

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)

Target Price
€3,5 (da €4,6)

Prezzo al 14/10/2025
€1,8 (price at market close)

Lemon Sistemi S.p.A.

Settore: Energia rinnovabile
Codice negoziazione Bloomberg: LS IM
Mercato: Euronext Growth Milan

Capitalizzazione di Borsa:	15.465.285 €
Numero di azioni:	8.591.825
Patrimonio netto al 30.06.2025:	7.714.950 €
Outstanding warrants (1:4):	1.393.000

Data ed ora
di produzione:
15.10.2025 ore 15:30
Data ed ora
di prima diffusione:
15.10.2025 ore 16:15

Ufficio Ricerca ed Analisi

Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)
 Tel. +39 0669933.440
 Stefania Vergati
 Tel. +39 0669933.228
 Michele Cursi
 Tel. +39 0669933.413
 Pierluigi Cosentino
 Tel. +39 0669933.601

 E-mail: ufficio.studi@finnat.it

- Lemon Sistemi S.p.A. è una PMI innovativa, specializzata nella progettazione, fornitura e posa in opera di impianti fotovoltaici, termoidraulici e di accumulo, nonché soluzioni per l'efficientamento energetico e la riduzione dei consumi.
- La società declina la propria attività lungo 4 direttrici: i) progettazione e realizzazione di impianti fotovoltaici medio-piccoli; ii) progettazione, realizzazione e vendita di parchi fotovoltaici e agrivoltaici; iii) sviluppo e co-sviluppo BESS; iv) efficientamento energetico.
- Al 30 giugno 2025 la pipeline di parchi fotovoltaici è costituita da 11 impianti per complessivi 34,5 MW. Inoltre, nel giugno 2025, Lemon si è aggiudicata le attività di EPC per la realizzazione di sette impianti fotovoltaici della capacità complessiva di 450 MW in Guinea Conakry (Repubblica di Guinea).
- I risultati semestrali, pur considerando l'avvio in execution nel secondo semestre 2025 di alcuni contratti già sottoscritti, hanno evidenziato ricavi e valore della produzione (su base tendenziale) ben inferiori rispetto alle nostre precedenti previsioni. Abbiamo quindi rivisto le nostre aspettative in termine di top line per riflettere gli elementi che hanno portato a tale divergenza tra risultati e stime, tra cui: i) la transizione verso un modello di business incentrato sull'attività dei parchi fotovoltaici, ii) ritardi nello sviluppo dei BESS, iii) rallentamento generalizzato del settore fotovoltaico. Abbiamo quindi rivisto al ribasso l'impatto atteso del BESS, a causa dei continui ritardi che rischiano di provocare una perdita di interesse da parte degli investitori, e abbiamo adeguato prudenzialmente le stime di ricavo dei parchi fotovoltaici alla pipeline attuale. Pur mantenendo una view positiva sulle prospettive di crescita del business e sui possibili miglioramenti in termini di redditività, la riduzione del valore della produzione e la conseguente diminuzione dei principali margini lungo l'intero arco di piano ci ha spinto a rivedere al ribasso il fair value del titolo.
- Nel dettaglio, i risultati al 30 giugno hanno evidenziato una temporanea contrazione del valore della produzione il quale si è attestato a €4,1 milioni (-6,3% a/a), inferiore rispetto alle nostre attese di €18,4 milioni. Sebbene questa riduzione abbia comportato margini operativi inferiori rispetto a quanto da noi preventivato, nel corso del semestre Lemon Sistemi ha recuperato una buona redditività operativa, con un Ebitda positivo per €1,0 milione a fronte di una perdita di €420 migliaia registrata nel primo semestre 2024.

Anno al 31/12	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	9.094	12.300	21.335	26.940	28.937
EBITDA	-18	1.985	4.041	5.645	7.595
EBIT	-336	1.595	3.612	5.103	7.013
Utile netto di Gruppo	-1.221	726	2.235	3.360	4.791
PFN	-4.317	-1.292	-1.148	905	5.812
Patrimonio netto	7.181	7.907	10.142	13.503	18.294

Fonte: Lemon Sistemi; Elaborazione: Banca Finnat

Mercato di riferimento

Lemon Sistemi S.p.A. si occupa di progettazione, fornitura e posa in opera (EPC contractor) di impianti fotovoltaici, termoidraulici e di accumulo, nonché della progettazione di soluzioni per l'efficientamento energetico e la riduzione dei consumi, gestendo tutte le fasi del progetto, dalla consulenza alla progettazione e installazione. Lemon Sistemi offre i propri prodotti sia a clienti *retail* che a società PMI industriali e commerciali.

Il mercato fotovoltaico

La produzione da fonte solare continua a salire nei dati aggregati, tanto che a giugno 2025 il fotovoltaico è diventato, per la prima volta, la principale fonte di elettricità in UE, pur con un ritmo delle nuove installazioni risulta chiaramente rallentato rispetto agli anni record passati

Nel 2025 il mercato dell'energia solare nell'Unione Europea ha segnato una netta frenata: la nuova potenza solare installata è stimata tra 64 e 70 GW, in calo rispetto ai 65,1 GW del 2024 e molto distante dalle crescite a doppia cifra degli anni precedenti, rappresentando il primo vero rallentamento del settore da quasi un decennio. In termini di crescita percentuale, le stime per il 2025 indicano una possibile contrazione del mercato attorno al -1,4% rispetto all'anno precedente dopo la crescita di circa 4% del 2024 e superiore al 50% del 2023.

Nel 2025 la capacità cumulata del solare in Italia ha superato la soglia dei 40 GW, raggiungendo circa 40,4 GW al 30 luglio 2025, con oltre 2,01 milioni di impianti connessi in esercizio contro i 33,6 GW e 1,75 milioni di impianti del primo semestre 2024. Nei primi sette mesi dell'anno sono stati installati circa 3,35 GW di nuova potenza (132.276 nuovi impianti) ma si è contestualmente registrato un rallentamento del ritmo di crescita rispetto al 2024, specie sul segmento residenziale che ora pesa per circa il 28% della potenza totale (circa 11 GW) mentre il commerciale e industriale rappresentano il 45% (17,5 GW) e i grandi impianti utility scale il restante 27% (10,3 GW).

La distribuzione regionale vede sempre la Lombardia al primo posto, con 326.586 impianti per una capacità superiore a 4,7 GW, seguita da Veneto (274.699 impianti, circa 4,3 GW), Emilia-Romagna (198.003 impianti), Lazio (141.210) e Sicilia (136.511). La Puglia, con oltre 119.000 impianti, rimane comunque fra le prime regioni come capacità installata (circa 3,8 GW). Le regioni con meno capacità rimangono Valle d'Aosta (4,6 MW), Molise (9,4 MW) e Liguria (21,9 MW).

Il mercato BESS

La disponibilità delle principali fonti rinnovabili, il vento e la luce solare, è determinata da eventi e condizioni completamente fuori dal controllo umano. Una prolungata assenza di vento o dei raggi solari può interrompere la produzione dell'energia derivante da essi e lo sviluppo di tecnologie innovative come lo stoccaggio dell'energia può risolvere tale problematica. In particolare, lo stoccaggio dell'energia rende disponibile l'energia prodotta da fonti rinnovabili anche durante i momenti in cui tale energia non può essere prodotta.

Il funzionamento degli impianti di stoccaggio è simile a quello delle batterie più comuni. I pannelli fotovoltaici accumulano tutta l'energia che l'impianto produce in eccesso rispetto al fabbisogno momentaneo del sistema e, nel momento in cui la fonte non dovesse più essere disponibile, la batteria sarà in grado di immettere automaticamente nella rete l'energia accumulata.

Secondo uno studio di EY, questo settore è sempre più strategico e l'Italia occupa il sesto posto nella classifica dei dieci mercati globali più attraenti per gli investimenti nell'accumulo a batterie (BESS).

Secondo le più recenti stime, la domanda di elettricità dovrebbe aumentare di 1,7 volte entro il 2050. In questo scenario, i sistemi di accumulo di energia tramite batterie (BESS) sono essenziali per gestire l'intermittenza delle energie rinnovabili e per immagazzinare l'energia in eccesso. La società di consulenza EY prevede che la capacità dei BESS passerà da 160 GWh a 1800 GWh entro il 2030.

