

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)

Target Price[^]
€5,02 (da €5,4)

Lemon Sistemi S.p.A.

Settore: Energia rinnovabile
Codice negoziazione Bloomberg: LS IM
Mercato: Euronext Growth Milan
Prezzo al 26/04/2024
€1,705 (price at market close)

Capitalizzazione di Borsa: 13.940.114 €
Numero di azioni: 8.176.020
Patrimonio netto al 31.12.2023: 7.790.780 €
Outstanding warrants (1:4): 1.393.000

[^]Nell'ipotesi di parziale esercizio (30%) outstanding warrants.

Data ed ora di produzione:
29.04.2024 ore 12:00
Data ed ora di prima diffusione:
29.04.2024 ore 15:30
Ufficio Ricerca ed Analisi
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

Donatella Dragas

Tel. +39 0669933.292

Michele Cursi

Tel. +39 0669933.413

 E-mail: ufficio.studi@finnat.it

Lemon Sistemi S.p.A. è una PMI innovativa attiva nel settore dell'energia rinnovabile. Il core business della società è la progettazione, fornitura e posa in opera di impianti fotovoltaici, termoidraulici e di accumulo. Lemon Sistemi offre ai propri clienti, inoltre, servizi di progettazione di soluzioni per l'efficientamento energetico.

- La società si rivolge a clienti residenziali (B2C) nonché aziendali, medio-industriali e commerciali (B2B), offrendo soluzioni "chiavi in mano". In particolare, il modello di business di Lemon Sistemi è completamente integrato ed internalizzato.

- Nell'ambito degli impianti fotovoltaici, la società è specializzata nell'installazione di impianti di dimensioni contenute (fino a 10 MWp), beneficiando di un quadro normativo piuttosto semplificato per l'ottenimento dei titoli autorizzativi rispetto a quanto previsto per gli impianti di dimensioni più grandi. Nel 2023 la società si è aggiudicata un appalto per un impianto fotovoltaico commerciale da 3,2 MW a Settimo Torinese in quanto intende aumentare, progressivamente, la dimensione media degli impianti installati.

- La società opera, per il momento, prevalentemente in Sicilia.

- Sul periodo 2023-2027, stimiamo una crescita media annua del valore della produzione del 17,27%, da €14,6 milioni attesi a consuntivo 2024 a €30,3 milioni stimati a fine 2027. Il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe attestarsi a €4,2 milioni a fine 2024 e raggiungere €8,6 milioni a consuntivo 2027 con un CAGR (2023-2027) pari al 32,72%. L'utile netto dovrebbe poter passare da €2,3 milioni attesi al 31 dicembre 2024 a €5,8 milioni stimati a fine periodo previsionale, per un tasso di crescita media annua (2023-2027) del 38,6%.

- Valutiamo il titolo €5,02/azione (precedente €5,4/azione) nell'ipotesi che almeno il 30% degli outstanding warrants possano essere esercitati in occasione della prossima finestra temporale. La raccomandazione permane di acquisto.

Anno al 31/12 (k €)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	11.294	13.882	14.100	20.009	26.289	30.087
Valore della produzione	11.941	16.014	14.633	21.376	26.617	30.288
Valore aggiunto	5.483	5.040	6.256	8.050	10.224	11.028
EBITDA	4.001	2.761	4.191	5.849	7.916	8.566
EBIT	3.922	2.263	3.909	5.560	7.623	8.253
Utile netto	2.618	1.582	2.262	3.609	5.097	5.842
Cash-flow	2.696	2.079	2.544	3.898	5.390	6.155
PFN	-391	-1.587	3.681	8.778	13.539	19.049
Patrimonio netto	4.091	7.791	10.052	13.662	18.758	24.600

Fonte: Lemon Sistemi; Stime: Banca Finnat

Attività e Strategie

Lemon Sistemi S.p.A., PMI innovativa con sede a Balestrate (PA), si occupa, dal 2009, di progettazione, fornitura e posa in opera di impianti fotovoltaici, termoidraulici e di accumulo, nonché della progettazione di soluzioni per l'efficiamento 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 residenziali che a clienti commerciali. Opera prevalentemente in Sicilia, in particolare nelle province di Palermo e Trapani ma di recente ha esteso la propria attività anche in Piemonte, attraverso la realizzazione di un impianto commerciale di 3,2 MW a Settimo Torinese.

L'obiettivo principale della società è quello di promuovere un modello di crescita sostenibile e rispettoso dell'ambiente.

La società è stata fondata nel 2009 con la denominazione Lemon Sistemi S.r.L.

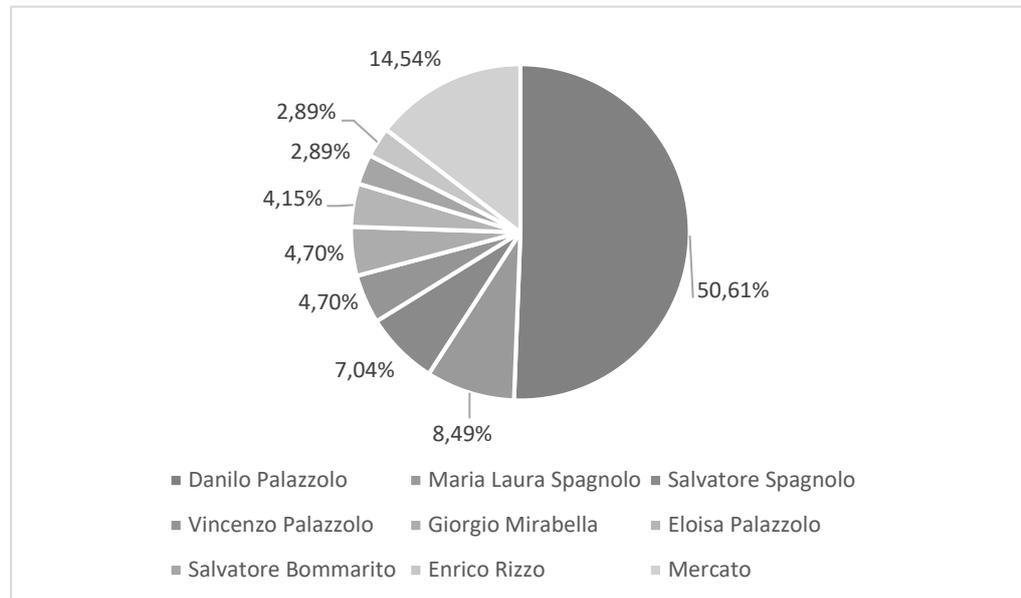
Nel 2013 è stata costituita Lemon Go S.r.L., società controllata al 100% da Lemon Sistemi, la quale svolgeva, inizialmente, le attività di commercializzazione di veicoli di trasporto elettrico e la fornitura di servizi di supporto e assistenza tecnica a soggetti che operano in settori simili. Attualmente Lemon Go svolge, in favore della capogruppo Lemon Sistemi, attività di carattere amministrativo, di progettazione e servizi di post vendita.

