EQUITY RESEARCH

INITIATION OF COVERAGE

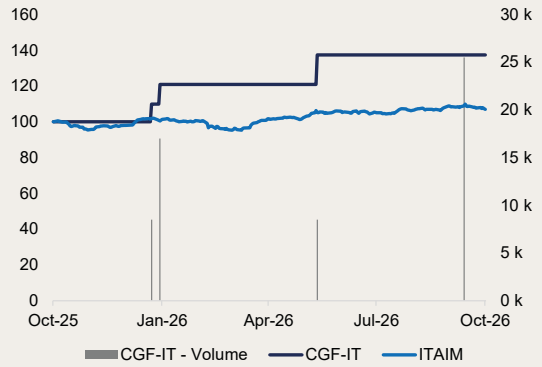
Produzione | 26/10/2026, h. 18.00
Pubblicazione | 27/10/2026, h. 7.00

Cogefeed

Euronext Growth Milan | Energy & Renewables | Italy

Rating	Target Price
BUY	€ 3,00

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Key Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/Sales	4,8x	5,5x	3,1x	1,6x
EV/EBITDA	10,0x	57,3x	12,4x	4,9x
EV/EBIT	n.m.	n/a	n/a	26,0x
P/E	n/a	n/a	n/a	42,9x

Key Financials (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Value of Production	2,99	2,60	4,55	8,95
EBITDA	1,43	0,25	1,15	2,95
EBIT	0,01	(0,75)	(0,35)	0,55
Net Income	(0,17)	(1,25)	(0,80)	0,15
Net Financial Position	7,88	9,01	21,31	40,66
EBITDA margin	*47,7%*	*9,6%*	*25,3%*	*33,0%*
EBIT margin	*0,4%*	neg.	neg.	*6,1%*
Net income margin	neg.	neg.	neg.	*1,7%*

Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 1,25
Target Price	€ 3,00
Upside/(Downside) potential	140,0%
Ticker - Bloomberg Code	CGF-IM
Market Cap (€/mln)	€ 6,43
EV (€/mln)	€ 14,31
Free Float (% on ordinary shares)	10,6%
Shares Outstanding	5.144.000
52-week high	€ 1,69
52-week low	€ 0,68
Average Daily Volumes (3 months)	381

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessia Di Florio | alessia.diflorio@integraesim.it

Sommario

1. Company Overview 4

1.1 L'attività 4
1.2 Storia Societaria 5
1.3 Struttura del Gruppo 7
1.4 Corporate Governance 8
1.5 Key People 9

2. Business Overview 10

2.1 Business Areas 10
2.2 Industry Business System 11
2.3 Value Chain 12
2.4 Value Proposition 13
2.5 Business Model 14
2.5.1 Progetti realizzati 18
2.6 Pipeline di progetti proprietari 21
2.7 Clienti, fornitori, partnership 25
2.7.1 Clienti 25
2.7.2 Fornitori 26
2.7.3 Partnership strategiche 26

3. Il Mercato 28

3.1 Energie rinnovabili 28
3.1.1 Unione Europea 28
3.1.2 Italia 30
3.2 Fotovoltaico - Italia 31
3.3 Sistemi di storage – Italia 32
3.4 L'idroelettrico– Italia 33

4. Posizionamento Competitivo 35

4.1 SWOT Analysis 39

5. Economics & Financials 41

5.1 FY25A Results 42
5.2 1H26A Results 43
5.3 FY26E - FY28E ESTIMATES 45

6. Valuation 48

6.1 DCF Method 48

7. Equity Value 50

1. Company Overview

1.1 L'attività

Cogefeed SpA, capogruppo dell'omonimo Gruppo (di seguito "il Gruppo"), è un operatore italiano attivo nel settore delle energie rinnovabili, specializzato nello sviluppo, nella realizzazione e nella gestione di impianti per la produzione di energia elettrica, con un focus prevalente sul fotovoltaico. Fondata nel 2014 da Daniele Filizola, attuale Presidente e Amministratore Delegato, insieme ad Angelo Greco e Giovanni Battista Scanziani e, quotata su EGM Pro (Euronext Growth Milan - Segmento Professionale) dal 2024, il Gruppo ha progressivamente evoluto il proprio modello di business, passando dalle attività di efficientamento energetico a un modello integrato di s**viluppo e produzione di energia da fonti rinnovabili**, qualificandosi come un **Independent Power Producer (IPP)**, con l'obiettivo di costruire un portafoglio crescente di impianti di proprietà in grado di generare flussi di ricavi ricorrenti nel lungo periodo.