Opportunità di mercato:

Il quadro incentivante del 2025 costituisce una leva determinante per il supporto e l'espansione del mercato fotovoltaico italiano. Gli strumenti attualmente disponibili favoriscono sia la domanda sia il posizionamento competitivo di Lemon Sistemi:

- **Contributi a fondo perduto del 40%:** Dal luglio 2025 è attivo un incentivo per impianti fino a 1 MW nei comuni al di sotto dei 50.000 abitanti, accessibile a famiglie, aziende e condomini. Questa misura riduce sensibilmente il *payback* degli investimenti e stimola l'adozione di soluzioni di taglia medio-piccola, ampliando la platea potenziale di nuovi clienti.
- **Bando MIMIT per le PMI:** Destinato all'autoconsumo, offre alle micro e piccole imprese un contributo a fondo perduto fino al 40% dei costi di realizzazione, facilitando l'adozione di impianti da parte delle PMI;
- **Bandi regionali dedicati:** Interventi specifici quali il Bando Basilicata e il Bando Sardegna incentivano impianti residenziali di piccola taglia (2-6 kWp, anche con storage), promuovendo la diffusione del fotovoltaico in aree meno servite.
- **Conto Termico 3.0 (D.M. 07.08.2025):** pubblicato sulla gazzetta Ufficiale n.224 del 26 settembre 2025, entrerà in vigore il 25 dicembre 2025. La misura rappresenta una rilevante opportunità strategica nell'ambito dell'efficientamento energetico e del fotovoltaico destinato alle PMI. Il Conto Termico 3.0, infatti, prevede incentivi in conto capitale fino al 65% per la realizzazione di impianti fotovoltaici destinati alle PMI purché abbinati a interventi di efficientamento energetico.

Queste misure, integrate ai bonus fiscali ordinari e ai programmi su base regionale, offrono ampi vantaggi:

- **Abbattimento dei costi d'investimento** e accelerazione del ritorno economico per nuove installazioni, tanto in ambito residenziale quanto industriale.
- **Ampliamento del mercato indirizzabile**, grazie al coinvolgimento di PMI, famiglie e comunità energetiche anche lontano dai maggiori poli urbani, con la possibilità di intercettare una domanda spesso latente.
- **Rafforzamento competitivo per gli operatori strutturati**, i quali possono sfruttare il mosaico di incentivi per accelerare la penetrazione territoriale e la diversificazione del portafoglio clienti attraverso partnership e iniziative promozionali mirate.

L'efficacia e la stabilità di queste politiche incentivanti rappresentano un driver rilevante per sostenere la crescita del settore e ridurre l'incertezza legata ai ritorni degli investimenti, facilitando la bancabilità e l'accesso al credito soprattutto in una fase di rallentamento congiunturale del mercato fotovoltaico italiano.

Nonostante il calo della domanda aggregata del settore fotovoltaico, il portafoglio incentivi attivo nel 2025 (contributi del 40%, bandi regionali per famiglie, PMI e CER) continua a rappresentare un volano per il segmento e potrebbe costituire un fattore di spinta per la domanda di servizi di Lemon Sistemi.



Attività e Strategie

Lemon Sistemi S.p.A. è una PMI innovativa specializzata nell'attività di EPC (*engineering, procurement and construction*), ovvero la progettazione, fornitura e posa in opera di impianti fotovoltaici, termoidraulici e di accumulo, nonché progettazione di soluzioni per l'efficientamento energetico e la riduzione dei consumi.

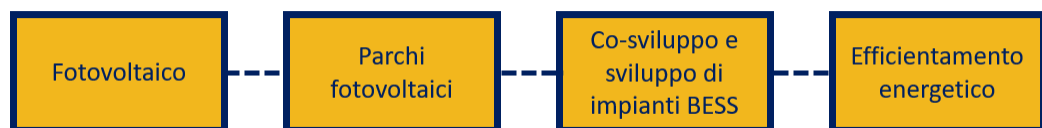
Lemon Sistemi si caratterizza per un processo verticalmente integrato, dalla consulenza alla progettazione, fino all'installazione dell'impianto, internalizzando tutte le fasi del processo (marketing, vendite, progettazione, installazione, collaudo e assistenza post-vendita).

Il modello di business è rivolto sia al B2C che al B2B con servizi dedicati ai clienti retail e PMI. A livello geografico, Lemon Sistemi è attiva prevalentemente in Sicilia.

Al momento il Gruppo è composto dalla capogruppo Lemon Sistemi S.p.A. e dalla società Lemon Go s.r.l., controllata al 100%.

Il modello di business

Il business di Lemon Sistemi si articola lungo quattro direttrici principali:

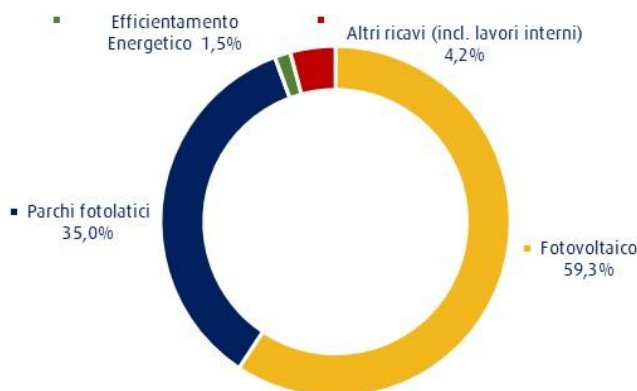


Fonte: Lemon Sistemi; Elaborazione: Banca Finnat

- **Fotovoltaico:** rappresenta il *core business* della Società e, al 30 giugno 2025, ha contribuito per circa il 59% al valore della produzione. Lemon Sistemi opera quale **player verticalmente integrato** per la progettazione, sviluppo, fornitura, posa in opera e i servizi di assistenza postvendita di **impianti fotovoltaici di piccole e medie dimensioni**. L'attività è rivolta a clienti retail (B2C) e a PMI (B2B). In particolare, nell'ambito B2C, il quale comprende la tipologia di clientela su cui Lemon Sistemi ha concentrato maggiormente la propria attività negli ultimi anni, la società si è specializzata nella fornitura di progetti che comprendono soluzioni "chiavi in mano", dalla progettazione alla realizzazione dell'impianto. I prodotti destinati alla clientela B2C hanno ad oggetto impianti fotovoltaici fino a 20 kWp. In generale, quest'area d'affari è molto legata alla presenza di incentivi statali. In ambito B2B si segnala una significativa accelerazione di contratti nell'ultima parte del semestre a ragione dell'impatto positivo del bando MIMIT dedicato alle PMI per la realizzazione di impianti fotovoltaici in autoconsumo. Tale misura ha stimolato la domanda di nuovi impianti, permettendo alla Società di sottoscrivere contratti per circa €1,0 milione.
- **Parchi fotovoltaici (e agrivoltaici):** la Società progetta e costruisce anche **impianti fotovoltaici di medio/grandi dimensioni** (parchi fotovoltaici) al fine di vendere gli stessi parchi (o quote delle SPV) e ottenere contratti di gestione e manutenzione pluriennali (*O&M contracts*) sui medesimi. Questa tipologia di contratto ha durate minime non inferiore a 25 anni, garantendo flussi di ricavo stabili. Lemon Sistemi si sta focalizzando molto su questo business il quale ha rappresentato, nel primo semestre 2025, il 35% del valore della produzione.
- **Co-sviluppo e sviluppo di impianti di accumulo:** Lemon Sistemi partecipa a progetti in ambito BESS assistiti da operatori del settore di primario *standing*. Nel dettaglio, la Società si occupa dello scouting dei siti di interesse, della progettazione preliminare e dell'ottenimento delle autorizzazioni necessarie. Questa tipologia di attività garantisce contratti di progettazione di 12/24 mesi

con fatturazione a SAL, una success fee e la copertura dei costi sostenuti. L'operatività BESS è al momento ferma a causa di alcuni ritardi da parte dello Stato ad avviare le procedure di assegnazione dei contingenti e le relative tariffe garantite. Al 30 giugno 2025, tale linea non ha ancora generato ricavi.

- **Efficientamento energetico:** riguarda la progettazione di soluzioni di efficientamento energetico degli impianti di edifici, attraverso nuova installazione o ammodernamento di impianti termoidraulici e di climatizzazione. Quest'area di affari ha rappresentato l'1% del valore della produzione al 30 giugno 2025.



OPERATIVITA'	VdP 1H25 (€ MLN)	INCIDENZA SU VdP (%)
Fotovoltaico	2,42	59,3%
Parchi fotovoltaici	1,43	35,0%
BESS	-	0,0%
Efficientamento Energetico	0,06	1,5%
Altri ricavi (incl. lavori interni)	0,17	4,2%
Totale	4,08	100,0%

Fonte: Lemon Sistemi; Elaborazione: Banca Finnat

Attività recenti, strategie e pipeline

Con il termine dell'iniziativa relativa al Superbonus e la fase di stasi dell'attività relativa allo sviluppo BESS, dal 2024 Lemon Sistemi si è focalizzata maggiormente sull'attività relativa ai parchi fotovoltaici (impianti medio-grandi). Questa si caratterizza per marginalità elevate, visibilità sui ricavi futuri ma anche per una struttura capital-intensive. Quest'operatività dovrebbe beneficiare anche dalle necessità di raggiungimento degli obiettivi "green" posti dall'UE per gli stati membri.