Successivamente, nel 2020, viene fondata la società Alfa Lemon S.r.L. per occuparsi delle attività di ideazione, progettazione, realizzazione, costruzione, sviluppo, gestione, vendita, noleggio e manutenzione di impianti per la produzione di energia. Al momento della sua costituzione, il capitale sociale era detenuto per il 25% da Lemon Sistemi S.r.L. e per il restante 75% direttamente dagli stessi azionisti di Lemon Sistemi S.r.L.

Nel 2022 Lemon Sistemi S.r.L. diventa società per azioni (Lemon Sistemi S.p.A.), acquisendo, in seguito ad una fusione per incorporazione, l'intero capitale di Alfa Lemon S.r.L.

Il Gruppo è composto, attualmente, dalla capogruppo Lemon Sistemi S.p.A. e dalla società Lemon Go S.r.L., controllata al 100% dalla capogruppo.

Azionariato



Fonte: Lemon Sistemi, elaborazioni Banca Finnat; la compagine azionaria di Lemon Sistemi S.p.A.

La quota più significativa del capitale sociale di Lemon Sistemi, pari al 50,61%, è detenuta da Danilo Palazzolo, il co-amministratore delegato e CFO della società. Il Presidente del Consiglio di Amministrazione e co-amministratore delegato, Maria Laura Spagnolo, detiene una quota pari all'8,49% del capitale. Una quota del 7,04% è detenuta da Salvatore Spagnolo. Ulteriori quote sono detenute da: Vincenzo Palazzolo e Giorgio Mirabella (4,70% ciascuno), Eloisa Palazzo (4,15%), Enrico Rizzo e Salvatore Bommarito (2,89% ciascuno). Il 14,54% del capitale è rappresentato dal flottante sul mercato.

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. Sono previsti tre periodi di esercizio. Nel primo periodo di esercizio, dal 14 ottobre 2024 al 25 ottobre 2024, il prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione di compendio è fissato a €1,62/azione. Nel secondo periodo di esercizio, dal 13 ottobre 2025 al 24 ottobre 2025, il prezzo è fissato a €1,78/azione mentre nel terzo periodo di esercizio, dal 12 ottobre 2026 al 23 ottobre 2026, il prezzo di esercizio è fissato pari a €1,96/azione.

Aree d'affari

Il business di Lemon Sistemi è suddiviso in due aree principali:

- 1) Impianti fotovoltaici e di accumulo;
- 2) Efficientamento energetico.

Lemon Sistemi svolge anche le seguenti attività: progettazione elettrica ed energetica, predisposizione ed ottenimento di certificazioni energetiche, illuminazione e *relamping* LED, progettazione e realizzazione di impianti di climatizzazione a pompa di calore e ibridi, *energy management*, diagnostica sul versante dei consumi destinata a personalizzare soluzioni di efficientamento.

L'area d'affari "Impianti fotovoltaici" rappresenta l'attività *core* della società. In questo settore, Lemon Sistemi vuole soddisfare la domanda di clienti residenziali, medio/piccoli industriali e commerciali (con particolare focus sul settore turistico/alberghiero). La società ha abbinato agli impianti fotovoltaici anche i sistemi di accumulo in ambito residenziale con lo scopo di massimizzare l'autoconsumo.

In particolare, nell'ambito B2C, che 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 di un impianto. I prodotti destinati alla clientela B2C hanno per oggetto impianti fotovoltaici fino a 20 kWp.

Nell'ambito B2B, viceversa, Lemon Sistemi mette a disposizione dei propri clienti impianti fotovoltaici di taglia medio-piccola (di dimensione superiore a 20 kWp). Al fine di incrementare la propria visibilità in questo settore, Lemon Sistemi si è aggiudicata una commessa per la realizzazione di un impianto da 3,2 MW a Settimo Torinese, applicando una politica di prezzo "aggressiva". L'obiettivo del progetto, per la società, è quello di ampliare la propria offerta per lo sviluppo ed installazione di impianti fotovoltaici di dimensione compresa tra 1 MWp e 10 MWp su tutto il territorio nazionale.

L'area d'affari "Efficientamento energetico" comprende la progettazione di soluzioni di efficientamento energetico degli impianti di edifici attraverso nuova installazione o ammodernamento di impianti termoidraulici e di climatizzazione. La società mette a disposizione della propria clientela anche soluzioni di progettazione termica dell'intero edificio a cui poi generalmente si collega la proposta di interventi di efficientamento energetico che richiedono anche l'intervento di impianti fotovoltaici per l'autoproduzione dell'energia di cui l'edificio avesse bisogno. Grazie al know-how nell'ambito della progettazione e messa in opera delle soluzioni di efficientamento energetico, la società ha potuto cogliere le opportunità di mercato come il Superbonus 110.

La scelta di focalizzarsi su impianti di dimensioni contenute è legata alla normativa di riferimento che prevede un quadro piuttosto semplificato su determinate aree classificate idonee per ottenere i titoli autorizzativi (ad esempio, il tempo ridotto per l'avvio della messa in posa e l'avvio della produzione) rispetto a quanto previsto per impianti di dimensioni maggiori.

Lemon Sistemi, inoltre, svolge attività di investimento nel settore delle energie rinnovabili tramite lo sviluppo di medio-piccoli parchi fotovoltaici di proprietà o per investimento di clienti terzi.

Lemon Sistemi segue i propri clienti lungo tutta la catena del valore, suddivisa nelle seguenti aree:

- **Marketing e vendite:** la prima fase prevede le attività di intercettazione delle opportunità al fine di attrarre nuovi clienti. Qualora un nuovo cliente abbia mostrato interesse verso i servizi proposti dalla società, viene organizzata una visita sul sito da parte di un venditore e di un tecnico che valutano la fattibilità tecnica dell'intervento. Viene sviluppato, inoltre, un dimensionamento preliminare tenendo conto delle necessità oggettive e delle presunte future variazioni dei consumi. Ove ci sia bisogno, al cliente vengono proposti anche strumenti di finanziamento rapidi. La società basa le proprie strategie di marketing anche sul passaparola.