Il Gruppo coordina le principali fasi della catena del valore degli impianti fotovoltaici: dall'individuazione dei siti e dall'acquisizione dei diritti sulle aree fino alla progettazione, all'ottenimento delle autorizzazioni, alla costruzione, alla connessione alla rete e alla successiva gestione degli asset. La strategia industriale si concentra prevalentemente su impianti di piccola e media taglia, privilegiando, ove applicabile, la Procedura Abilitativa Semplificata (PAS), che consente di contenere la complessità degli iter autorizzativi e di sviluppare parallelamente più iniziative. Il modello operativo si caratterizza per una struttura organizzativa snella, che mantiene internamente il presidio delle attività strategiche di sviluppo e coordinamento, avvalendosi di partner specializzati per le fasi tecniche e realizzative.

Attualmente, Cogefeed dispone di un portafoglio di **16 impianti completati**, per una potenza nominale complessiva di circa **7,09 MW**, di cui 15 già connessi alla rete e operativi, per complessivi 6,19 MW. Il portafoglio comprende 15 impianti fotovoltaici, prevalentemente localizzati nella provincia di Salerno, e una centrale idroelettrica da 0,23 MW situata a Porto Recanati (MC), detenuta attraverso la controllata **FG ESCO** Srl. Alla capacità già installata si affianca una pipeline di progetti in differenti fasi di sviluppo e realizzazione, distribuiti principalmente tra Campania, Basilicata e Marche, che costituisce la principale direttrice di crescita della capacità produttiva nei prossimi esercizi.

Un elemento centrale della strategia di crescita è rappresentato dalla costituzione, nel 2025, di **Cogefeed Impact** SpA, partecipata al 55,0% da Cogefeed e al 45,0% da Alternative Capital Partners SGR (di seguito "ACP SpA"). La partnership, caratterizzata da un impegno di investimento fino a € 5,90 mln, è finalizzata allo sviluppo di circa 10 MW di impianti fotovoltaici attraverso i progetti di Atella, Pisticci e Castignano. Nell'ambito dell'iniziativa, Cogefeed svolge inoltre attività EPC esclusivamente a favore delle società controllate da Cogefeed Impact.

La strategia di sviluppo del Gruppo si avvale di **partnership industriali**, tra cui le collaborazioni con SeaPower Scrl per le attività di progettazione e sviluppo ed

E-Globe SpA per la realizzazione tecnica degli impianti. Il piano di investimenti è inoltre supportato dal ricorso al finanziamento bancario e, per i progetti ammissibili, dai meccanismi pubblici di incentivazione, tra cui il Decreto CER e il DM Agrivoltaico, subordinatamente al rispetto dei requisiti e delle condizioni previste dalla normativa applicabile

Nel complesso, Cogefeed si posiziona come un operatore integrato nel settore delle energie rinnovabili, con una presenza concentrata nel Centro-Sud Italia e una strategia orientata alla progressiva conversione della pipeline in capacità produttiva operativa. La produzione e la vendita di energia elettrica rappresentano il principale motore di creazione di valore nel medio-lungo periodo, sostenuto dalle competenze di sviluppo e realizzazione e da un modello di crescita graduale e replicabile.

1.2 Storia Societaria

CHART 1 – COMPANY STORY



Source: Cogefeed, Integrae Sim elaboration

Cogefeed Srl è stata costituita nel 2014 su iniziativa di un *pool* di promotori tra cui l'imprenditore Daniele Filizola, che ha portato con sé un'esperienza ultradecennale nel settore della sostenibilità ambientale e delle energie rinnovabili, insieme ai soci Angelo Greco e Giovanni Battista Scanziani, le cui quote sono state successivamente rilevate da Filizola nel 2017. Fin dalla sua fondazione, la Società ha inizialmente sviluppato attività nell'ambito dell'efficientamento energetico, ampliando successivamente il proprio perimetro operativo alla produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili.

