

UPDATE

Production | 23.04.2025, h. 18:30
Published | 24.04.2025, h. 07:00

Aton Green Storage

Euronext Growth Milan | Energy & Utilities | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

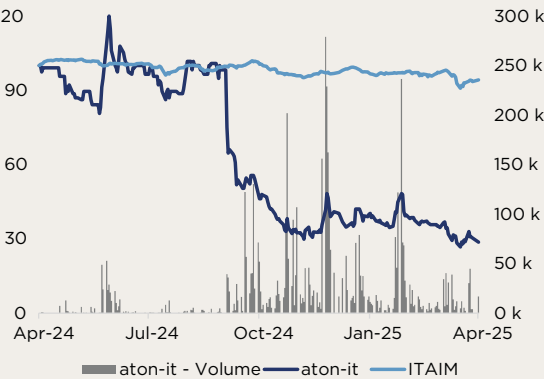
€ 3,25

prev. € 4,40

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	2,4x	2,0x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA	n/a	46,6x	13,3x	8,0x
EV/EBIT	n/a	n/a	34,4x	12,8x
P/E	n/a	n/a	n/a	34,7x
NFP/EBITDA	n/a	27,9x	6,8x	3,1x

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	16,10	19,00	22,50	26,50
EBITDA	(2,74)	0,70	2,45	4,10
EBIT	(4,17)	(0,75)	0,95	2,55
Net Income	(5,97)	(2,60)	(1,05)	0,35
Net Financial Position	20,50	19,54	16,54	12,84
EBITDA margin	-17,0%	3,7%	10,9%	15,5%
EBIT margin	-25,9%	-3,9%	4,2%	9,6%
Net income margin	-43,8%	-16,3%	-5,3%	1,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 1,62
Target price	€ 3,25
Upside/(Downside) potential	100,6%
Ticker - Bloomberg Code	ATON IM
Market Cap (€/mln)	€ 12,15
EV (€/mln)	€ 32,65
Free Float (% on ordinary shares)	23,3%
Shares Outstanding	7.500.000
52-week high	€ 7,10
52-week low	€ 1,66
Average Daily Volumes (3 months)	26.075

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-12,4%	-11,6%	-65,0%	-69,7%
to FTSE Italia Growth	-12,3%	-12,0%	-62,7%	-65,5%
to Euronext STAR Milan	-9,7%	-11,6%	-64,0%	-66,4%
to FTSE All-Share	-14,7%	-26,9%	-80,5%	-83,5%
to EUROSTOXX	-11,5%	-22,9%	-76,0%	-77,9%
to MSCI World Index	-6,8%	-9,9%	-66,3%	-77,8%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROI	-10,5%	-2,1%	3,0%	8,9%
ROE	-21,7%	-4,5%	6,1%	16,0%
ROA	-6,7%	-1,3%	1,7%	4,7%

Source: FactSet

FY24A Results

Aton chiude un 2024 complesso dal punto di vista del fatturato, registrando un valore della produzione in netto calo rispetto al 2023 e poco al di sotto delle nostre stime di settembre, posizionandosi a € 16,10 mln rispetto ai € 19,00 mln previsti (-15,3%) e ai € 39,52 mln (-59,3%) dell'esercizio precedente. Il calo della domanda da parte delle multiutility, a seguito della conclusione di alcune politiche incentivanti (Superbonus 110%) e il ritardo dell'entrata in vigore di altri incentivi, ha negativamente impattato i volumi di vendita, pesando sulla struttura dei costi derivanti dalle giacenze e dai nuovi approvvigionamenti per i prodotti in fase di lancio. L'andamento del fatturato condiziona anche gli altri indicatori, portando ad una perdita di esercizio di € -5,97 mln accentuata dai maggiori oneri finanziari.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, aggiustiamo leggermente le nostre stime per i prossimi anni, allungando l'orizzonte temporale al 2027. In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2025 pari a € 19,00 mln con EBITDA di € 0,70 mln, per una marginalità nuovamente positiva e pari al 3,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo un aumento dei volumi e valore della produzione in crescita fino a € 26,50 mln nel FY27E (CAGR 2024-2027: 18,1%) ed EBITDA di € 4,10 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,5%.