- **Supporto burocratico e linee di incentivazione:** al potenziale cliente, il quale abbia manifestato interesse verso i servizi proposti, vengono fornite informazioni circa le eventuali opportunità di incentivazione e assistenza nell'analisi della fattibilità urbanistica e nella gestione dei rapporti con enti.
- **Progettazione personalizzata:** un team specializzato di progettisti propone le soluzioni più adatte alle esigenze specifiche del singolo cliente, tenendo conto delle caratteristiche specifiche della singola unità di consumo, anche in base alle caratteristiche del sito, al posizionamento urbanistico, ai consumi presenti e futuri.
- **Approvvigionamento:** l'approvvigionamento funziona per commessa e prevede l'ordinazione dei materiali indicati nell'apposita lista creata al momento della stipula del contratto con il cliente. Nel corso degli anni, Lemon Sistemi è riuscita a costruire relazioni consolidate con i principali fornitori nazionali nel settore dei servizi per l'efficienza energetica assicurandosi così, oltre ad alti standard qualitativi della merce, anche particolari scontistiche e tempistiche di pagamento più flessibili. Il magazzino (ordinario) della società contiene un buffer stock che permette di fronteggiare dai 2 ai 3 mesi di installazioni per le quali vi è la ripetitività di prodotti di base per la realizzazione degli impianti attinenti, prevalentemente, alla linea B2C.
- **Installazione e collaudo:** in questa fase squadre di operai interne eseguono le installazioni applicando standard qualitativi ben definiti e sotto la diretta supervisione dei capisquadra di settore, consentendo così alla società di avere un maggiore controllo delle operations. Le attività che vengono svolte in questa fase sono: il sopralluogo tecnico-esecutivo da parte del caposquadra, del progettista e del cliente, la pianificazione e l'organizzazione del cantiere, l'installazione, la chiusura del cantiere, il collaudo e l'accensione (eseguita da un team diverso rispetto a quello delle fasi precedenti).
- **Assistenza post-vendita:** la società ha messo a disposizione dei propri clienti una squadra apposita per la gestione di ogni tipologia di richieste o problematiche che dovessero verificarsi dopo l'installazione degli impianti. In questa fase vengono, inoltre, configurati i sistemi di monitoraggio sui device del cliente ed a quest'ultimo vengono consegnati i documenti tecnici e amministrativi.

Per lo svolgimento delle proprie attività, Lemon Sistemi si avvale di collaborazioni commerciali con i principali fornitori presenti sul mercato nazionale nel settore dell'efficientamento energetico. Nel settore fotovoltaico, Lemon Sistemi è Premier Partner di MAXEON Solar Technologies Ltd. (meglio nota con il marchio Sunpower), azienda famosa per la qualità dei suoi moduli fotovoltaici. Tale partnership ha creato, nel tempo, un importante vantaggio competitivo per la società. In particolare, Lemon Sistemi ha stipulato con SunPower Italia S.r.L. un contratto di distribuzione autorizzata avente ad oggetto l'esecuzione, da parte di Lemon Sistemi, dell'incarico di "distributore autorizzato" di SunPower per la rivendita, l'installazione e il servizio post-vendita di prodotti fotovoltaici a marchio SunPower su tutto il territorio nazionale.

















Fonte: Lemon Sistemi; Elenco dei principali fornitori della società

Nell'ambito B2B, la società offre ai propri clienti progetti "a commessa". Nel corso degli anni è riuscita a stipulare contratti di fornitura con alcuni importanti *players* nei settori alberghiero ed alimentare.

In particolare, Lemon Sistemi ha stipulato, nel gennaio 2023, un contratto di appalto con Bibo Italia S.p.A. per la realizzazione, progettazione e attivazione di un impianto fotovoltaico, ubicato a Settimo Torinese, della capacità di 3,2 MWp.




MANGIA'S Resorts & Clubs è il brand globale del Gruppo Aeroviaggi Spa gestisce direttamente i propri Resort e Club, in totale 13 proprietà tra Sicilia e Sardegna



Costa degli Ulivi S.p.A. propone su tutto il territorio siciliano un'offerta turistica basata su hotel di lusso



PAC 2000 A Conad è la più grande cooperativa del consorzio Conad, per dimensioni e fatturato, con una rete di vendita che si estende su 5 regioni, dall'Umbria al Lazio, dalla Campania alla Calabria e Sicilia



Bibo Italia S.p.A. è azienda leader nella produzione di imballaggi e articoli a contatto con alimenti di prima qualità

Fonte: Lemon Sistemi; Elenco dei principali clienti B2B della società

Nel mese di giugno 2023, Lemon Sistemi ha stipulato un contratto con Renantis Italia S.r.L. per lo svolgimento delle attività di consulenza, assistenza e sviluppo nella progettazione di un impianto di accumulo di 100 MW da realizzarsi su un sito individuato a Castellammare del Golfo. Il contratto prevede un corrispettivo di €1 milione. Inoltre, è stata svolta un'ulteriore attività di *scouting* finalizzata alla progettazione di ulteriori tre impianti di accumulo da 100 MW ciascuno, due dei quali hanno ottenuto il preventivo di connessione nel mese di novembre 2023.

Nel mese di novembre 2023 la società ha sottoscritto un contratto con Volt ESG S.r.L., attiva nel settore della produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, per lo sviluppo di impianti di stoccaggio energetico in batteria (BESS). In particolare, a Lemon Sistemi è stato conferito l'incarico di sviluppatore e si occuperà:

- a) dell'individuazione di siti idonei;

- b) dell'effettuazione di verifiche preliminari di fattibilità;
- c) della contrattualizzazione di accordi con i proprietari dei terreni o detentori dei relativi diritti;
- d) della progettazione degli impianti BESS;
- e) della redazione di studi di impatto ambientale e paesaggistico e di ogni altra analisi o elaborato necessari al conseguimento delle autorizzazioni necessarie alla costruzione, allacciamento alla rete e all'esercizio di impianti BESS.

Il contratto prevede lo sviluppo di più impianti di tipo BESS per una potenza nominale massima pari a 2 GW.

Strategie di crescita

La crescita futura di Lemon Sistemi sarà concentrata su tre aree principali:

- Lo sviluppo commerciale;
- Lo sviluppo diretto di impianti fotovoltaici ed agrivoltaici di medie dimensioni;
- Lo sviluppo di impianti di accumulo.

La società prevede uno sviluppo commerciale basato sulla presenza e sulla penetrazione nel territorio, seguendo il modello "Spazio Lemon", un *point of sales* (POS) che mira ad essere facilmente riconoscibile sul mercato, presentando le medesime caratteristiche e il medesimo *concept* nei differenti siti dove sarà ubicato. All'interno di uno "Spazio Lemon" si trovano figure commerciali, progettisti, consulenti per opportunità di incentivazione degli interventi, nonché i tecnici che si troveranno successivamente ad eseguire, nel concreto, le lavorazioni accordate con l'acquirente. I POS sono già presenti in Sicilia. Nel breve termine, Lemon Sistemi ne ha previsto lo sviluppo nei centri urbani strategici in Sicilia e poi, in una successiva fase, l'espansione su scala nazionale. Le città target individuate sono: i luoghi geograficamente strategici di piccole dimensioni, con un reddito pro-capite superiore alla media regionale, una popolazione tra 15 e 60 mila abitanti ed una forte presenza di abitazioni unifamiliari. La società prevede, inoltre, l'avvio di collaborazioni con nuovi agenti commerciali.