Il percorso di Daniele Filizola è caratterizzato da una serie di successi e riconoscimenti che hanno gettato le fondamenta per la creazione di Cogefeed. Nel corso del suo mandato come sindaco del comune di Torraca (SA), Filizola ha promosso la realizzazione di un sistema di sostenibilità ambientale ed energetico che ha portato il comune a diventare la prima "Led City" al mondo. Questo progetto innovativo ha ottenuto riconoscimenti a livello nazionale e internazionale, e ha evidenziato la visione di Filizola verso un futuro sostenibile.

Di seguito sono riportate le tappe più significative della storia di Cogefeed:

- **2014**: Fondazione di Cogefeed Srl da parte di Daniele Filizola, con l'obiettivo di operare nel settore della sostenibilità ambientale e delle energie rinnovabili;
- **2016:** acquisizione di 2 impianti di cogenerazione a biomassa ad olio vegetale dalla potenza complessiva di 1,29 MW, per un corrispettivo di ca. € 2,00 mln, e presa in affitto di ramo d'azienda di un ulteriore impianto di cogenerazione da 0,5 MW;
- **2017:** la Società sottoscrive un accordo con Samox Srl, azienda di Modena, cedendo in affitto i 3 impianti di cogenerazione rilevati in precedenza;
- **2019:** avvio della linea di business dedicata all'efficientamento energetico, nell'ambito della quale Cogefeed assume il ruolo di general contractor per interventi su edifici residenziali. L'attività viene successivamente sviluppata anche attraverso i meccanismi di incentivazione introdotti con il Superbonus 110%. Nell'ambito di tale operatività, la Società avvia una collaborazione con Protos Engineering Srl per il supporto alle attività di due diligence tecnico-amministrativa e di verifica dei requisiti di accesso agli incentivi;
- **2022:** vengono completate 28 commesse di efficientamento energetico, per un valore complessivo superiore a € 8,00 mln. Cogefeed avvia il programma di investimenti per la realizzazione di impianti fotovoltaici di piccola e media dimensione, per un totale di 13,70 MW da realizzarsi nel triennio 2024-2026: a tal fine, viene avviata la collaborazione con SeaPower Scrl, centro di ricerca partecipato dall'Università Federico II di Napoli e specializzato nella progettazione e sviluppo di sistemi per la produzione di energia da FER;
- **2023:** completamento di 33 commesse di efficientamento per un valore complessivo maggiore di € 15,00 mln. Acquisizione da Filizola Srl del restante 50,0% di FG ESCO Srl, società che possiede una centrale idroelettrica a Porto Recanati (MC) e il cui primo 50,0% era stato rilevato nel 2018, arrivando così a detenerne l'intero capitale sociale. Questo impianto, che a settembre 2023 ha ottenuto il rinnovo della concessione idrica per ulteriori 15 anni, è stato oggetto di un importante intervento di *revamping* completato a novembre 2023; allacciato alla rete a settembre 2024, risulta pienamente operativo da gennaio 2025;
- **2024:** la Società conclude con successo la quotazione in Borsa, con un'operazione

che ha consentito di raccogliere € 0,33 mln in aumento di capitale attraverso l'emissione di nuove 544.000 azioni, al prezzo unitario di € 0,60. La capitalizzazione della Società al momento dell'IPO è pari a € 3,09 mln. Inoltre, sono stati completati i primi tre impianti fotovoltaici nella provincia di Salerno per una potenza complessiva di 2,20 MW; il portafoglio di progetti all'epoca in fase di autorizzazione, localizzati tra Campania e Basilicata, supera complessivamente i 13,70 MW;

- **2025:** costituzione di Cogefeed Impact SpA, società controllata al 55,0% e partecipata al 45,0% da Alternative Capital Partners SGR, dedicata allo sviluppo di una piattaforma di nuovi impianti fotovoltaici per complessivi 10 MW. Viene inoltre avviata l'attività di Engineering, Procurement and Construction (EPC) per conto terzi, con i primi contratti stipulati per i progetti "Pisticci" e "Atella" in Basilicata; sottoscrizione di una partnership strategica con E-Globe SpA, finalizzata alla realizzazione e gestione di impianti fotovoltaici per una potenza complessiva fino a 25 MW;
- **2026:** pipeline di sviluppo complessiva di oltre 40 MW, di cui 22,83 MW relativi al portafoglio del Gruppo tra impianti in esercizio, completati e in fase di realizzazione.