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Aton Green Storage sulla base del metodo DCF, includendo nel calcolo del WACC anche un rischio specifico pari all'2,5%. L'equity value, utilizzando il DCF, è pari a € 24,4 mln. **Il target price è di € 3,25 (prev. € 4,40), rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	41,86	13,64	16,00	20,00	24,00
Other revenues	(2,34)	2,46	3,00	2,50	2,50
Value of Production	39,52	16,10	19,00	22,50	26,50
COGS	20,11	10,88	10,50	11,50	13,00
Services	7,41	4,43	4,00	4,50	5,00
Use of asset owned by others	0,64	0,68	0,70	0,75	0,80
Employees	2,54	2,34	2,70	2,85	3,10
Other operating costs	0,66	0,51	0,40	0,45	0,50
EBITDA	8,16	(2,74)	0,70	2,45	4,10
<i>EBITDA Margin</i>	<i>20,6%</i>	<i>-17,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>10,9%</i>	<i>15,5%</i>
D&A	1,47	1,43	1,45	1,50	1,55
EBIT	6,68	(4,17)	(0,75)	0,95	2,55
<i>EBIT Margin</i>	<i>16,9%</i>	<i>(25,9%)</i>	<i>(3,9%)</i>	<i>4,2%</i>	<i>9,6%</i>
Financial management	(1,54)	(1,83)	(1,85)	(2,00)	(2,10)
EBT	5,14	(6,00)	(2,60)	(1,05)	0,45
Taxes	1,40	(0,03)	0,00	0,00	0,10
Net Income	3,74	(5,97)	(2,60)	(1,05)	0,35

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	4,44	4,77	5,25	5,75	6,25
Account receivable	5,03	6,46	6,50	7,00	7,50
Work in Progress	12,62	15,12	14,00	14,50	16,00
Account payable	4,09	1,95	2,50	3,00	3,50
Operating Working Capital	13,56	19,64	18,00	18,50	20,00
Other receivable	26,22	19,06	17,00	12,50	8,20
Other payable	5,00	3,14	3,50	4,00	5,00
Net Working Capital	34,79	35,56	31,50	27,00	23,20
Serverance & other provisions	0,58	0,63	0,60	0,65	0,70
NET INVESTED CAPITAL	38,65	39,71	36,15	32,10	28,75
Share capital	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
Reserves	20,63	24,36	18,39	15,79	14,74
Net Income	3,74	(5,97)	(2,60)	(1,05)	0,35
Equity	25,19	19,21	16,61	15,56	15,91
Cash & cash equivalents	7,81	16,33	14,46	14,96	16,16
Short term financial debt	9,10	10,48	10,00	9,00	8,00
M/L term financial debt	12,16	26,36	24,00	22,50	21,00
Net Financial Position	13,45	20,50	19,54	16,54	12,84
SOURCES	38,65	39,71	36,15	32,10	28,75

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	6,68	(4,17)	(0,75)	0,95	2,55
Taxes	1,40	(0,03)	0,00	0,00	0,10
NOPAT	5,28	(4,14)	(0,75)	0,95	2,45
D&A	1,47	1,43	1,45	1,50	1,55
Change in NWC	(3,59)	(0,77)	4,06	4,50	3,80
Change in receivable	6,19	(1,43)	(0,04)	(0,50)	(0,50)
Change in work in progress	1,93	(2,51)	1,12	(0,50)	(1,50)
Change in payable	1,11	(2,14)	0,55	0,50	0,50
Change in others	(12,82)	5,30	2,43	5,00	5,30
Change in provisions	0,09	0,04	(0,03)	0,05	0,05
Operating Cash Flow	3,25	(3,45)	4,74	7,00	7,85
Capex	(2,7)	(1,8)	(1,9)	(2,0)	(2,1)
FREE CASH FLOW	0,57	(5,20)	2,81	5,00	5,80
Financial Management	(1,54)	(1,83)	(1,85)	(2,00)	(2,10)
Change in financial debt	2,08	15,57	(2,84)	(2,50)	(2,50)
Change in equity	(0,16)	(0,02)	0,00	(0,00)	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,95	8,52	(1,88)	0,50	1,20