La seconda area strategica riguarda lo sviluppo diretto di impianti fotovoltaici ed agrivoltaici di medie dimensioni. In particolare, la finalità di questa linea strategica riguarda la vendita dell'impianto post costruzione e la conclusione di contratti di gestione e manutenzione pluriennali sui medesimi impianti, con un periodo minimo non inferiore a 25 anni. L'attività sarà caratterizzata da un tempo di messa in esercizio degli impianti non superiore a 15 mesi, dalla valorizzazione delle competenze interne integrate per la progettazione, costruzione e messa in esercizio degli impianti. L'obiettivo principale del Gruppo è quello di creare flussi di ricavi stabili nel tempo attraverso la vendita degli impianti post costruzione, con il contestuale mantenimento della gestione pluriennale degli stessi. Gli impianti fotovoltaici ed agrivoltaici così realizzati verranno collegati alla rete di distribuzione nazionale, attraverso il coinvolgimento di soggetti autorizzati al dispacciamento e che operano sul mercato elettrico. L'energia prodotta da tali impianti viene acquistata dai soggetti autorizzati al dispacciamento e remunerata al prezzo medio zonale orario, oppure a un prezzo fisso, definito in via contrattuale.

Questa linea di business comporterebbe la creazione di tre nuove linee di ricavo per Lemon Sistemi:

- a) La vendita dell'impianto oppure di una SPV¹ (costituita appositamente) a soggetti terzi (in tempi brevi rispetto all'avvio della costruzione dell'impianto stesso). Ai ricavi generati dalla vendita dell'impianto andrebbero aggiunti i

¹ SPV (Special Purpose Vehicle) è una società veicolo, creata per la persecuzione di obiettivi specifici.

- ricavi provenienti da un contratto di manutenzione a durata pluriennale che prevede la gestione amministrativa e la manutenzione dell'impianto.
- b) L'impianto costruito non viene venduto ma la società lo utilizza per la vendita di energia prodotta da quest'ultimo.
 - c) L'impianto costruito viene conferito in una SPV appositamente creata. Successivamente, una parte delle quote della SPV vengono cedute a terzi. Nell'ambito di tale operazione, Lemon Sistemi stipula con la SPV un contratto pluriennale di manutenzione (con durata minima non inferiore a 25 anni), generando così ricavi derivanti dalla gestione amministrativa e manutentiva dell'impianto stesso. Infine, questa operazione comporterebbe, per Lemon Sistemi, la creazione di un'ulteriore linea di ricavo rappresentata dalla compartecipazione agli utili della SPV.

In questo ambito la società ha già avviato la costruzione del primo impianto di 1 MWp la cui vendita è prevista nel quarto trimestre 2024.

La terza linea strategica riguarda:

- a) lo sviluppo di impianti di accumulo, ovvero la partecipazione a progetti relativi a grossi impianti di accumulo con primari operatori del settore al fine di stipulare contratti di progettazione della durata di 12/24 mesi con fatturazione al raggiungimento di determinate *milestones*;
- b) lo svolgimento di attività di co-sviluppo e vendita di progetti a fronte di ricavi *una tantum*.

Vista la natura imprevedibile delle fonti rinnovabili, in particolare della loro produzione non costante, Terna ha individuato nell'accumulo di energia una delle possibili soluzioni al problema, pianificando l'installazione di nuove tecnologie di accumulo connesse alla Rete di Trasmissione Elettrica Nazionale (RTN) tramite un sistema di aste tra coloro che avranno progetti pronti da connettere alla RTN.

Nel futuro, la società intende continuare ad aumentare l'incidenza dei ricavi legati a servizi di costruzione ed installazione di impianti compresi tra 1 MWp e 10 MWp, andando ad aumentare la dimensione media dei singoli progetti.

Fattori critici di successo

I fattori critici di successo di Lemon Sistemi sono:

- Short time to market: l'area di specializzazione di Lemon Sistemi riguarda la progettazione, realizzazione ed installazione di impianti di dimensioni contenute i quali godono di un quadro normativo semplificato su determinate aree rispetto ad impianti di dimensioni maggiori. Tale semplificazione permette alla società di lavorare su una molteplicità di progetti, nonché di agevolare la lavorazione delle proprie commesse.
- Progettazione di impianti *tailor made* (da 3 kWp a 10 MWp): la società realizza progetti personalizzati, strutturati sulla base delle specifiche esigenze del singolo cliente, caratteristica che le permette di comprendere fino ai minimi dettagli la fattibilità e la realizzazione del progetto.
- Servizio integrato: i servizi offerti da Lemon Sistemi sono integrati in quanto comprendono tutte le fasi di un progetto, dalle attività promozionali e di vendita, alla progettazione, installazione e collaudo, sino alle attività di assistenza e consulenza post-vendita.
- Know-how specializzato: negli ultimi 14 anni la società ha acquisito competenze trasversali attraverso l'implementazione di numerosi progetti che hanno consolidato il know-how degli operatori. Il personale di Lemon Sistemi è specializzato nel settore energetico che permette loro di poter gestire

rapidamente l'esecuzione dei lavori in conformità con le disposizioni normative e di poter garantire lo sviluppo di servizi e prodotti in modo efficiente e tempestivo.

- **Crescita del mercato e la normativa di riferimento:** il mercato in cui opera la società è dinamico e in costante crescita, supportato da un trend di decarbonizzazione e da una ricerca costante dell'ottimizzazione e razionalizzazione dei consumi in ottica di risparmio.
- **Partnership con importanti brand del mercato:** nel corso del tempo, Lemon Sistemi ha consolidato rapporti strategici con operatori di primo livello sul mercato nazionale ed internazionale, operativi nel settore dell'efficientamento energetico e delle fonti rinnovabili.

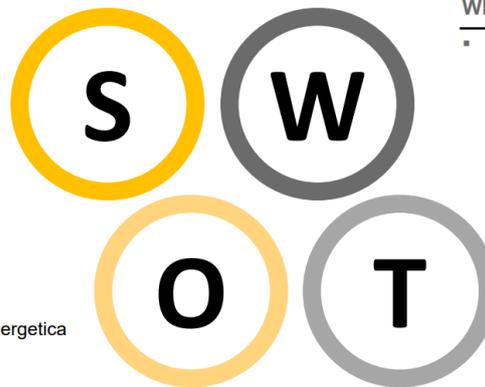
SWOT Analysis

STRENGTHS

- Progettazione Impianti Tailor made
- Servizio integrato
- Flessibilità organizzativa

OPPORTUNITIES

- Politiche di transizione energetica
- Sensibilità ambientale



WEAKNESSES

- Diffusione territoriale

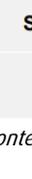
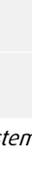
THREATS

- Concorrenza grandi player
- Mutevole Quadro normativo italiano

Fonte: Lemon Sistemi; SWOT Analysis

- **Punti di forza:** Lemon Sistemi offre ai propri clienti un servizio integrato e "su misura" in quanto ogni progetto viene creato sulla base degli specifici bisogni del singolo cliente e Lemon Sistemi segue il cliente in tutte le fasi del processo, dalla progettazione all'installazione e alla fase di post-vendita. La struttura organizzativa della società è flessibile e ciò permette alla società di rispondere al meglio ai fabbisogni del cliente.
- **Punti di debolezza:** la società è presente prevalentemente in Sicilia, non potendo così cogliere le opportunità presenti nelle altre regioni italiane.
- **Opportunità:** la crescente sensibilità ambientale e un maggiore focus sulle politiche di transizione energetica rappresentano le principali opportunità per Lemon Sistemi in quanto prevedono, in molti casi, incentivi all'installazione di impianti di energia rinnovabile ed efficientamento energetico delle strutture esistenti.
- **Minacce:** il mercato in cui opera Lemon Sistemi ospita grandi player come Plenitude ed Enel i quali riducono le possibilità per Lemon Sistemi di conquistare una fetta di mercato significativa. Inoltre, il quadro normativo italiano è mutevole e potrebbe diminuire le possibilità per Lemon Sistemi di trovare nuovi clienti.