1.3 Struttura del Gruppo

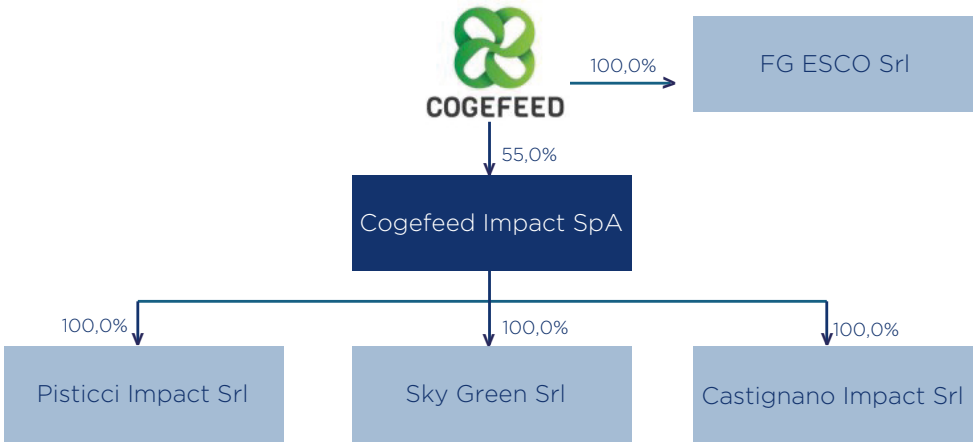
TABLE 1 – SHAREHOLDERS

Shareholders	# ordinary shares	% on ordinary shares
Daniele Filizola	4.298.500	83,56%
Attraverso Filizola Srl	3.997.000	77,70%
In proprio	301.500	5,86%
Anna Cosentino	301.500	5,86%
Free float	544.000	10,58%
Total shares	**5.144.000**	**100,00%**

Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

Daniele Filizola, Fondatore, Presidente e Amministratore Delegato, è il principale azionista della Società con una partecipazione complessiva dell'83,56%, esercitata sia attraverso la propria holding Filizola Srl sia come azionista diretto. Anna Cosentino rappresenta il secondo azionista rilevante con il 5,86% del capitale, mentre il Free Float ammonta al 10,58% residuale.

CHART 2 – GROUP STRUCTURE



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

In riferimento alla Struttura del Gruppo, evidenziamo quanto segue:

la capogruppo Cogefeed SpA detiene il 100,0% di FG ESCO Srl, titolare della centrale idroelettrica di Porto Recanati (0,23 MW). Nell'ambito dell'accordo strategico con ACP SGR SpA, la Società controlla inoltre il 55,0% di Cogefeed Impact SpA, mentre il restante 45,0% è detenuto dal suddetto partner finanziario. Cogefeed Impact è dedicata allo sviluppo di una piattaforma di impianti fotovoltaici di nuova realizzazione e di piccola e media taglia, e detiene a sua volta il 100,0% di tre società veicolo, ciascuna titolare delle autorizzazioni per la costruzione dei rispettivi impianti: Sky Green Srl, per i progetti Atella 1 e Atella 2 (complessivamente 1,98 MW), Pisticci Impact Srl, per il progetto Pisticci (4,65 MW), e Castignano Impact Srl, per i progetti Castignano 1 e Castignano 2 (complessivamente 3,60 MW).

1.4 Corporate Governance

Cogefeed conta 8 dipendenti impegnati nella gestione degli impianti in esercizio, nelle attività di sviluppo e autorizzazione dei nuovi progetti e nella realizzazione degli impianti, anche in qualità di EPC contractor per le società controllate da Cogefeed Impact.