Nel corso del semestre la Società ha:

- sottoscritto, con Alfa Graniti S.r.l, un contratto preliminare di vendita dell'impianto fotovoltaico "Parco Lemon 6" da 5,4 MW. L'impianto è già stato interamente progettato e autorizzato. Il valore della cessione è di €4,3 milioni (da scrittura privata tra le parti del 18 luglio 2025) mentre il pagamento avverrà in più tranches:
 - €0,6 milioni entro il 22 luglio 2025 (già avvenuto);
 - €1,5 milioni entro 10 gg dalla comunicazione di inizio lavori;
 - €1,5 milioni entro 10 gg dalla comunicazione di fine lavori;
 - €0,7 milioni entro 10 gg dalla approvazione del regolamento di esercizio.
- sottoscritto una *engagement letter* con Capacita Power Investments LLC ("Capacita"), relativa all'affidamento, alla stessa Lemon Sistemi, delle attività di EPC contractor per la realizzazione di sette impianti fotovoltaici della capacità complessiva di 450 MW in Guinea Conakry (Repubblica di Guinea). Lemon Sistemi ha sviluppato la progettazione preliminare del primo parco da 50 MW,

da realizzarsi su uno dei siti individuati, e ha presentato un'offerta tecnico-economica dall'importo complessivo di € 45.829.987. Capacita ha accettato l'offerta, subordinandola, come da prassi per questa tipologia di contratti, all'ottenimento del finanziamento relativo alla prima fase (50 MW). Una volta ottenuto il finanziamento, sarà formalizzata la stipula del primo contratto EPC tra Lemon Sistemi e Capacita Power, relativo al primo dei sette progetti previsti. Il progetto è promosso dal Ministero dell'Energia e dal Ministero delle Finanze della Guinea Conakry e sarà sostenuto da una garanzia sovrana attraverso un accordo di concessione con le autorità governative competenti. Questo quadro mira a garantire stabilità finanziaria, solvibilità e fiducia a lungo termine per gli investitori.

Con riferimento alle opportunità in *pipeline*, al 30 giugno 2025 Lemon Sistemi ha effettuato domande di connessioni per complessivi 54,13 MW (+10% rispetto a dicembre 2024). Di questi sono stati scartati progetti per 19,75 MW a causa di preventivi di connessione non ritenuti accettabili da Lemon Sistemi. Pertanto, al 30 giugno 2025, la pipeline relativa ai Parchi Fotovoltaici ammonta a 34,38 MW ed è composta da 11 Parchi Fotovoltaici, con differenti stati di avanzamento lavori:

FASE IMPIANTO	MW
Autorizzati	14,32
Autorizzati - in corso di trattativa rinnovo terreno	5,05
Preventivo accettato, iter autorizzativo iniziato	9,67
Preventivo arrivato, da valutare accettazione	3,3
Preventivi in attesa	2,04
Totale	34,38

Fonte: Lemon Sistemi; Elaborazione: Banca Finnat

Oltre al rafforzamento dell'attività dei parchi fotovoltaici, Lemon sta mettendo in atto altre strategie di crescita organica:

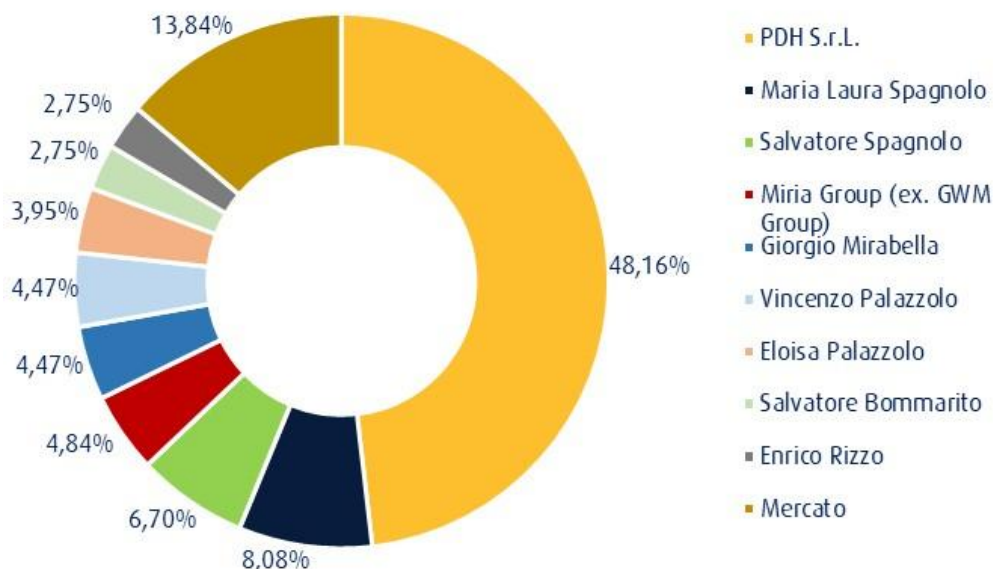
- **Rafforzamento della rete vendita:** la Società sta potenziando la rete commerciale su tutto il territorio italiano e sta sottoscrivendo accordi con reti vendite esterne di prodotti e servizi energetici. Nel dettaglio, durante il semestre Lemon ha sottoscritto una seconda partnership con una rete di vendita esterna (la prima era stata sottoscritta a novembre 2024) ed ha sviluppato un nuovo sistema di gestione dei preventivi per permettere ai propri agenti commerciali di poter configurare il preventivo direttamente dal cliente, al fine di aumentare le probabilità di successo.
- **Miglioramento della struttura dei costi** mediante: i) l'internalizzazione delle attività in precedenza esternalizzate, con la conseguente riduzione delle attività in subappalto; ii) stipula di nuovi accordi con i fornitori per la riduzione dei prezzi di acquisto delle materie prime.

Azionariato

Attualmente il capitale sociale di Lemon Sistemi è pari a €520.031,50 ed è suddiviso in n.8.591.825 azioni ordinarie.

La quota più significativa del capitale sociale (costituito da n. 4.122.860 azioni), pari al 47,99%, è detenuta da PDH S.r.l., società interamente partecipata da Danilo Palazzolo, il co-amministratore delegato e CFO della società. La Presidente del Consiglio di Amministrazione e co-amministratore delegato, Maria Laura Spagnolo, detiene una quota pari all'8,08% del capitale. Una quota del 6,70% è detenuta da Salvatore Spagnolo. GWM Group possiede il 4,84% del capitale. Ulteriori quote sono detenute da: Vincenzo Palazzolo (4,47%), Giorgio Mirabella (4,47%), Eloisa Palazzolo (3,95%), Enrico Rizzo (2,75%) e Salvatore Bommarito (2,75%). Il 14,01% del capitale è rappresentato da flottante sul mercato.

Azionariato Lemon Sistemi (%)



Fonte: Lemon Sistemi; Elaborazione: Banca Finnat

In occasione del collocamento in borsa, la società ha emesso n. 1.393.000 warrant, denominati "Warrant Lemon Sistemi S.p.A. 2023-2026" che prevedono l'assegnazione di n. 1 azione di compendio ogni n. 4 warrant posseduti. Nel primo periodo di esercizio, tra il 14 ottobre 2024 e il 25 ottobre 2024, non è stato esercitato alcun warrant. I successivi periodi di esercizio sono previsti tra il 13 ottobre 2025 e il 24 ottobre 2025 ad un prezzo di esercizio di €1,78/azione e tra il 12 ottobre 2026 e il 23 ottobre 2026 ad un prezzo di esercizio di €1,96/azione.

Si segnala, inoltre, che in data 27 settembre 2025 la Società ha annunciato la sottoscrizione di una manifestazione di interesse vincolante (e irrevocabile) tra i principali azionisti (PDH s.r.l., Maria Laura Spagnolo, Salvatore Spagnolo, Giorgio Mirabella, Vincenzo Palazzolo, Enrico Rizzo, Eloisa Palazzolo) ed Enasarco Energia S.p.A. per la vendita, in favore di quest'ultima, del 25% del capitale sociale (2.160.883 azioni) al prezzo di €1,55 per azione.