Source: Aton Green Storage Historical Data and Integrae SIM estimates

Company Overview

Aton Green Storage SpA è una società specializzata nell'ingegnerizzazione, progettazione, sviluppo e commercializzazione di soluzioni avanzate per l'accumulo di energia da fonte solare. Fondata a Rimini (RN) nel 2014, è tra le prime aziende italiane a proporsi come innovatore nel settore Battery Energy Storage Systems (BESS) residenziale, focalizzandosi sullo sviluppo di sistemi custom-made modulari e flessibili che operano come gestore del fabbisogno energetico per conto di piccole abitazioni, condomini e PMI. I prodotti Aton combinano moduli di batterie e inverter di grandi produttori industriali con software di gestione dell'energia (EMS - Energy Management Systems) sviluppati internamente per offrire una flessibilità unica rispetto ai prodotti standard presenti sul mercato e consentire un utilizzo intelligente ed efficiente delle energie rinnovabili autoprodotte. L'attività si sviluppa in tre linee di business:

- **Storage:** produzione e commercializzazione di sistemi BESS per impianti fotovoltaici installati su abitazioni di piccole e medie dimensioni, condomini o stabilimenti industriali, e produzione di sistemi di ricarica per auto elettriche;
- **Industriale:** produzione e commercializzazione di schede elettroniche per gli impianti di climatizzazione di treni e sistemi di telecontrollo delle batterie per carrelli elevatori;
- **Efficientamento Energetico:** principalmente sfruttando gli incentivi statali (eg. "Superbonus 110%"), Aton ha svolto l'attività di general contractor per la realizzazione di impianti di efficientamento energetico domestici in cui sono inclusi i sistemi di accumulo a marchio proprio prodotti internamente.

FY24A Results

TABLE 2 - ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

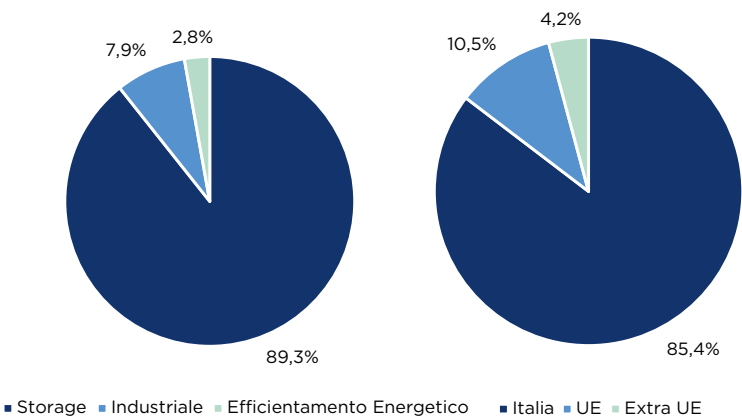
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY24A	16,10	(2,74)	-17,0%	(4,17)	(5,97)	20,50
FY24E	19,00	0,70	3,7%	(0,60)	(3,20)	15,86
Change	-15,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

Aton chiude un 2024 complesso dal punto di vista del fatturato, registrando un valore della produzione in netto calo rispetto al 2023 e poco al di sotto delle nostre stime di settembre, posizionandosi a € 16,10 mln rispetto ai € 19,00 mln previsti (-15,3%) e ai € 39,52 mln (-59,3%) dell'esercizio precedente. Il calo della domanda da parte delle multiutility, a seguito della conclusione di alcune politiche incentivanti (Superbonus 110%) e il ritardo dell'entrata in vigore di altri incentivi, ha negativamente impattato i volumi di vendita, pesando sulla struttura dei costi derivanti dalle giacenze e dai nuovi approvvigionamenti per i prodotti in fase di lancio.

Alcuni segnali positivi restano le vendite verso installatori, gruppi di acquisto ed export, nonostante il mercato sia effettivamente molto rallentato e in fase di stallo in attesa che nuovi cambiamenti nel quadro normativo consentano la ripresa degli ordini da parte delle multiutility.