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 3 membri e rimarrà in carica fino all'approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2026. In particolare:

- Daniele Filizola è il Presidente e Amministratore Delegato;
- Anna Cosentino ricopre il ruolo di Consigliere;
- Federico Giannandrea ricopre il ruolo di Consigliere indipendente.

Il Collegio Sindacale è composto, oltre che dal Presidente, da due Sindaci effettivi e

due Sindaci supplenti, e rimarrà in carica anch'esso fino all'approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2026.

- Francesco Maria Scornajenchi è il Presidente del Collegio Sindacale;
- Francesca Mascello e Mattia Cesare Carlo Bock ricoprono il ruolo di Sindaci effettivi;
- Nicola Lucido e Giuseppe Battaglia ricoprono il ruolo di Sindaci supplenti.

1.5 Key People

Daniele Filizola – Presidente e Amministratore Delegato

Daniele Filizola si laurea nel 2004 in Giurisprudenza presso la Seconda Università degli Studi di Napoli e consegue un Master Universitario di II livello in Legislazione Ambientale presso la medesima Università. Dal 2000 al 2010 viene eletto sindaco del comune di Torraca (SA), realizzando numerose opere di riqualificazione ambientale e sostenibilità energetica, tra cui il lancio dell'iniziativa «prima LED city al mondo» che ha consentito al comune di Torraca la segnalazione nell'edizione 2007 del premio innovazione amica dell'ambiente sul risparmio energetico. Nel 2008 fonda Rinnovabile Srl attiva nel settore fotovoltaico, ottenendo autorizzazione per la realizzazione di 9 MW di impianti FTV in Puglia. Nel 2014 costituisce Cogefeed Srl, specializzata nello sviluppo e realizzazione degli impianti fotovoltaici ed eolici di piccole dimensioni nonché progetti di cogenerazione ad olio e grasso vegetale. Nel 2019 organizza tramite l'emissione di un bond quotato sul segmento ExtraMOT Pro di Borsa Italiana l'acquisizione del 37,0% di Caab Energia SpA, che acquisisce 15 impianti fotovoltaici con una capacità totale di 5,60 MW situati sui tetti di diversi edifici del Centro Agroalimentare di Bologna per ca. € 9,00 mln. È Presidente e CEO di Cogefeed.

Anna Cosentino – Consigliere

Laurea in Scienze politiche presso la Seconda Università degli Studi di Napoli con esperienza pluriennale in qualità di Impiegato contabile amministrativo presso società operanti nel settore energetico in provincia di Salerno. Dal 2023 in Cogefeed in qualità di responsabile amministrazione e finanza.

Michele Tomas Maiorino – CFO

Laurea nel 2020 in Scienze dell'Economia presso l'Università degli Studi di Salerno, nel 2023 consegue un Master presso la società di consulenza finanziaria indipendente IoInvesto SCF finalizzato all'iscrizione all'albo dei consulenti finanziari. Nel 2020 ha lavorato in ambito amministrativo presso una società operante nel settore dell'arredamento in provincia di Potenza. Dal 2021 fino a febbraio 2023 ha intrapreso un'esperienza nell'area amministrazione presso la società Cover Srl Chateau d'Ax (Roma) operante nel settore dell'arredamento. Da febbraio 2023 è in Cogefeed in qualità di Chief Financial Officer.

2. Business Overview

2.1 Business Areas

Il Gruppo è attivo nella produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili attraverso impianti fotovoltaici di proprietà, affiancati da una centrale idroelettrica, e nello sviluppo di una pipeline di nuovi impianti destinati a generare ricavi ricorrenti su un orizzonte di lungo periodo. Dopo aver concluso l'attività di efficientamento energetico legata al Superbonus 110%, svolta principalmente nel biennio 2022-2023, il Gruppo ha concentrato dal 2024 tutte le proprie risorse sul segmento delle energie rinnovabili. L'operatività del Gruppo può essere quindi così distinta:

- **Produzione di energia**

Cogefeed presidia l'intera filiera di sviluppo degli impianti fotovoltaici, dall'individuazione dei siti idonei e dall'acquisizione dei diritti sulle aree, all'ottenimento delle autorizzazioni, prevalentemente tramite Procedura Abilitativa Semplificata (PAS), fino alla costruzione, alla connessione alla rete e alla gestione degli impianti in esercizio, avvalendosi di risorse interne e di partner qualificati per la realizzazione tecnica. Al 30 settembre 2026, il Gruppo dispone di 14 impianti fotovoltaici in esercizio, localizzati in provincia di Salerno, per una potenza complessiva di 5,96 MW, a cui si aggiunge la centrale idroelettrica di Porto Recanati da 0,23 MW detenuta tramite FG ESCO Srl. La pipeline complessiva del Gruppo raggiunge 22,83 MW, di cui 6,19 MW in esercizio, 2,88 MW completati e in attesa di connessione e 13,76 MW in fase di sviluppo e realizzazione, tra Campania, Basilicata e Marche. Parte di questi impianti beneficia del Decreto CER e del DM Agrivoltaico, con contributi a fondo perduto fino al 40,0% dei costi ammissibili e, nel caso dei progetti agrivoltaici, una tariffa incentivante ventennale.

- **Attività di EPC**

A seguito della costituzione di Cogefeed Impact SpA, partecipata al 55,0% insieme ad ACP SGR, la Società ha avviato l'attività di Engineering, Procurement and Construction per conto delle società veicolo della controllata, titolari dei progetti Atella 1 e 2, Pisticci 1 e Castignano 1 e 2, per una potenza complessiva di ca. 10 MW. In questo modello Cogefeed mette a disposizione le proprie competenze di sviluppo e realizzazione, mentre il partner finanziario contribuisce alla copertura degli investimenti, consentendo al Gruppo di accelerare la crescita della capacità installata con un minore assorbimento di capitale proprio.

2.2 Industry Business System

Cogefeed opera nel settore della transizione energetica come produttore indipendente di energia da fonti rinnovabili, attraverso lo sviluppo e la realizzazione di impianti fotovoltaici destinati principalmente a essere mantenuti in portafoglio e messi a reddito su un orizzonte di 20–30 anni. In prospettiva, la Società valuta inoltre opportunità di valorizzazione di impianti attraverso eventuali operazioni di cessione a investitori industriali o istituzionali, in aggiunta alla strategia prevalente di mantenimento degli asset in portafoglio.

Il modello organizzativo, flessibile e con costi di struttura contenuti, consente alla Società di presidiare direttamente, o con il supporto di partner qualificati, tutte le fasi della filiera: l'individuazione dei siti idonei, l'acquisizione dei diritti sulle aree tramite acquisto o diritto di superficie, l'ottenimento delle autorizzazioni, prevalentemente attraverso la PAS, la progettazione, la realizzazione, la connessione alla rete e la gestione degli impianti in esercizio.

CHART 3 – INDUSTRY BUSINESS SYSTEM



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

Nelle attività di progettazione e sviluppo, fino al raggiungimento della fase Ready To Build (RTB), Cogefeed si avvale di studi tecnici locali e di partner strutturati, tra cui SeaPower Scrl, che supporta la Società nella gestione della pipeline. Per la fase realizzativa, la Società ha sottoscritto nel 2025 un accordo con E-Globe SpA, incaricata della realizzazione tecnica degli impianti, mentre Cogefeed mantiene il coordinamento complessivo. Il mercato di riferimento resta frammentato e caratterizzato da numerosi operatori, più o meno strutturati a seconda della dimensione dei progetti.

All'interno della filiera Cogefeed si posiziona come gestore dell'intero processo di sviluppo, dall'individuazione dell'opportunità fino alla messa a reddito dell'impianto.

Una parte rilevante degli impianti del Gruppo, localizzati tra Campania, Basilicata e Marche, è inserita in configurazioni di autoconsumo diffuso nell'ambito di Comunità Energetiche Rinnovabili (CER), beneficiando dei contributi previsti dal Decreto CER, mentre l'energia non autoconsumata viene immessa in rete e valorizzata attraverso i meccanismi di cessione previsti dalla normativa vigente.

