



ESI SpA

Achat

Capitalisation (M€)	11,0	Ticker	ESIGM-IT	Energie
Objectif de cours	2,5 €	Nb de titres (en millions)	7,5	Flash valeur
Cours au 02/02/2026	1,5 €	Volume moyen 12m (titres)	23 147	
Potentiel	70%	Extrêmes 12m (€)	1,37€/2,10€	03/02/2026

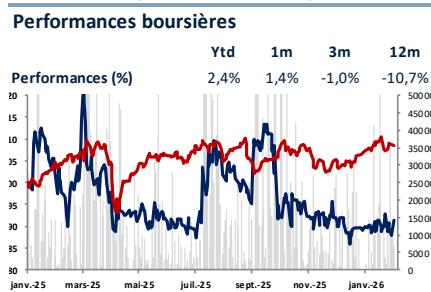
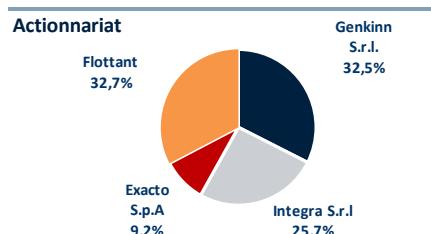
Nouveau contrat de 2 M€

A retenir

- Annonce d'un contrat de rénovation d'une centrale PV de 8 MWp
- La valeur du contrat s'approche des 2 M€
- Le carnet de commandes d'ESI est porté à 27,5 M€

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	0,5	0,6	0,6
VE/EBE (x)	4,1	5,3	5,0	4,6
VE/ROC (x)	5,9	7,4	7,2	6,4
P/E (x)	10,6	9,9	8,2	5,9



Nouveau contrat de 2 M€

ESI a annoncé en début de semaine avoir signé un nouveau contrat de rénovation pour une centrale photovoltaïque de 8 MWp dans la province de Brindisi, au sud de l'Italie.

La valeur du contrat s'approche des 2 M€ pour le groupe, un montant plutôt supérieur aux standards d'ESI. Il couvrira des travaux d'amélioration et de renouvellement d'une partie des installations de la centrale et permettra de réhausser significativement son efficience opérationnelle. Les travaux devraient débuter au T1 2026 et se prolonger jusqu'à la fin du T3.

Un carnet de commandes qui progresse

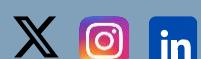
Avec cette nouvelle annonce, ESI renforce encore sa présence sur le marché du renouvelable en Italie et confirme la solidité de son carnet de commandes, qui s'approche à présent des 27,5 M€. L'actualité du groupe est d'ailleurs très dynamique depuis 2025, à la fois côté EPC et côté IPP.

Recommandation

À la suite de cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat ainsi que notre objectif de cours de 2,50 €. Le titre se traite toujours moins de 5,5x EV/EBITDA FY1, contre un groupe de comparables à 11,5x.



Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com



Présentation de la société

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.

En 2024, ESI SpA a réalisé un chiffre d'affaires de 25,1 M€ pour un EBE de 3,0 M€.

Argumentaire 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.

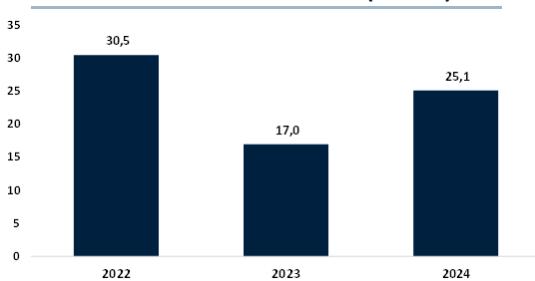
Un triple modèle gagnant. ESI est historiquement un contractant EPC et un intégrateur de systèmes. Plus récemment, le groupe a également lancé une activité de production indépendante d'énergie pour compte propre. Avec un pipeline de 20 MWp et déjà deux projets signés, le groupe avance vite vers la sécurisation 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 27,5 M€.

Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Acciona SA	9 896,1	0,9x	0,9x	0,8x	6,2x	6,7x	6,5x	10,5x	12,5x	12,2x	12,1x	20,5x	20,8x
Altea Green Power S.p.A.	145,0	5,2x	2,5x	2,2x	8,9x	4,2x	ns	9,0x	4,2x	4,0x	13,6x	6,2x	5,7x
Elecnor S.A.	2 375,1	0,5x	0,5x	0,5x	9,6x	9,1x	8,9x	13,4x	11,7x	11,5x	21,4x	18,6x	18,0x
ERG S.p.A.	3 313,1	6,4x	6,1x	6,0x	9,4x	8,7x	8,5x	18,3x	16,1x	15,9x	18,7x	16,1x	16,1x
ESPE S.p.A.	27,2	0,6x	0,6x	0,5x	5,1x	3,7x	3,4x	7,4x	4,3x	4,0x	7,5x	4,1x	3,8x
La Française de l'Energie SA	193,7	7,8x	4,2x	2,8x	18,3x	9,3x	6,1x	31,0x	13,4x	8,5x	61,2x	17,7x	10,7x
Grenergy Renewables S.A	2 643,6	5,5x	5,0x	3,6x	18,2x	14,9x	10,6x	21,9x	18,4x	13,8x	26,5x	24,6x	20,4x
Fluor Corporation	6 407,9	0,4x	0,4x	0,4x	12,2x	12,0x	10,6x	16,5x	14,0x	12,0x	4,7x	21,6x	18,5x
Voltalia SA	940,2	5,8x	5,3x	4,8x	16,0x	12,9x	10,8x	100,6x	26,9x	20,9x	ns	111,5x	41,2x
Moyenne	2 882,4	3,7x	2,8x	2,4x	11,5x	9,1x	8,2x	25,4x	13,5x	11,4x	20,7x	26,7x	17,2x
Médiane	2 375,1	5,2x	2,5x	2,2x	9,6x	9,1x	8,7x	16,5x	13,4x	12,0x	16,1x	18,6x	18,0x

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Prévisions Euroland CA et marge EBE



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 générée 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%
Dette 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	11,0	11,0	11,0
(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	14,0	17,5	21,8
VE/CA	0,5x	0,9x	0,5x	0,5x	0,6x	0,6x
VE/EBe	13,4x	ns	4,1x	5,3x	5,0x	4,6x
VE/ROC	22,9x	ns	5,9x	7,4x	7,2x	6,4x
P/E	ns	ns	10,6x	9,9x	8,2x	5,9x
P/B	4,1x	5,2x	3,1x	2,1x	1,6x	1,2x
P/CF	ns	23,8x	5,6x	8,7x	6,1x	4,8x
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	Détenzione 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 de ESI SpA (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.

Toutes 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