CHART 1 - REVENUES BREAKDOWN (€/MLN)



Source: Integrae SIM

L'EBITDA per l'esercizio si attesta a € -2,74 mln, rispetto all'andamento molto positivo (€ 8,16 mln) registrato nel 2023. La contrazione del fatturato ha pesato fortemente sulla redditività complessiva: l'incidenza del costo delle materie prime passa dal 50,9% al 67,6%, quella dei costi per servizi dal 18,8% al 27,5% e quella del costo del personale (minore in valore assoluto rispetto al 2023) aumenta fino al 14,5%, comportando una marginalità ampiamente negativa del -17,0%.

L'EBIT, a parità di ammortamenti e svalutazioni rispetto all'esercizio precedente, è pari a € -4,17 mln (€ 6,68 mln nel 2023), mentre il Net Income, che sconta maggiori oneri finanziari, si attesta a € -5,97 mln. Il maggiore impatto della gestione finanziaria trova riscontro nei nuovi finanziamenti stipulati nel 2024 per partecipare a gare d'appalto per la realizzazione di impianti fotovoltaici e di accumulo di medio-grandi dimensioni, oltre che l'aumento degli oneri per la cessione alle banche dei crediti fiscali legati al Superbonus 110%.

Lato patrimoniale, gli investimenti di cui sopra e l'aumento degli approvvigionamenti di magazzino comportano un peggioramento della NFP a € 20,50 mln. La Società continua comunque nei propri piani di investimento in nuovi progetti e ricerca e sviluppo di progetti di innovazione tecnologica, confidando nel buon esito in termini di risultati economici (fatturato) a partire dal 2025. Sono oltre venti i progetti legati all'innovazione tecnologica e digitale, con focus particolare sul settore commerciale e industriale (C&I) e alle Comunità Energetiche Rinnovabili (CER) che potrebbero beneficiare di importanti contributi da parte del PNRR.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

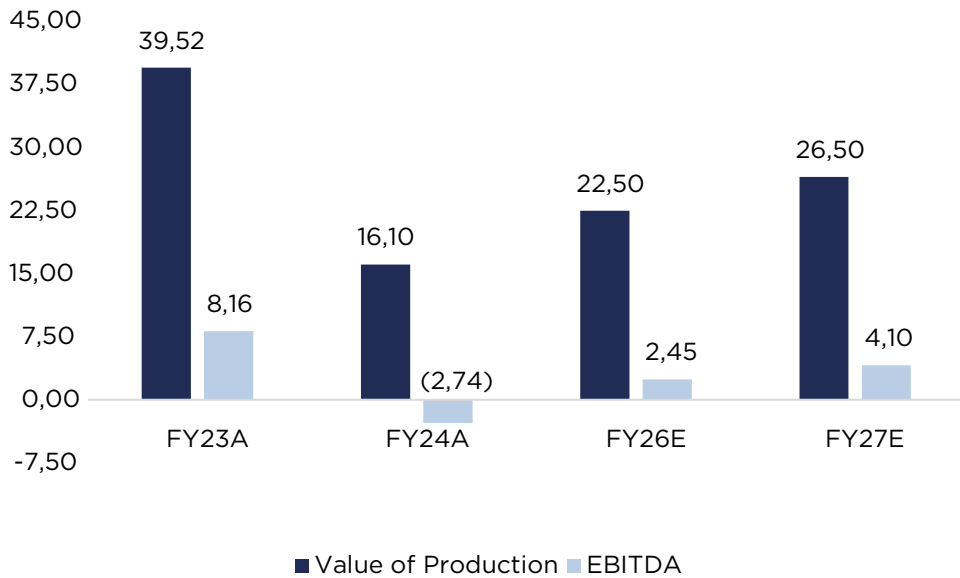
€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Value of production			
New	19,0	22,5	26,5
Old	21,7	25,5	n/a
Change	-12,4%	-11,8%	n/a
EBITDA			
New	0,7	2,5	4,1
Old	1,7	3,1	n/a
Change	-57,6%	-21,0%	n/a
EBITDA margin			
New	3,7%	10,9%	15,5%
Old	7,6%	12,2%	n/a
Change	-3,9%	-1,3%	n/a
EBIT			
New	(0,7)	0,9	2,6
Old	0,2	1,6	n/a
Change	n/a	-40,6%	n/a
Net Income			
New	(2,6)	(1,1)	0,3
Old	(2,0)	(0,2)	n/a
Change	n/a	n/a	n/a
NFP			
New	19,5	16,5	12,8
Old	13,2	9,7	n/a
Change	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, aggiustiamo leggermente le nostre stime per i prossimi anni, allungando l'orizzonte temporale al 2027.