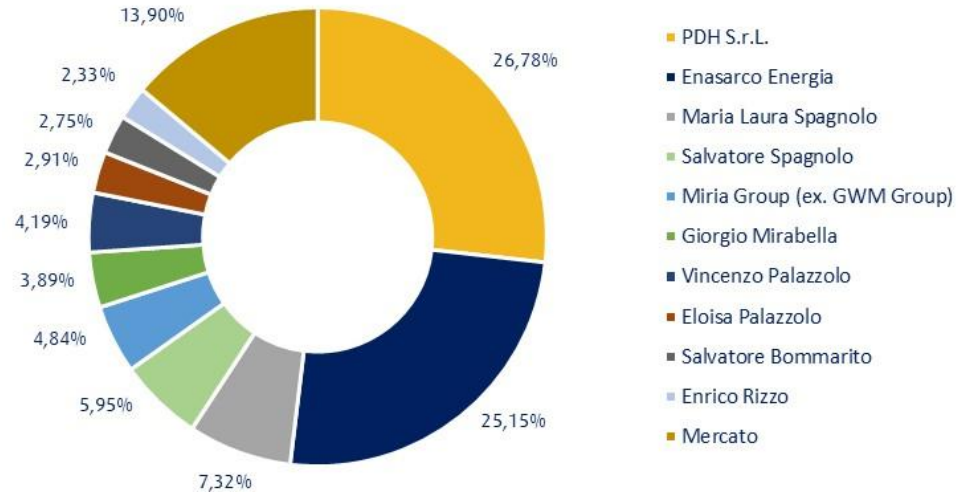
Enasarco Energia è una società riconducibile alla Fondazione Enasarco; opera nel mercato dell'energia, offrendo fornitura di luce e gas tramite il mercato libero.

Secondo i termini del contratto, il trasferimento del 15% delle azioni oggetto dell'accordo avverrà entro il 20 ottobre 2025, il restante 85% entro il 21 novembre 2025.



A seguito di tale operazione l'azionariato si presenterà come segue:

Azionariato Lemon Sistemi (%)
(post-operazione Enasarco)



Fonte: Lemon Sistemi; Elaborazione: Banca Finnat

Riteniamo che l'ingresso nell'azionariato di un partner strategico quale Enasarco Energia sia in grado innalzare il profilo di solidità e le opportunità di sviluppo della Società, grazie a: i) ampliamento della base clienti attraverso la condivisione della rete commerciale e del networking; ii) possibilità di cross-selling e inserimento di prodotti di efficientamento energetico nell'offerta Enasarco; iii) eventuali opportunità di vendita di parchi fotovoltaici direttamente a Enasarco Energia; iv) rafforzamento della capacità di funding per nuovi progetti e accelerazione della crescita industriale nel fotovoltaico.

Risultati al 30.06.2025

€/k	1H24	1H25	Var %	FY2025E*
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.887	1.507	-20,14	18.143
Altri ricavi e proventi (incl. var.ne lavori in corso su ordinazione)	2.469	2.574	4,24	120
VALORE DELLA PRODUZIONE	4.356	4.081	-6,32	18.263
Materie prime (al netto delle var.ni delle rimanenze)	1.485	573	-61,41	6.155
%	34,09	14,04		33,70
Servizi	1.739	895	-48,53	5.519
%	39,92	21,93		30,22
Godimento beni di terzi	250	189	-24,40	228
%	5,74	4,63		1,25
VALORE AGGIUNTO	882	2.424	174,77	6.361
%	20,25	59,40		34,83
Costo del lavoro	1.147	1.049	-8,58	2.951
%	26,33	25,69		16,16
Oneri diversi di gestione	154	352	128,31	365
%	3,54	8,62		2,00
EBITDA	-419	1.024		3.045
%	-9,61	25,09		16,67
D&A	161	195	20,87	418
EBIT	-580	829		2.626
%	-13,31	20,32		14,38
Proventi/(Oneri) finanziari	-1.099	-63		-610
UTILE ANTE IMPOSTE	-1.679	766		2.016
%	-38,54	18,77		11,04
Imposte	0	287		625
Tax rate (%)	0,00	0,37		0,31
RISULTATO NETTO	-1.679	479		1.391
%	-38,54	11,74		7,62
Cash Flow	-1.518	674		1.810
PFN	-4.317**	-5.315		-1.065
Patrimonio netto	7.181**	7.715		8.572

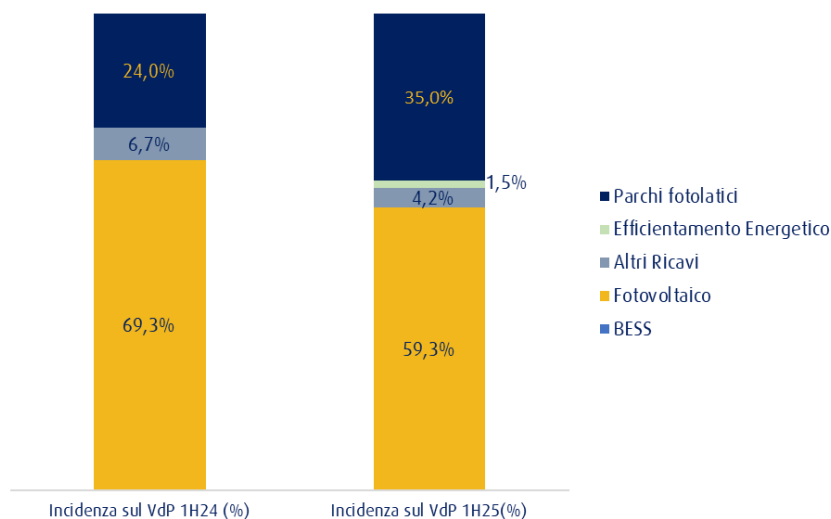
Fonte: Lemon Sistemi; (*) stime Banca Finnat al 22.04.2025; (**) dati al 31.12.2024

I risultati semestrali riflettono una maggiore focalizzazione del business nei parchi fotovoltaici, in linea con le scelte strategiche del management, e il conseguente ritorno alla profittabilità. Tuttavia, al 30 giugno 2025, ricavi e valore della produzione risultano inferiori rispetto alle nostre attese per fine anno, determinando una conseguente riduzione dei principali margini (Ebitda, Ebit, risultato netto) rispetto ai livelli preventivati. Tale contrazione è attribuibile principalmente a: i) la transizione verso un modello di business focalizzato sui parchi fotovoltaici, con una parte significativa della pipeline che entrerà in execution tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026; ii) un rallentamento generalizzato del settore fotovoltaico.

I ricavi netti sono quindi risultati pari a €1,5 milioni (€18,1 milioni le nostre previsioni per il consuntivo 2025), rispetto a €1,9 milioni registrati nel primo semestre del 2024. Il valore della produzione si è attestato a €4,1 milioni (€18,3 milioni le nostre previsioni per fine anno), in lieve contrazione rispetto ai €4,4 milioni del semestre 2024. Tale flessione (-6,3% a/a) è riconducibile principalmente alla maggiore focalizzazione dell'attività sulla progettazione e autorizzazione di parchi fotovoltaici la cui fase esecutiva è prevista nel secondo semestre del 2025 e nel corso del 2026. Inoltre, i parchi fotovoltaici vengono contabilizzati al costo fino al momento della vendita dei progetti.

Pur registrando una contrazione temporanea di ricavi e valore della produzione, va sottolineato che tali indicatori poggiano oggi su fondamenta significativamente più solide rispetto allo scorso anno, grazie a contratti già sottoscritti per €10,3 milioni. Di questi, €4,3 milioni derivano dalla cessione del 'Parco Lemon 6' e €6,0 milioni dalle commesse per la realizzazione di nuovi impianti fotovoltaici nelle linee B2C e B2B.

Evoluzione incidenze sul VdP delle linee di business (%)



Fonte: Lemon Sistemi; Elaborazione: Banca Finnat

Nel corso del semestre, per altro, Lemon Sistemi ha recuperato una buona redditività operativa, con un Ebitda positivo per €1,0 milione, dopo aver registrato nel primo semestre 2024 un margine lordo negativo per €420 migliaia, seppur a fronte dei €3,0 milioni previsti. Tale miglioramento è legato ai benefici derivanti dalle strategie messe in campo dal

management per l'internalizzazione delle competenze tecniche, ricorso ridotto a subappalti e condizioni di acquisto più favorevoli legate a nuovi accordi con i fornitori. Questi interventi hanno generato un calo strutturale del peso delle materie prime (al lordo delle variazioni) sul VdP, dal 29,3% (1H24) al 19,2% e della spesa per servizi, dal 39,9% (1H24) al 21,9%, gettando le basi per una maggiore sostenibilità dei margini anche nel ciclo di crescita previsto nei prossimi semestri.

Nonostante un non indifferente incremento degli ammortamenti (+21% a/a) il risultato operativo netto (Ebit) ha beneficiato dell'aumento dell'Ebitda attestandosi a €829 migliaia, rispetto alla perdita operativa netta di €580 migliaia di giugno 2024 e rispetto ai €2,6 milioni attesi.