Competitors

Società	Logo	HQ	VDP m€	Business Lines			
			2022	FV Residenz.	FV Comm.	Eff. Energetica*	Impianti Propri
Lemon Sistemi			11,9	✓	✓	✓	✓
Dea Engineering			14,7	✓			
New Energy			14,5	✓	✓		✓
IEIS Impianti			13,7	✓	✓		
FP Engineering			12,5				✓
Eco Fotovoltaico			12,2	✓	✓		
S. Energie			11,0	✓	✓		
Eureka			10,3		✓		✓

Fonte: Lemon Sistemi; Overview delle principali aziende comparabili con Lemon Sistemi

Rispetto alle aziende *competitors*, segnaliamo come Lemon Sistemi sia l'unica società che opera in tutte le aree d'affari elencate: fotovoltaico residenziale, fotovoltaico commerciale, efficienza energetica e impianti propri. In termini del valore della produzione generato al 31 dicembre 2022, Lemon Sistemi si colloca nella media. I fatturati più elevati sono stati generati dalle società Dea Engineering, New Energy e IEIS Impianti le quali hanno registrato, rispettivamente, ricavi totali per €14,7 milioni, €14,5 milioni e €13,7 milioni mentre il valore della produzione generato da Lemon Sistemi alla stessa data è stato pari a €11,9 milioni.

Risultati al 31.12.2023

EUR (K)	2023	2022	Var. (%)	2023E*
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	13.882	11.294	23	13.734
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	1.828	340	438	991
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	-	87	-100	-
Altri ricavi	304	220	38	33
VALORE DELLA PRODUZIONE	16.014	11.941	34	14.758
Materie prime	5.819	4.521	29	7.044
%	36,34	37,86		47,73
Servizi	3.923	3.653	7	2.804
%	24,49	30,59		19,00
Godimento beni di terzi	258	123	109	222
%	1,61	1,03		1,50
Variazione di materie prime, sussidiarie e di consumo	975	-1.839		-
VALORE AGGIUNTO	5.040	5.483	- 8	4.688
%	31,47	45,92		31,77
Costo del lavoro	2.133	1.375	55	1.908
%	13,32	11,51		12,93
Oneri diversi di gestione	146	108	35	123
%	0,91	0,91		0,83
EBITDA	2.761	4.001	- 31	2.657
%	17,24	33,50		18,00
D&A	498	78	534	210
EBIT	2.263	3.922	-42	2.447
%	14,13	32,85		16,58
Oneri (proventi) finanziari	-33	241		542
UTILE ANTE IMPOSTE	2.296	3.681	-38	1.905
%	14,34	30,83		12,91
Imposte	714	1.063	-33	554
Tax rate (%)	31,10%	28,89%		29,11%
RISULTATO NETTO	1.582	2.618	-40	1.350
%	9,88	21,92		9,15
Minorities	-	-		-
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	1.582	2.618	-40	1.350
%	9,88	21,92		9,15
Cash Flow	2.079	2.696		1.561
%	12,98	22,58		10,57
PFN	-1.587	-391		451
Patrimonio netto	7.791	4.091		7.507

Fonte: Lemon Sistemi; stime(*): Banca Finnat del 29.12.2023

La società ha generato, al 31 dicembre 2023, una crescita del 23% dei ricavi delle vendite e delle prestazioni rispetto all'esercizio precedente, da €11,3 milioni a €13,9 milioni. Il comparto "fotovoltaico" ha contribuito per il 48,5% al valore complessivo dei ricavi, seguito dai ricavi da Superbonus per il 48,1% e dall'efficientamento energetico per il 3,4%. Il valore della produzione ha segnato un rialzo del 34% rispetto al consuntivo 2022, attestandosi a €16,0 milioni, superando così il valore di €14,8 milioni determinato dalle nostre stime.

Una crescita del 29% dei costi per materie prime, un aumento dei costi per servizi del 7% e un incremento dei costi per godimento beni di terzi del 109% rispetto al 2022, nonché una variazione di materie prime per €975 migliaia, hanno contribuito ad una riduzione del valore aggiunto prodotto da €5,48 milioni al 31 dicembre 2022 a €5,04 milioni.

Un costo del lavoro aumentato del 55% rispetto al consuntivo 2022 e oneri di gestione in salita del 35% hanno determinato una contrazione del 31% del margine operativo lordo (Ebitda) attestato a €2,8 milioni da €4,0 milioni dell'esercizio 2022, con una marginalità scesa dal 33,5% al 17,2%. Le nostre stime prevedevano un margine operativo lordo pari a €2,7 milioni per una marginalità al 18%.

Dopo ammortamenti e accantonamenti per €498 migliaia da €78 migliaia al 31 dicembre 2022, il risultato operativo netto (Ebit) ha registrato una flessione del 42% (da €3,9 milioni a €2,3 milioni), con un contestuale peggioramento del ROS dal 32,9% al 14,1% a fronte di una marginalità operativa netta da noi stimata al 16,6% per un Ebit a €2,4 milioni.

Lemon Sistemi ha chiuso l'esercizio 2023 con un utile netto in calo del 40% rispetto al consuntivo 2022, da €2,6 milioni a €1,58 milioni con un net margin attestato al 9,88% dal precedente 21,9%. L'utile netto è risultato superiore alle nostre stime che prevedevano un utile netto limitato a €1,3 milioni con un net margin al 9,1%.

L'indebitamento netto si è portato da €391 migliaia al 31 dicembre 2022 a €1,6 milioni mentre il patrimonio netto è passato da €4,09 milioni a fine 2022 a €7,79 milioni.