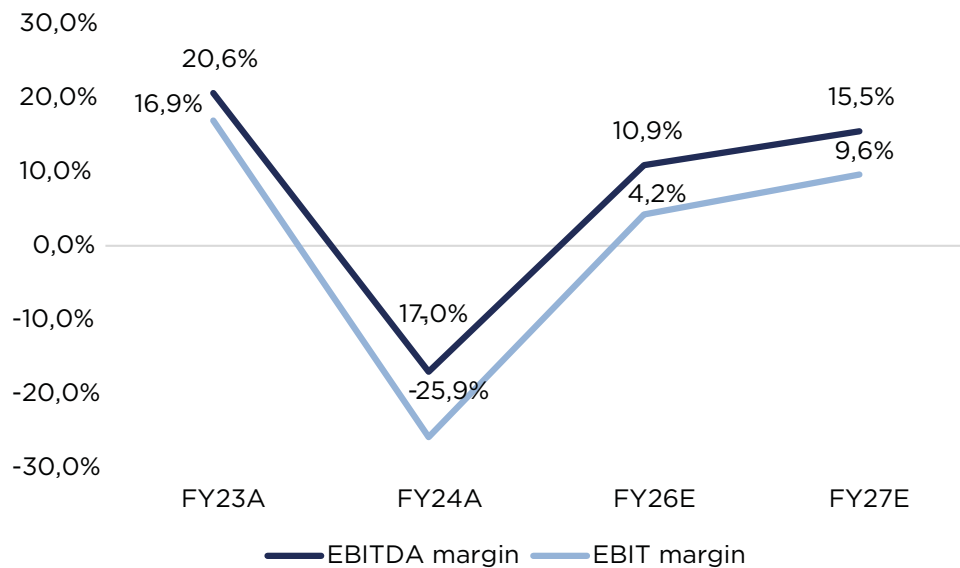
In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2025 pari a € 19,00 mln con EBITDA di € 0,70 mln, per una marginalità nuovamente positiva e pari al 3,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo un aumento dei volumi e valore della produzione in crescita fino a € 26,50 mln nel FY27E (CAGR 2024-2027: 18,1%) ed EBITDA di € 4,10 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,5%.

CHART 2 - VOP AND EBITDA FY23A - FY27E (€/MLN)