Il semestre si è chiuso con un utile netto di €479 migliaia a fronte di una perdita netta di €1,7 milioni del primo semestre 2024 e rispetto alla nostra previsione di €1,4 milioni per fine anno, sostenuto dalla riduzione degli oneri finanziari netti a seguito della normalizzazione post-Superbonus e del riequilibrio della struttura patrimoniale.

Il patrimonio netto è risultato pari a €7,7 milioni (da €7,2 milioni a consuntivo 2024) mentre l'indebitamento netto si è attestato a €5,3 milioni da un *net debt* di €4,3 milioni del 2024.

Outlook 2025-2028

Old Estimates

EUR (K)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR 24/28
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	5.127	18.143	28.405	34.346	40.942	68,10
Altri ricavi e proventi (incl. var.ne lavori in corso su ordinazione)	3.967	120	100	40	40	
VALORE DELLA PRODUZIONE	9.094	18.263	28.505	34.386	40.982	45,70
Materie prime	2.081	6.155	9.606	9.697	11.557	53,52
%	22,88	33,70	33,70	28,20	28,20	
Servizi	3.234	5.519	8.614	9.628	10.655	34,73
%	35,56	30,22	30,22	28,00	26,00	
Godimento beni di terzi	385	228	356	430	512	7,40
%	4,23	1,25	1,25	1,25	1,25	
Variazione materie prime, sussidiarie e di consumo	368	0	0	0	0	
VALORE AGGIUNTO	3.027	6.361	9.928	14.631	18.257	56,71
%	33,29	34,83	34,83	42,55	44,55	
Costo del lavoro	2.683	2.951	3.099	3.316	3.979	10,35
%	29,50	16,16	10,87	9,64	9,71	
Oneri diversi di gestione	362	365	570	688	820	22,66
%	3,98	2,00	2,00	2,00	2,00	
EBITDA	-18	3.045	6.260	10.628	13.459	n.a.
%	n.a.	16,67	21,96	30,91	32,84	
D&A	318	418	476	566	701	21,89
EBIT	-336	2.626	5.783	10.062	12.758	n.a.
%	n.a.	14,38	20,29	29,26	31,13	
Proventi/(oneri) finanziari	-1.203	-610	-563	-394	-473	
UTILE ANTE IMPOSTE	-1.539	2.016	5.221	9.668	12.285	n.a.
%	n.a.	11,04	18,31	28,12	29,98	
Imposte	-317	625	1.618	2.997	3.808	
Tax rate (%)	n.a.	31%	31%	31%	31%	
RISULTATO NETTO	-1.222	1.391	3.602	6.671	8.477	n.a.
%	n.a.	7,62	12,64	19,40	20,68	
Cash Flow	-904	1.810	4.078	7.237	9.178	
PFN	-4.317	-1.065	2.422	13.892	21.088	
Patrimonio netto	7.180	8.572	12.174	18.845	27.322	
CIN	11.497	9.636	9.752	4.953	6.234	
NWC	7.517	8.458	8.656	4.078	5.675	
Capex	850	200	400	350	400	
ROI	n.a.	27,25	59,30	203,14	204,65	
ROE	n.a.	16,23	29,59	35,40	31,03	

Fonte: Lemon Sistemi; stime: Banca Finnat al 22.04.2025

New Estimates

EUR (K)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR 24/28
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	5.127	12.300	21.335	26.940	28.937	54,1
Altri ricavi e proventi (incl. var.ne lavori in corso su ordinazione)	3.967	0	0	0	0	
VALORE DELLA PRODUZIONE	9.094	12.300	21.335	26.940	28.937	33,6
Materie prime (incl. var.ni materie)	2.081	3.321	6.400	7.813	7.234	36,6
%	22,9	27,0	30,0	29,0	25,0	
Servizi	3.234	3.321	5.760	7.274	7.668	24,1
%	35,6	27,0	27,0	27,0	26,5	
Godimento beni di terzi	385	154	267	337	362	-1,5
%	0	0	0	0	0	
VALORE AGGIUNTO	3.395	5.504	8.907	11.517	13.673	
%	37,3	44,8	41,8	42,8	47,3	
Costo del lavoro	2.683	3.219	4.346	5.215	5.372	19,0
%	29,5	26,2	20,4	19,4	18,6	
Oneri diversi di gestione	362	300	520	657	706	18,2
%	4,0	2,4	2,4	2,4	2,4	
EBITDA	-18	1.985	4.041	5.645	7.595	
%	n.a	16,14	18,94	20,95	26,25	
D&A	318	390	429	542	582	16,3
EBIT	-336	1.595	3.612	5.103	7.013	
%	n.a	12,97	16,93	18,94	24,24	
Proventi/(Oneri) finanziari	-1.203	-600	-550	-500	-450	
UTILE ANTE IMPOSTE	-1.539	995	3.062	4.603	6.563	
%	-16,92	8,09	14,35	17,09	22,68	
Imposte	-318	269	827	1.243	1.772	
Tax rate (%)	21%	27%	27%	27%	27%	
RISULTATO NETTO	-1.221	726	2.235	3.360	4.791	
%	-13,43	5,90	10,48	12,47	16,56	
Cash Flow	-903	1.116	2.664	3.902	5.373	
PFN	-4.317	-1.292	-1.148	905	5.812	
Patrimonio netto	7.181	7.907	10.142	13.503	18.294	
CIN	11.498	9.200	11.219	12.598	12.482	
NWC	7.517	8.020	10.240	11.713	11.905	
CAPEX	850	173	306	381	290	
ROI	-2,9	17,2	32,0	40,5	56,2	
ROE	-17,0	9,2	22,0	24,9	26,2	

Fonte: Lemon Sistemi; stime: Banca Finnat

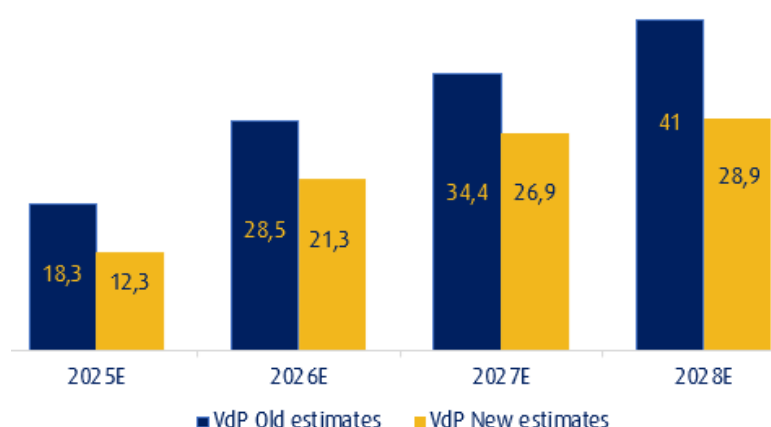
I risultati semestrali, pur considerando l'avvio in execution nel secondo semestre 2025 di alcuni contratti già sottoscritti, hanno evidenziato ricavi e valore della produzione (su base tendenziale) ben inferiori rispetto alle nostre precedenti previsioni. Pur mantenendo una view positiva sulle prospettive di crescita del business e sui possibili miglioramenti in termini di redditività, siamo quindi stati costretti a rivedere al ribasso le nostre aspettative, per il periodo 2025-28, in termine di top line per riflettere gli elementi che hanno portato a tale divergenza tra risultati e stime, tra cui: i) la transizione verso un modello di business incentrato sull'attività dei parchi fotovoltaici, ii) ritardi nello sviluppo dei BESS, iii) rallentamento generalizzato del settore fotovoltaico. Abbiamo quindi rivisto al ribasso l'impatto atteso del BESS, a causa dei continui ritardi che rischiano di provocare una perdita di interesse da parte degli investitori, e abbiamo adeguato prudenzialmente le stime di ricavo dei parchi fotovoltaici alla pipeline attuale.

Prevediamo ora una graduale crescita dei ricavi di vendita da €5,1 milioni nel 2024 a €12,3 milioni nel 2025 (rispetto ai precedenti €18,1 milioni stimati), per poi aumentare fino a €28,9 milioni nel 2028 (€40,9 milioni il precedente target), per un tasso di crescita medio annuo (CAGR 2024-2028) al 54,1% dal precedente tasso atteso del 68,1%.

L'incremento atteso dei ricavi tra il 2024 e il 2025 (+139,9%) è sostenuto da contratti già sottoscritti per oltre €10 milioni, relativi alla cessione del parco Lemon 6 (€4,3 milioni) e la realizzazione di impianti fotovoltaici nelle linee B2C e B2B (€5,98 milioni) la cui fase esecutiva inizierà tra il 2025 e il 2026. Negli anni successivi, la crescita dei ricavi dovrebbe mantenersi significativa (+73,5% nel 2026 e +26,3% nel 2027), per poi normalizzarsi nel 2028 (+7,4%). Tale andamento è stato sviluppato in linea con l'avanzamento della pipeline esistente e tenendo in considerazione l'avvio dei nuovi progetti fotovoltaici, inclusa la commessa internazionale in Guinea (per ora considerati solo i primi 50 MW). Le stime incorporano anche il ritardo nello sviluppo del business BESS e una quota di nuovi impianti, sia B2B che B2C, non ancora in *pipeline* ma che riteniamo possa essere sostenuta: i) dalla strategia di rafforzamento della rete di vendita di Lemon Sistemi e ii) da misure statali di sostegno come il bando MIMIT.