Outlook 2024-2027

Old Estimates

EUR (K)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR 22/27
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	11.294	13.734	13.608	21.361	26.972	33.566	24,34
Var. lavori in corso su ordinazione	340	991	-83	2.735	-164	121	-18,73
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	87	-	311	-	-	-	-100,00
Altri ricavi	220	33	-	-	-	-	-100,00
VALORE DELLA PRODUZIONE	11.941	14.758	13.836	24.096	26.808	33.687	23,05
Materie prime	4.521	7.044	4.733	7.758	11.259	13.811	25,03
%	37,86	47,73	34,21	32,20	42,00	41,00	
Servizi	3.653	2.804	1.581	2.384	4.557	5.727	9,41
%	30,59	19,00	11,43	9,89	17,00	17,00	
Godimento beni di terzi	123	222	173	241	335	421	27,88
%	1,03	1,50	1,25	1,00	1,25	1,25	
Variazione materie prime, sussidiarie e di consumo	-1.839	-	-	-	-	-	
VALORE AGGIUNTO	5.483	4.688	7.349	13.713	10.656	13.727	20,15
%	45,92	31,77	53,12	56,91	39,75	40,75	
Costo del lavoro	1.375	1.908	2.628	3.825	4.660	5.482	31,87
%	11,51	12,93	18,99	15,87	17,38	16,27	
Oneri diversi di gestione	108	123	144	147	150	153	7,17
%	0,91	0,83	1,04	0,61	0,56	0,45	
EBITDA	4.001	2.657	4.577	9.741	5.846	8.092	15,13
%	33,50	18,00	33,08	40,43	21,81	24,02	
Ammortamenti	73	168	181	184	122	104	7,48
Svalutazioni e accantonamenti	6	42	-	-	-	-	
EBIT	3.922	2.447	4.396	9.557	5.724	7.988	15,29
%	32,85	16,58	31,77	39,66	21,35	23,71	
Oneri (proventi) finanziari	241	542	719	469	433	13	
UTILE ANTE IMPOSTE	3.681	1.905	3.677	9.088	5.291	7.975	16,72
%	30,83	12,91	26,58	37,72	19,74	23,67	
Imposte	1.063	554	1.070	2.646	1.540	2.322	16,90
Tax rate (%)	28,89%	29,11%	29,11%	29,11%	29,11%	29,11%	
RISULTATO NETTO	2.618	1.350	2.607	6.442	3.751	5.654	16,65
%	21,92	9,15	18,84	26,74	13,99	16,78	
Minorities	-	-	-	-	-	-	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	2.618	1.350	2.607	6.442	3.751	5.654	16,65
%	21,92	9,15	18,84	26,74	13,99	16,78	
Cash Flow	2.696	1.561	2.788	6.626	3.873	5.758	
%	22,58	10,57	20,15	27,50	14,45	17,09	
PFN	-391	451	4.694	9.875	16.075	20.598	
Patrimonio netto	4.091	7.507	10.114	16.556	20.307	25.961	
CIN	4.482	7.056	5.419	6.681	4.232	5.363	
NWC	4.284	6.738	4.867	6.256	4.254	5.885	
Capex	-	405	610	296	20	10	
ROI	87,50	34,68	81,12	143,04	135,25	148,95	
ROE	63,98	17,99	25,77	38,91	18,47	21,78	

Fonte: Lemon Sistemi; Stime: Banca Finnat

New Estimates

EUR (K)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR 23/27
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	11.294	13.882	14.100	20.009	26.289	30.087	21,33
Var. lavori in corso su ordinazione	340	1.828	222	1.368	328	201	-42,42
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	87	-	311	-	-	-	
Altri ricavi	220	304	-	-	-	-	
VALORE DELLA PRODUZIONE	11.941	16.014	14.633	21.376	26.617	30.288	17,27
Materie prime	4.521	5.819	4.390	7.768	9.673	11.006	17,27
%	37,86	36,34	30,00	36,34	36,34	36,34	
Servizi	3.653	3.923	3.805	5.344	6.388	7.875	19,03
%	30,59	24,49	26,00	25,00	24,00	26,00	
Godimento beni di terzi	123	258	183	214	333	379	10,09
%	1,03	1,61	1,25	1,00	1,25	1,25	
Variazione materie prime, sussidiarie e di consumo	-1.839	975	-	-	-	-	
VALORE AGGIUNTO	5.483	5.040	6.256	8.050	10.224	11.028	21,62
%	45,92	31,47	42,75	37,66	38,41	36,41	
Costo del lavoro	1.375	2.133	1.920	2.055	2.157	2.308	1,99
%	11,51	13,32	13,12	9,61	8,10	7,62	
Oneri diversi di gestione	108	146	144	147	150	153	1,21
%	0,91	0,91	0,98	0,69	0,56	0,51	
EBITDA	4.001	2.761	4.191	5.849	7.916	8.566	32,72
%	33,50	17,24	28,64	27,36	29,74	28,28	
Ammortamenti	73	279	282	289	294	313	2,91
Svalutazioni e accantonamenti	6	218	-	-	-	-	
EBIT	3.922	2.263	3.909	5.560	7.623	8.253	38,19
%	32,85	14,13	26,72	26,01	28,64	27,25	
Oneri (proventi) finanziari	241	-33	719	469	433	13	
UTILE ANTE IMPOSTE	3.681	2.296	3.190	5.091	7.190	8.240	37,64
%	30,83	14,34	21,80	23,82	27,01	27,21	
Imposte	1.063	714	929	1.482	2.093	2.399	35,38
Tax rate (%)	28,89%	31,10%	29,11%	29,11%	29,11%	29,11%	
RISULTATO NETTO	2.618	1.582	2.262	3.609	5.097	5.842	38,62
%	21,92	9,88	15,46	16,88	19,15	19,29	
Minorities	-	-	-	-	-	-	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	2.618	1.582	2.262	3.609	5.097	5.842	38,62
%	21,92	9,88	15,46	16,88	19,15	19,29	
Cash Flow	2.696	2.079	2.544	3.898	5.390	6.155	
%	22,58	12,98	17,38	18,23	20,25	20,32	
PFN [^]	-391	-1.587	3.681	8.778	13.539	19.049	
Patrimonio netto [^]	4.091	7.791	10.052	13.662	18.758	24.600	
CIN	4.482	9.378	6.372	4.884	5.219	5.551	
NWC	4.284	6.969	5.492	4.105	4.474	4.907	
Capex	-	1.228	439	196	268	220	
ROI	87,50	24,14	61,35	113,85	146,06	148,69	
ROE	63,98	20,30	22,50	26,42	27,17	23,75	

Fonte: Lemon Sistemi; Stime: Banca Finnat

[^] Al netto dell'eventuale esercizio dei warrants

Sul periodo 2023-2027 stimiamo una crescita media annua del valore della produzione del 17,27%, da €14,6 milioni previsti a consuntivo 2024 (€16,0 milioni al 31 dicembre 2023) a €30,3 milioni attesi a fine 2027. La crescita dovrebbe essere trainata dal comparto "Fotovoltaico" che dovrebbe generare un aumento dei ricavi di vendita da €5,6 milioni previsti a fine 2024 a €13,8 milioni stimati a fine periodo previsionale. Le business unit che riguardano lo sviluppo di impianti fotovoltaici e la vendita di energia dovrebbero contribuire, già nel 2024, per €6,9 milioni al totale dei ricavi di vendita per portarsi, nel 2027, a €15,1 milioni. La società intende, inoltre, cogliere le opportunità presenti nell'ambito BESS offrendo servizi di progettazione. Questa linea di servizio dovrebbe registrare ricavi per €1,0 milioni nel 2024 per poi attestarsi, nel 2026, a €4,2 milioni. Rispetto alle nostre precedenti stime, abbiamo rivisto leggermente al ribasso i ricavi prodotti da questa business unit a causa di ritardi infrastrutturali in Sicilia attribuibili a Terna S.p.A. Inoltre, la business unit relativa agli impianti di accumulo dovrebbe registrare ricavi a nostro avviso "visibili" soltanto nei tre esercizi 2024/2025/2026 perché dipendente da specifiche autorizzazioni rilasciate dalla stessa Terna S.p.A.