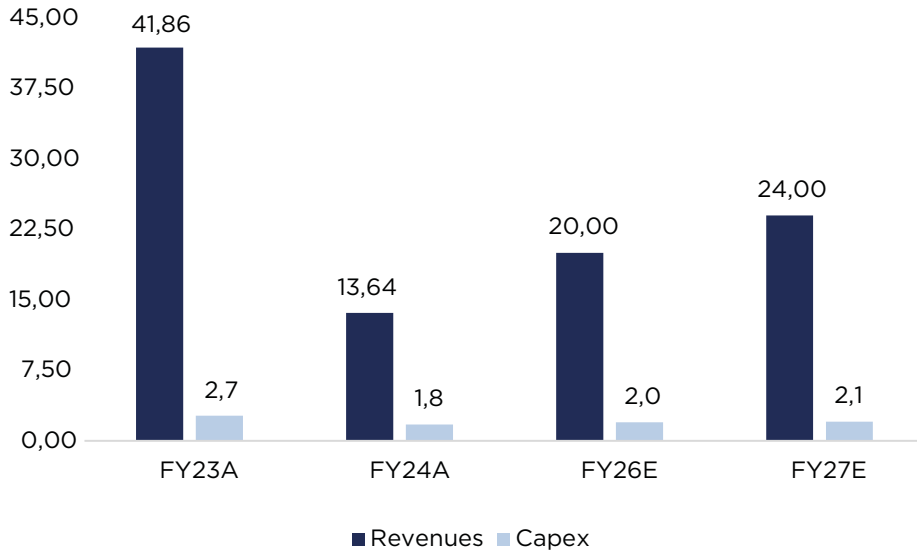
Source: Integrae SIM

CHART 3 - MARGIN % FY23A- FY27E



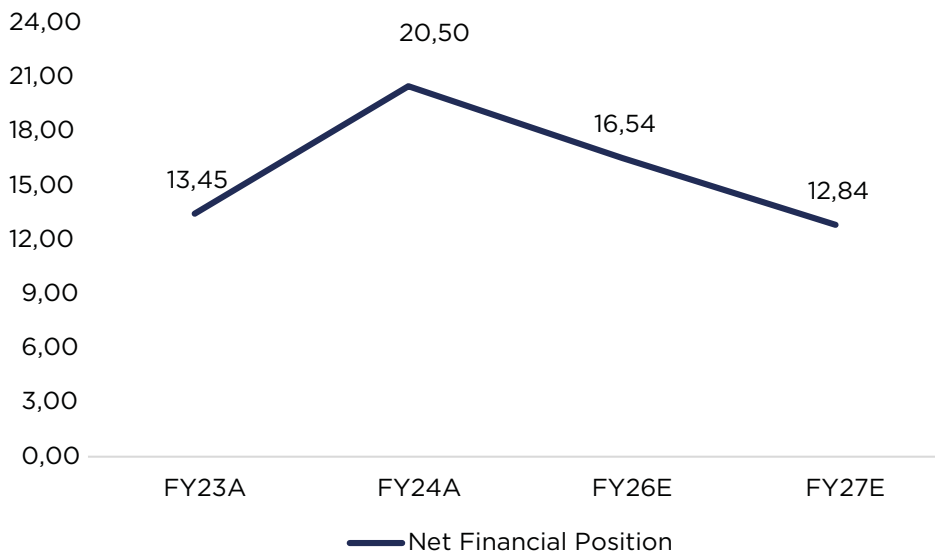
Source: Integrae SIM

CHART 4 - CAPEX FY23A - FY27E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 5 - NFP FY23A - FY27E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Aton Green Storage sulla base della metodologia DCF.

DCF Method

TABLE 4 - WACC

WACC		9,00%	
D/E 150,00%	Risk Free Rate 2,81%	β Adjusted 1,55	α (specific risk) 2,50%
Kd 5,50%	Market premium 7,26%	β Relevered 1,82	Ke 16,56%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 9,00%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO Actualized	16,14	36,0%
TV Actualized DCF	28,74	64,0%
Enterprise Value	44,88	100,0%
NFP (FY24A)	20,50	
Equity Value	24,38	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 24,38 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
Growth Rate (g)	3,0%	47,4	41,0	35,9	31,6	27,9	24,9	22,2
	2,5%	42,3	36,9	32,5	28,8	25,6	22,9	20,6
	2,0%	38,0	33,5	29,7	26,4	23,6	21,2	19,1
	1,5%	34,5	30,6	27,2	24,4	21,9	19,7	17,8
	1,0%	31,5	28,1	25,1	22,6	20,3	18,4	16,6
	0,5%	28,9	25,9	23,3	21,0	19,0	17,2	15,6
	0,0%	26,7	24,0	21,7	19,6	17,7	16,1	14,6

Source: Integrae SIM

Equity Value

TABLE 7 - EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	24,4
Equity Value DCF (€/mln)	24,4
Target Price (€)	3,25

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value pari a circa € 24,4 mln. Il target price è quindi di € 3,25. Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 8 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	n/a	64,1x	18,3x	10,9x
EV/EBIT	n/a	n/a	47,2x	17,6x
P/E	n/a	n/a	n/a	69,6x

Source: Integrae SIM

TABLE 9 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	n/a	46,6x	13,3x	8,0x
EV/EBIT	n/a	n/a	34,4x	12,8x
P/E	n/a	n/a	n/a	34,7x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessia Di Florio are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
22/10/2024	€ 2,78	BUY	€ 4,40	Medium	Initiation of Coverage

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or

contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Aton Green Storage SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Aton Green Storage SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.