Il valore della produzione dovrebbe, così, crescere da €9,1 milioni nel 2024, a €12,3 milioni nel 2025 (€18,3 milioni precedentemente previsti) a €28,9 milioni nel 2028 (€41 milioni le precedenti stime), per un CAGR 2024-2028 rivisto dal precedente 45,7% al 33,6%.

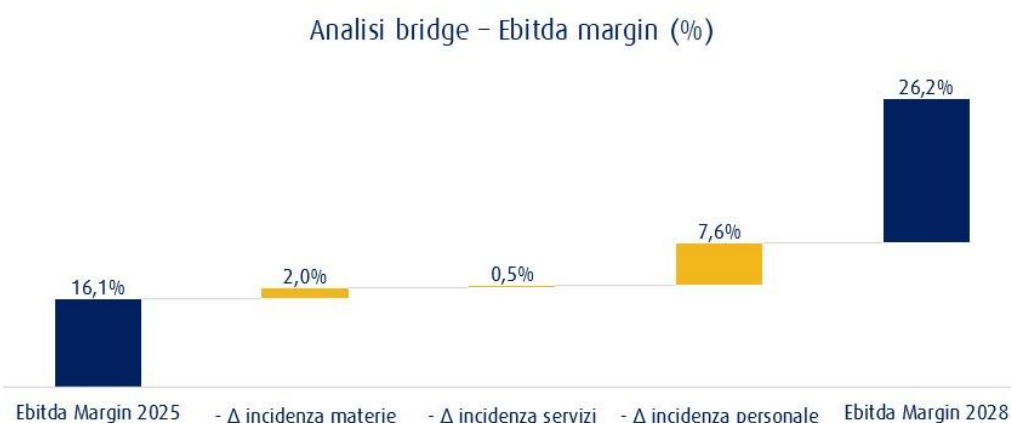
VdP – old vs new estimates (e mln)



Stime: Banca Finnat

Il minor valore della produzione previsto si riflette, fisiologicamente, sui principali margini operativi della Società (Ebitda, Ebit, risultato netto).

Il margine operativo lordo (Ebitda), infatti, dovrebbe passare da una perdita operativa di €18 migliaia del consuntivo 2024 ad un utile operativo di €2,0 milioni nel 2025 (rispetto a €3,0 milioni precedentemente stimati), fino a raggiungere €7,6 milioni nel 2028 (€13,4 milioni il precedente target). Pur incorporando una revisione al ribasso dei margini, la redditività mostra un chiaro trend di crescita dal 16,1% nel 2025 (16,7% le precedenti stime) al 26,2% nel 2028 (32,8% il precedente target). Tale progressivo miglioramento riflette: i) la crescente incidenza del business dei parchi fotovoltaici, strutturalmente caratterizzati da marginalità elevate, ii) la strategia di integrale internalizzazione delle attività e iii) le condizioni di acquisto migliorative negoziate con i fornitori.



Stime: Banca Finnat

In termini di margine operativo netto (Ebit), quest'ultimo lo prevediamo pari a €1,6 milioni nel 2025 (da una perdita operativa netta di €335 migliaia a dicembre 2024 e rispetto ai €2,6 milioni precedentemente attesi), per poi salire a €7,0 milioni nel 2028 (€12,7 milioni le precedenti stime).

Stimiamo che Lemon Sistemi possa chiudere il 2025 con un utile netto di Gruppo pari a €726 migliaia (€1,4 milioni il precedente target), da una perdita netta di €1,2 milioni al 31 dicembre 2024, per poi raggiungere i €2,2 milioni nel 2026 (€3,6 milioni le attese precedentemente formulate) e attestarsi a €4,8 milioni a consuntivo 2028 (€7,6 milioni

le stime precedenti), con un net margin in rialzo dal 5,9% atteso nel 2025, al 10,5% a consuntivo 2026, al 16,6% previsto per il 2028.

Il patrimonio netto lo stimiamo pari a €7,9 milioni a consuntivo 2025 (da €7,2 milioni al 31 dicembre 2024) e pari a €18,3 milioni a consuntivo 2028 mentre l'indebitamento netto lo prevediamo pari a €1,8 milioni a fine 2025 da un debito netto di €4,3 milioni al 31.12.2024 per poi passare a una posizione di cassa netta pari a circa €5,8 milioni a fine 2028.

Valuation

Ai fini della valutazione abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2025/2028.

Il tasso di crescita perpetua lo manteniamo invariato e pari all'1,0% ed il WACC è determinato al 13,40% (rispetto al precedente 14,30%) in funzione di un Risk Free Rate al 3,50% (precedente 3,80%), un coefficiente beta mantenuto pari all'unità (invariato) e un Market Risk Premium al 9,90% (precedente 10,50%).

Otteniamo un **Enterprise Value** pari a **€35,0 milioni** ed un **valore ad equity** pari **€3,5/azione**. La nostra **raccomandazione** permane di acquisto (**BUY**).

CASH FLOW MODEL (K €)

	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	1.595	3.612	5.103	7.013
Tax rate	27%	27%	27%	27%
NOPAT	1.164	2.637	3.725	5.120
D&A	390	429	542	582
Capex	173	306	381	290
CNWC	503	2.220	1.473	192
FOCF	878	540	2.412	5.220

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,0
WACC (%)	13,40
Discounted Terminal Value	28.405
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	6.634
Enterprise Value	35.039
Net financial position as of 30/06/2025	-5.315
Equity Value	29.724
Nr. Shares (x)^	8.591.825
Value per share (€)	3,5

Stime: Banca Finnat; ^ al netto delle azioni proprie

WACC Calculation (%)

Risk free rate	3,50
Market risk premium	9,90
Beta (x)	1,00
Cost of Equity	13,40
WACC	13,40

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E	40,93	13,30	8,85	6,20
P/CF	26,63	11,16	7,62	5,53
P/BV	3,76	2,93	2,20	1,62
EV/SALES	2,52	1,45	1,07	0,83
EV/EBITDA	15,63	7,64	5,11	3,15
EV/EBIT	19,45	8,55	5,65	3,41

Stime: Banca Finnat

Raccomandazioni emesse sul titolo Lemon Sistemi nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
22.04.2025	Buy	4,61 €	1,64 €
21.10.2024	Buy	4,85 €	2,13 €

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

BUY (comprare): se il target price è superiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

HOLD (mantenere): se il target price è compreso nel range +/- 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

SELL (vendere): se il target price è inferiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

NO RATING: mancanza di basi fondamentali sufficienti per giungere ad una raccomandazione e/o un target price

Banca Finnat Research Rating Distribution**30/09/2025****N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 29**

Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche

Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento

BUY	HOLD	SELL	N.R.
83%	3%	3%	11%
100%	100%	100%	100%

INCOME STATEMENT (EUR K)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	9.094	12.300	21.335	26.940	28.937
Materie prime (incl. var.ni materie)	2.448	3.321	6.400	7.813	7.234
Servizi	3.234	3.321	5.760	7.274	7.668
Godimento beni di terzi	385	154	267	337	362
Costo del lavoro	2.683	3.219	4.346	5.215	5.372
Oneri diversi di gestione	362	300	520	657	706
EBITDA	-18	1.985	4.041	5.645	7.595
D&A	318	390	429	542	582
EBIT	-336	1.595	3.612	5.103	7.013
Proventi/(Oneri) finanziari	-1.203	-600	-550	-500	-450
Utile Ante Imposte	-1.539	995	3.062	4.603	6.563
Imposte	-318	269	827	1.243	1.772
<i>Tax-rate (%)</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,27</i>	<i>0,27</i>	<i>0,27</i>	<i>0,27</i>
Risultato Netto	-1.221	726	2.235	3.360	4.791
Cash Flow	-903	1.116	2.664	3.902	5.373
BALANCE SHEET (EUR k)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Totale Patrimonio Netto	7.181	7.907	10.142	13.503	18.294
PFN	-4.317	-1.292	-1.148	905	5.812
CIN	11.498	9.200	11.291	12.598	12.482
FINANCIAL RATIOS (%)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA margin	n.a.	16,1	18,9	21,0	26,2
EBIT margin	n.a.	13,0	16,9	18,9	24,2
Net margin	n.a.	5,9	10,5	12,5	16,6
ROI	-2,9	16,4	30,4	38,3	52,8
ROE	-17,0	9,2	22,0	24,9	26,2
GROWTH (%)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	-43,2	35,3	73,5	26,3	7,4
EBITDA	n.a.	n.a.	103,6	39,7	34,6
EBIT	n.a.	n.a.	126,5	41,3	37,4
Net Profit	n.a.	n.a.	207,8	50,3	42,6
Cash Flow	n.a.	n.a.	138,7	46,5	37,7
VALUATION METRICS	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EPS	-0,14	0,08	0,26	0,39	0,56
CFPS	-0,11	0,13	0,31	0,45	0,63
BVPS	0,84	0,92	1,18	1,57	2,13
P/E	n.a.	21,3	6,9	4,6	3,2
P/CF	n.a.	13,9	5,8	4,0	2,9
P/BV	2,2	2,0	1,5	1,1	0,8
EV/SALES	2,2	1,4	0,8	0,5	0,3
EV/EBITDA	n.a.	8,4	4,1	2,6	1,3
EV/EBIT	n.a.	10,5	4,6	2,9	1,4