Dal lato dei costi, i costi per materie prime dovrebbero aumentare ad un CAGR pari al 17,27% mentre i costi per servizi dovrebbero crescere ad un CAGR pari al 19%. I costi per il personale si dovrebbero attestare, a consuntivo 2024, a €1,9 milioni per poi portarsi a €2,3 milioni nel 2027. Rispetto alle nostre precedenti stime, abbiamo rivisto l'andamento stimato dei costi del personale per riflettere la nuova scelta strategica della società in merito alla propria rete vendita la quale sarà ora caratterizzata da nuove figure commerciali in qualità di collaboratori e non più quali dipendenti. Tale scelta ha influenzato i tassi di crescita media annua dei principali indicatori economici.

Il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe così risultare pari a €8,6 milioni a consuntivo 2027 rispetto a €4,2 milioni attesi a fine 2024 e a €2,8 milioni registrati nel 2023 per un CAGR pari al 32,7% (rispetto al 15,13% delle nostre precedenti stime) e per una marginalità che dovrebbe passare dal 17,2% registrato a fine 2023 al 28,6% nel 2024, al 29,7% nel 2026 (grazie al contributo positivo delle attività di progettazione) e al 28,3% a fine periodo.

Il risultato operativo netto (Ebit) lo stimiamo in crescita ad un tasso medio annuo pari al 38,19% (15,29% le nostre precedenti stime), da €3,9 milioni stimati a fine 2024 (€2,3 milioni al 31 dicembre 2023) a €8,2 milioni a consuntivo 2027, con un ROS al 26,7% a fine 2024, al 28,6% nel 2026 e al 27,2% nel 2027.

L'utile netto di Gruppo dovrebbe seguire un CAGR pari al 38,6% (16,65% le nostre precedenti stime) e portarsi da €2,3 milioni attesi a consuntivo 2024 (€1,6 milioni al 31 dicembre 2023) a €5,8 milioni a fine periodo previsionale con un net margin in forte miglioramento dal 15,46% previsto nel 2024 al 19,29% stimato per il 2027.

La posizione finanziaria netta (al netto dell'eventuale esercizio dei warrants) dovrebbe rimanere positiva durante tutto il periodo previsionale e a passare da €3,7 milioni previsti a fine 2024 a €19,0 milioni attesi a consuntivo 2027 mentre il patrimonio netto (al netto dell'eventuale esercizio dei warrants) dovrebbe attestarsi, a fine 2027, a €24,6 milioni da €10 milioni stimati a consuntivo 2024.

Valuation

Ai fini della valutazione abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2024/2027. Il tasso di crescita perpetua è mantenuto invariato all'1% ed il WACC è determinato al 13,55% (rispetto al precedente 11,22%) in funzione di un Risk Free Rate al 3,80% (precedente 4,00%), un Coefficiente Beta pari all'unità e un Market Risk Premium mantenuto immutato al 9,75%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a €43,0 milioni. Per il valore ad equity ipotizziamo, in occasione della prossima finestra temporale, un parziale esercizio (30%) dei warrants attualmente sul mercato (417.900 rispetto ad un totale di 1.393.000) per una potenziale raccolta di €169,2 migliaia. Il valore ad equity per azione, su di un numero totale di azioni post parziale esercizio warrants pari a n. 8.280.495, è quindi pari a **5,02 €/azione**. La nostra raccomandazione permane di **acquisto (BUY)**.

Cash Flow Model (K €)

	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	3.909	5.560	7.623	8.253
Tax rate	29,11%	29,11%	29,11%	29,11%
Imposte	1.138	1.619	2.219	2.403
NOPAT	2.771	3.942	5.404	5.851
D&A	282	289	294	313
Capex	439	196	268	220
CNWC	-1.477	-1.387	369	433
FOCF	4.092	5.421	5.060	5.510

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,00
WACC (%)	13,55
Discounted Terminal Value	27.804
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	15.196
Enterprise Value	43.000
Net financial position as of 31/12/2023	-1.587
Expected proceeds from warrants' exercise	169
Equity Value	41.583
Nr. of shares	8.280.495 [^]
Value per share	5,02

Stime: Banca Finnat ([^]) post esercizio (30%) warrants

WACC Calculation (%)

Risk free rate	3,80
Market risk premium	9,75
Beta (x)	1,00
Cost of Equity	13,55
WACC	13,55

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2024E	2025E	2026E	2027E
P/E	18,38	11,52	8,16	7,12
P/BV	4,14	3,04	2,22	1,69
EV/SALES	2,69	1,64	1,07	0,75
EV/EBITDA	9,04	5,61	3,54	2,63
EV/EBIT	9,69	5,90	3,68	2,73

Stime: Banca Finnat

Raccomandazioni emesse sul titolo Lemon Sistemi nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
29.12.2023	Buy	5,4 €	1,47 €

