x	7,6x	7,3x	6,5x
P/E	ns	ns	10,6x	10,1x	8,4x	6,1x
P/B	4,1x	5,2x	3,1x	2,1x	1,7x	1,3x
P/CF	ns	23,8x	5,6x	8,9x	6,3x	4,9x
FCF yield (%)	ns	2,3%	7,8%	ns	ns	ns
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025	2026	2027e
Bnpa	0,0	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Book value/action	0,5	0,4	0,5	0,7	0,9	1,2
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 13/11/2025

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment d'OVHCloud (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne. Opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80