Fonte: Lemon Sistemi; Stime: Banca Finnat

DISCLAIMER

Informazioni generali

La ricerca è stata preparata da **Michele Cursi**, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. ("Banca Finnat" o la "Banca"), autorizzata dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell'ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

Essa non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari sensi dell'articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

Fonti e modelli di valutazione

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell'emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat, tuttavia, non fornisce alcuna garanzia circa l'accuratezza o la completezza delle fonti informative utilizzate.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

Copertura e aggiornamento

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate *flash company note*) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e a qualsiasi evento (di carattere ordinario od eccezionale) inerente l'Emittente.

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)¹.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che (1) Banca Finnat svolge il ruolo di Euronext growth advisor e (2) *specialist* in favore dell'emittente e presta o ha prestato (3) servizi di investimento e (4) servizi accessori in favore dell'emittente o di suoi soggetti controllanti o controllati negli ultimi 12 mesi.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente *disclaimer*.

¹ Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di *information barriers*; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa sino a quando non sia stata resa pubblica, tranne in occasione di ammissione a quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (<https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Distribuzione

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. Essa non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.

ESG-Report

*Nell'ambito dei servizi offerti agli Emittenti, Banca Finnat propone anche la redazione di un **Report ESG** finalizzato ad evidenziare caratteristiche e policy adottate dalle imprese che appaiono rilevanti in tema di sostenibilità*

Alle società che si avvalgono del nostro Coverage, la redazione del Report ESG di Banca Finnat viene offerta ed il documento - che è di regola a se stante - viene per esse anche pubblicato all'interno delle ricerche del nostro Ufficio Studi, come in questo caso.

Tali prassi è in continuità con quella adottata sin dal 2019: è allora, infatti, che le ricerche di Banca Finnat includono una specifica sezione: prima "ESG Highlight" ed ora "ESG-Report".

- L'attività di Lemon Sistemi, analizzata dall'*Osservatorio ESG PMI quotate* (promosso da Banca Finnat insieme al DEIM dell'Università della Tuscia) è stata da questo considerata quale "sostenibile" in quanto l'attività "core" dell'azienda è idonea a conseguire uno dei 17 SDGs (obiettivi di sostenibilità) definiti dall'ONU.
- Inoltre, sulla base delle informazioni di pubblico dominio relative alla società, l'Osservatorio, sulla base dell'esame condotto, ritiene che l'azienda sia significativamente impegnata sui fattori ESG.
- La società si è voluta, infine, sottoporre ad apposito questionario, somministrato dai nostri analisti, le cui risposte evidenziano i presidi considerati dalla società idonei per le tematiche ESG. Inoltre, la società ha dichiarato di adottare politiche, comportamenti e attività "responsabili", sia al suo interno che all'esterno, in favore del contesto sociale e ambientale, nel rispetto della *corporate social responsibility*.

INFORMAZIONI GENERALI

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese, ed in particolare quelle relative alle tematiche ESG (Environmental, Social e Governance), formano oggetto di crescente attenzione, anche da parte degli investitori nell'ambito dei loro processi di investimento o finanziamento.

Per le società di grandi dimensioni, sovente oggetto di valutazioni e/o certificazioni da parte di provider specializzati, tali informazioni sono sempre più accessibili. Lo stesso non avviene per le PMI, le quali hanno oggettive difficoltà a far apprezzare le loro iniziative sulla sostenibilità.

Banca Finnat, da sempre focalizzata su quel segmento di imprese, si adopera per colmare, per quanto possibile, questo gap informativo e per rappresentare per gli Emittenti un concreto supporto alla individuazione e valorizzazione dei fattori ESG che ne caratterizzano l'organizzazione o il modello di business.

A tal fine ha anche promosso il gruppo di lavoro "*Osservatorio ESG-PMI quotate*" insieme al dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa (DEIM) dell'Università della Tuscia per promuovere in tale ambito progetti di ricerca. La collaborazione con l'Ateneo ha anche consentito alla Banca di rendere ancora più consistenti, e coerenti con le best practice, i propri processi di valutazione delle politiche e delle azioni che le società oggetto di analisi hanno adottato/stanno adottando in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG).

Osservatorio ESG-PMI^{Quotate}

L'Osservatorio ESG PMI-Quotate è stato promosso nel 2021 da Banca Finnat e dall'Università della Tuscia, tramite il DEIM, Dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa.

Cuore del progetto è la mappatura, per tutte le aziende quotate all'Euronext Growth Milan (EGM):

- della **sostenibilità delle attività**, intesa come coerenza con almeno uno dei 17 SDGS (obiettivi ONU).
- del loro **livello di "commitment"** verso i temi ESG (non solo ambientali) che deriva da tutte le iniziative, anche estranee al core business (ma con impatti sulla sostenibilità) assunte dalle società. In quest'ambito sono anche indagati vari fenomeni legati alla governance degli emittenti EGM

A tali fini è stato realizzato un dettagliato database su criteri, fattori e impegni di tutti gli emittenti presenti sul segmento di Borsa dedicato alle PMI.

E' un database che ovviamente viene seguito e aggiornato costantemente: l'iniziativa prevede infatti l'analisi di tutta la documentazione pubblica prodotta dalle società: bilanci, relazioni semestrali, eventuali bilanci non finanziari, codici etici, siti Web ed i comunicati stampa che vengono via via rilasciati.

Sono stati altresì definiti puntuali criteri volti a stabilire quando considerare sostenibile l'attività di una azienda nonché quando, a prescindere dal settore di attività, le iniziative intraprese e le policy adottate possono far definire l'azienda come "committed", ovvero impegnata in modo significativo verso i temi ESG.

L'Osservatorio rende disponibile a Banca Finnat un sistema informativo che, per ciascuna società oggetto del progetto, consente di generare un documento, l'**Info-memo ESG**, che evidenzia le informazioni rilevanti presenti nel Database. Questa sezione ne è la sintesi.



Sez. 1 – Evidenze raccolte dall'Osservatorio ESG-PMI Quotate

La sostenibilità della attività di Lemon Sistemi

Sulla base delle informazioni di pubblico dominio, l'Osservatorio considera Lemon Sistemi sostenibile sulla base dei seguenti elementi:

- l'attività "core" dell'azienda è idonea a conseguire uno dei 17 SDGS (obiettivi di sostenibilità) definiti dall'ONU, in particolare il n.7.2 (*green energy*), che impatta significativamente sui fattori di tipo ambientale.
- uno dei settori in cui opera l'azienda è considerato ecosostenibile dalla Tassonomia UE⁽²⁾. Infatti il codice ATECO 35.11 della società (produzione di energia elettrica) corrisponde al codice NACE D35.1.1 che risulta allineato alla Tassonomia per gli ambiti di "Climate change mitigation" o di "Climate change adaptation". Inoltre l'attività rispetta il principio DNSH (Do No Significant Harm) - ovvero risulta non arrecare nessun danno significativo - con particolare riferimento ai seguenti ambiti: Water, Circular economy, Pollution, Ecosystems.
- Anche sulla base delle informazioni di pubblico dominio relative alla società, risulta che l'azienda effettua significativa disclosure sulle determinanti ESG nella propria comunicazione aziendale:
 - pubblica un codice etico*
 - pubblica un Bilancio di sostenibilità*
 - nel CDA composto da 5 membri siedono 2 amministratori indipendenti (ovvero almeno o più del 33%) anche se solo un amministratore è di genere femminile (ovvero meno del 33%).*

² Il Regolamento UE 2020/852 ha introdotto nel sistema normativo europeo la tassonomia delle attività economiche eco-compatibili, una classificazione delle attività che possono essere considerate sostenibili in base all'allineamento agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea e al rispetto di alcune clausole di carattere sociale.