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
31/03/2024

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 28	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	75%	0%	11%	14%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	-	100%	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Valore della produzione	11.941	16.014	14.633	21.376	26.617	30.288
Materie prime	4.521	5.819	4.390	7.768	9.673	11.006
Servizi	3.653	3.923	3.805	5.344	6.388	7.875
Beni di terzi	123	258	183	214	333	379
Var. materie prime, sussidiarie e di consumo	-1.839	975	-	-	-	-
Valore Aggiunto	5.483	5.040	6.256	8.050	10.224	11.028
Costo del lavoro	1.375	2.133	1.920	2.055	2.157	2.308
Oneri diversi di gestione	108	146	144	147	150	153
EBITDA	4.001	2.761	4.191	5.849	7.916	8.566
Ammortamenti & Svalutazioni	78	498	282	289	294	313
EBIT	3.922	2.263	3.909	5.560	7.623	8.253
Oneri (Proventi) finanziari	241	(33)	719	469	433	13
Utile Ante Imposte	3.681	2.296	3.190	5.091	7.190	8.240
Imposte	1.063	714	929	1.482	2.093	2.399
Tax-rate	29%	31%	29%	29%	29%	29%
Risultato Netto	2.618	1.582	2.262	3.609	5.097	5.842
Minorities	0	0	0	0	0	0
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	2.618	1.582	2.262	3.609	5.097	5.842
Cash Flow	2.696	2.079	2.544	3.898	5.390	6.155
BALANCE SHEET (Eur k)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Totale Patrimonio Netto	4.091	7.791	10.052	13.662	18.758	24.600
PFN	-391	-1.587	3.681	8.778	13.539	19.049
CIN	4.482	9.378	6.372	4.884	5.219	5.551
FINANCIAL RATIOS (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA margin	33,50	17,24	28,64	27,36	29,74	28,28
EBIT margin	32,85	14,13	26,72	26,01	28,64	27,25
Net margin	21,92	9,88	15,46	16,88	19,15	19,29
ROI	87,50	24,14	61,35	113,85	146,06	148,69
ROE	63,98	20,30	22,50	26,42	27,17	23,75
GROWTH (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Value of Production	-	34,11	-8,62	46,08	24,51	13,79
EBITDA	-	-30,98	51,81	39,54	35,35	8,21
EBIT	-	-42,29	72,72	42,22	37,10	8,27
Net Profit	-	-39,57	42,98	59,57	41,22	14,61
Cash Flow	-	-22,87	22,33	53,23	38,29	14,18
VALUATION METRICS	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
EPS	0,32	0,19	0,28	0,44	0,62	0,71
P/E	5,33	8,81	6,16	3,86	2,74	2,39
P/CF	5,17	6,70	5,48	3,58	2,59	2,26
P/BV	3,41	1,79	1,39	1,02	0,74	0,57
EV/SALES	1,27	1,12	0,73	0,26	0,02	n.a.
EV/EBITDA	3,58	5,62	2,45	0,88	0,05	n.a.
EV/EBIT	3,65	6,86	2,62	0,93	0,05	n.a.
CFPS	0,33	0,25	0,31	0,48	0,66	0,75
BVPS	0,50	0,95	1,23	1,67	2,29	3,01

Fonte: Lemon Sistemi; Stime: Banca Finnat

DISCLAIMER

Informazioni generali

La ricerca è stata preparata da **Donatella Dragas**, 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>)².

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 in favore dell’emittente o di suoi soggetti controllanti o controllati negli ultimi 12 mesi.

² 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.

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*.

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 - appunto - "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 considerata come "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'esame condotto dall'osservatorio ha fatto ritenere l'azienda significativamente impegnata sui fattori ESG.
- La società si è voluta, infine, sottoporre ad una approfondita indagine da parte dei nostri analisti da cui sono emersi i presidi adottati dalla società negli ambiti *environmental*, *social* e di *governance*. Inoltre, la società adotta 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 e persino tutti 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'**Infomemo ESG**, che evidenzia le informazioni rilevanti presenti nel Database. Questa sezione ne è la sintesi.



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, INGEGNERIA,
SOCIETÀ E IMPRESA

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

La sostenibilità della attività di Lemon Sistemi

Sulla base delle informazioni di pubblico dominio - che sono quelle prese in esame dall'Osservatorio - Lemon Sistemi è stata considerata 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. 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".
In particolare 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, riteniamo che l'azienda possa ampiamente ritenersi "committed" sui fattori ESG, facendo significativa disclosure sulle determinanti ESG nella propria comunicazione aziendale pur non soddisfacendo standard particolarmente elevati di governance e trasparenza:
 - *Pubblica un codice etico*
 - *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%).*

Il livello di "commitment" sui fattori ESG

Le stesse informazioni pubbliche hanno permesso di considerare l'azienda "committed". Tale giudizio deriva da una valutazione positiva di diverse iniziative che sono state comunicate e che, al momento, si ritiene producano effetti benefici. Ad esempio:

Data	Azione	rating
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
30/08/2023	Offerta di un'ampia gamma di prodotti per l'ottimizzazione del riscaldamento domestico al fine di tutelare l'ambiente. Le prestazioni elevate derivano dall'utilizzo di: chiller, una pompa di calore che fornisce sia calore che rinfrescamento permettendo di ottenere un notevole risparmio sui consumi energetici; pompa di calore con fancoil e caldaia ibrida; riscaldamento a pavimento con generatore a pompa di calore.	E XXXX
19/07/2023	Installazione di Solare Termico, prodotto che aiuta a ridurre drasticamente i costi in bolletta di luce o di gas per la produzione di acqua calda sanitaria per le proprie utenze.	E XXX
01/06/2022	Ottenimento della certificazione SOA per la categoria OG9 <i>///bis</i> , che riguarda gli impianti per la produzione di energia elettrica, permettendo di partecipare a gare pubbliche con basi d'asta fino a € 1,5 milioni.	E XXX

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 dalle imprese.

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 da 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 ispirare il processo di analisi delle risposte ai migliori standard che emergono dalle esperienze accademiche su queste materie.

In tal modo si rende evidentemente possibile 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 – Gli approfondimenti emersi con gli analisti di Banca Finnat

ESG

- La società ha 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.
- Per migliorare l'efficienza energetica, la società ha sostituito i PC e le macchine d'ufficio di vecchia generazione con modelli più efficienti.
- Nello svolgimento delle proprie attività, Lemon Sistemi esegue la raccolta differenziata dei rifiuti mentre i rifiuti speciali vengono portati al consorzio RAEE di competenza.
- Nel campo logistico, l'azienda sta implementando 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.
- 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.

ESG

- Tra i dipendenti della società sono presenti anche le categorie protette.
- Lemon Sistemi 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.
- Lemon Sistemi ha messo a disposizione dei propri dipendenti uno psicologo aziendale.
- Nel corso del 2022 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.
- Nel mese di maggio 2023 la società ha ottenuto la certificazione ISO 9001 relativa alla gestione della qualità.
- Nell'ambito del *Customer satisfaction*, Lemon Sistemi ha predisposto, in collaborazione con un team di psicologi, un apposito questionario che viene somministrato ai clienti.
- Lemon Sistemi ha stipulato accordi con istituti scolastici locali con lo scopo di realizzare progetti di apprendistato per gli alunni.
- La società 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.

ESG

- Numerose figure chiave dell'azienda sono di genere femminile, in particolare: il co-amministratore delegato, il responsabile delle Risorse umane, il responsabile dell'area Computazione energetica, il Responsabile della Contabilità, il responsabile delle vendite, il responsabile del Project Management.
- Il Consiglio di Amministrazione è composto da n. 5 consiglieri di cui n. 2 indipendenti ma solo uno di sesso femminile.
- La società ha 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.
- Lemon Sistemi ha adottato il voto di lista per il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale.

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 n. 19.

Le informazioni riportate nella presente sezione ESG si basano su apposito database realizzato dall'Osservatorio "ESG PMI-quotate" 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 la valutazione effettuata dall'Ufficio Studi circa l'impegno della Società sulle tematiche ESG si raccomanda di tenere presenti tali circostanze.