Il livello di "commitment" sui fattori ESG

Le stesse informazioni pubbliche hanno permesso di considerare l'azienda "committed". Ad esempio:

Data	Azione	Rating
01/07/2025	Lemon Sistemi è stata scelta da Capacità Power Investments come EPC Contractor esclusivo per un progetto fotovoltaico da 450 MW in Guinea Conakry, promosso dal governo locale e sostenuto da garanzia sovrana. Il progetto, guidato dall'investitore saudita Salah Al Nasser, punta all'avvio entro la prima metà del 2026 e rafforza il ruolo di Lemon Sistemi nelle energie rinnovabili a livello internazionale	E XXXX
02/05/2024	Lemon Sistemi ha stipulato un contratto da €1,3 milioni per un impianto fotovoltaico da 1,2 MW in provincia di Ragusa.	E XXXX
16/04/2024	Lemon Sistemi ha firmato un contratto con il Biscottificio Forti per ampliare l'impianto fotovoltaico e aumentare il sistema di accumulo.	E XXXX
17/11/2023	Siglato un contratto con Volt ESG Srl per lo sviluppo di Battery Energy Storage System (BESS) per complessivi 2GW nelle regioni dell'Italia meridionale e nelle maggiori isole. Gli impianti si collocano nell'ambito della strategia nazionale per la promozione e costruzione di sistemi di accumulo dell'energia prodotta da fonti rinnovabili e non immediatamente utilizzata.	E XXXX
06/09/2023	Implementazione di una soluzione innovativa per il monitoraggio della salute del proprio impianto fotovoltaico in tempo reale. L'iniziativa permette di garantire un quadro chiaro sull'andamento della produzione, individuando eventuali malfunzionamenti, e di orientare al meglio le proprie abitudini di consumo.	E XXXX



L'incontro ESG con gli analisti di Banca Finnat

Lemon Sistemi ha accolto la proposta di sottoporsi ad un incontro mirato con i nostri analisti ed alla somministrazione di un questionario appositamente predisposto, volti ad approfondire direttamente con il management caratteristiche e policy ESG adottate dall'impresa.

Banca Finnat, nell'ambito delle proprie attività di Corporate Broking e di Analyst Coverage, da tempo si adopera affinché emergano le politiche e le azioni sulle tematiche ESG che le Società dichiarano di aver adottato.

In questo contesto, ormai da diversi anni, nelle proprie ricerche ne dà conto e, a tal fine, gli analisti della Banca hanno elaborato un "questionario ESG" che guida poi il loro incontro di approfondimento con i manager delle aziende oggetto delle loro ricerche.

Peraltro nell'ambito della collaborazione con l'Università della Tuscia, si è provveduto a rivisitare il questionario oggi composto da circa 60 domande, ed a condurre il processo di analisi delle risposte secondo i migliori standard che emergono dalle esperienze accademiche su queste materie.

In tal modo si rende evidentemente possibile ai lettori della ricerca una disamina delle iniziative adottate dall'azienda, ed una loro valutazione, ancor più completa e dettagliata di quella effettuata nell'ambito dell'Osservatorio ESG-PMI Quotate, che – pur coprendo tutte le società quotate su EGM - si basa esclusivamente su informazioni e notizie "pubblicate".

In questa sezione sono sintetizzati quegli aspetti emersi dall'intervista che, a parere dei nostri analisti, sono maggiormente meritevoli di essere portati all'attenzione.

Essi sono aggregati in funzione della maggior rilevanza in termini ambientali (E), Sociali (S) o di Governance (G).

Sez. 2 – Le risposte al Questionario degli analisti di Banca Finnat

ESG

La società dichiara di aver:

- costruito un impianto fotovoltaico di proprietà su lastrico solare di soggetti terzi (in comodato d'uso gratuito) che produce energia utilizzata per soddisfare i fabbisogni della sede di Lemon Sistemi;
- sostituito i PC e le macchine d'ufficio di vecchia generazione con modelli più efficienti al fine di migliorare l'efficienza energetica;
- sviluppato il brevetto "cubo fotovoltaico" che rappresenta un'innovazione nella tecnologia solare per migliorare l'efficienza energetica;
- implementato sistemi di efficientamento energetico riducendo i consumi energetici negli edifici;
- eseguito la raccolta differenziata dei rifiuti mentre i rifiuti speciali vengono portati al consorzio RAEE di competenza;
- in campo logistico, implementato un sistema di controllo della logistica attraverso la pianificazione di medio termine delle commesse e una procedura di doppia verifica della merce destinata al cantiere al fine di ridurre gli spostamenti logistici.
- Lemon Sistemi dichiara di sostenere la creazione di comunità energetiche, promuovendo l'uso di energie rinnovabili e la realizzazione di "smart grids". Inoltre, i dipendenti e il management della società partecipano alle attività a supporto dell'ambiente come le passeggiate per l'ambiente, le giornate di raccolta dei rifiuti sulle spiagge nonché alle iniziative di sensibilizzazione verso tematiche ambientali presso le scuole primarie e secondarie;
- Fissato obiettivo Net Zero all'interno dei propri siti produttivi entro il 2032;
- Utilizzato veicoli green (full electric e hybrid) all'interno della flotta aziendale.

ESG

La società dichiara che:

- tra i dipendenti della società sono presenti anche le categorie protette;
- mette a disposizione dei propri dipendenti un'assicurazione sanitaria stipulata con Metasalute e Cadiprof. Inoltre, ogni anno i dipendenti sono invitati ad effettuare una visita medica di check-up;
- vengono organizzati regolarmente incontri con i dipendenti per discutere, insieme al management, le tematiche legate alla sicurezza sul lavoro;
- ha messo a disposizione dei propri dipendenti uno psicologo aziendale;
- nel corso del 2024 si sono svolti corsi di formazione riguardanti l'organizzazione del lavoro e la digitalizzazione. Complessivamente, le ore di formazione erogate nel corso dell'esercizio ammontano a 2500 ore.

- nell'ambito del *Customer satisfaction*, Lemon Sistemi ha predisposto, in collaborazione con un team di psicologi, un apposito questionario che viene somministrato ai clienti;
- ha stipulato accordi con istituti scolastici locali con lo scopo di realizzare progetti di apprendistato per gli alunni;
- collabora intensamente con l'area territoriale in cui opera in quanto una quota importante dei fornitori è rappresentata da fornitori locali. Inoltre, molti subappalti vengono affidati alle aziende del territorio;
- Cura le relazioni con il territorio tramite sponsorizzazioni di realtà associazionistiche territoriali e donazioni a favore di organizzazioni di ricerca.

ESG

La società dichiara inoltre:

- di promuovere l'uguaglianza di genere e l'inclusione nelle decisioni strategiche. Molte figure chiave sono, infatti, rappresentate da risorse di genere femminile, inclusa la co-CEO;
- di aver adottato tutte le procedure richieste per le società quotate sull'Euronext Growth Milan quali, ad esempio, la procedura che riguarda le operazioni con parti correlate e la procedura per la gestione delle informazioni privilegiate;
- di aver adottato adottate politiche di condotta etica, protezione dei dati, gestione integrata dei rischi e piani di conformità per prevenire eventi di corruzioni e comportamenti anti-competitivi;
- di aver adottato il voto di lista per il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale;
- di svolgere un controllo continuo degli impatti ambientali e sociali lungo la filiera di fornitura, garantendo così approvvigionamenti sostenibili e tracciabili;
- nel mese di maggio 2023 ha ottenuto la certificazione ISO 9001 relativa alla gestione della qualità;
- L'impresa dispone delle seguenti certificazioni dei sistemi di gestione: ISO 14001, ISO 90001, ISO 45001.
- L'impresa ha ottenuto nel 2025 il Rating di Legalità (UNI CEI 11352);
- Nel 2025 l'azienda si è certificata EScO (Energy Service Company).



ESG DISCLAIMER

Per comprendere quali sono i conflitti di interesse derivanti da rapporti commerciali con la Società oggetto della presente ricerca si rimanda al disclaimer riportato a pagina 20.

Le informazioni riportate nella presente sezione ESG si basano su apposito database realizzato dall'Osservatorio "ESG PMI-quoted" e sulle risposte fornite dalla Società a fronte di apposito questionario alla medesima sottoposto dall'Ufficio Studi.

Quanto riportato nel citato database e quanto dichiarato dalla Società non sono oggetto di verifica autonoma da parte dell'Ufficio Studi circa la loro attendibilità. Responsabile di tali informazioni sono da ritenersi esclusivamente detto Osservatorio e la Società stessa.

Pertanto, nel considerare quanto riportato circa l'impegno della Società sulle tematiche ESG si raccomanda di tenere presenti tali circostanze.