2.3 Value Chain

La catena del valore della produzione di energia si snoda attraverso diverse fasi, ognuna caratterizzata da specifiche attività e coinvolgimento di attori sia interni che esterni all'organizzazione. Dalla fase iniziale di individuazione delle opportunità fino alla messa a reddito degli impianti, Cogefeed presidia direttamente le attività a maggiore valore aggiunto, legate in particolare allo sviluppo e all'ottenimento delle autorizzazioni, e collabora con partner qualificati nelle fasi di progettazione, realizzazione e manutenzione.

CHART 4 – ENERGY PRODUCTION VALUE CHAIN



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

L'operazione inizia con l'individuazione del sito e con l'analisi delle caratteristiche tecniche dello stesso, quali la pendenza, l'esposizione al sole, la prossimità ad una cabina di bassa/alta tensione, la valutazione dell'impatto ambientale ecc., per una durata complessiva di circa un mese. Confermata la fattibilità del progetto, Cogefeed stipula con il proprietario del terreno un contratto che può essere di acquisto diretto o di acquisizione del diritto di superficie, prima di presentare la domanda di connessione al gestore di rete (E-Distribuzione) per il rilascio della Soluzione Tecnica Minima Generale (STMG), un documento che riserva al progetto la disponibilità della rete elettrica. La Società privilegia impianti di dimensione contenuta, generalmente di dimensione inferiore a 1 MW, così da poter accedere alla Procedura Abilitativa Semplificata, che consente un accesso semplificato all'attività di costruzione ed esercizio di impianti rinnovabili. Le attività di sviluppo iniziali vengono svolte internamente dall'ufficio tecnico della Società in un arco di tempo di ca. 8 mesi, al termine del quale, ottenute le autorizzazioni, il progetto viene finanziato principalmente attraverso finanziamenti bancari e, nel caso delle iniziative sviluppate tramite Cogefeed Impact, anche attraverso l'apporto del partner finanziario.

Le successive attività di progettazione e direzione dei lavori sono affidate a partner qualificati, mentre la realizzazione degli impianti è demandata a operatori specializzati, fatta eccezione per le iniziative di Cogefeed Impact, per le quali Cogefeed svolge direttamente il ruolo di EPC contractor. I fornitori vengono remunerati in base allo stato di avanzamento dei lavori, con una quota corrisposta all'ordine, una all'avvio dei lavori e alla consegna dei materiali e le successive secondo le milestone negoziate, fino al saldo al momento del collaudo.

Infine, una volta completato l'allacciamento alla rete da parte del gestore, l'impianto entra nella fase di messa a reddito e l'energia prodotta viene immessa in rete e valorizzata a una tariffa variabile, attraverso meccanismi incentivati o contratti bilaterali. Segue la fase di manutenzione, affidata a società esterne tramite contratti pluriennali che prevedono un canone annuo compreso tra €k/MW 10/15.

2.4 Value Proposition

Cogefeed si propone come operatore integrato nella produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, focalizzato sullo sviluppo, sulla realizzazione e sulla gestione di un portafoglio di impianti fotovoltaici di proprietà destinati a generare ricavi ricorrenti nel lungo periodo, affiancato dall'attività di EPC contractor per le iniziative sviluppate tramite Cogefeed Impact. La mission dell'azienda è diventare un player di riferimento nel Centro-Sud Italia, in particolare tra Campania, Basilicata e Marche, contribuendo ad accelerare la transizione energetica dei territori in cui opera attraverso la produzione di energia pulita.

CHART 5 – ENERGY PRODUCTION VALUE CHAIN



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

La proposta di valore di Cogefeed si articola su diversi pilastri fondamentali:

• **Competenze e Professionalità del Management:** il team di Cogefeed, e in particolare il fondatore e AD Daniele Filizola, vanta una lunga esperienza nel settore delle energie rinnovabili, con competenze specifiche nella progettazione e realizzazione di impianti fotovoltaici. La capacità di valutare le opportunità di business e di gestire tutte le fasi della commessa è uno degli elementi chiave che differenzia Cogefeed dai suoi concorrenti;

• **Flessibilità Operativa:** il Gruppo è in grado di adattare la propria operatività grazie a una struttura organizzativa snella e a costi di struttura limitati. Questa flessibilità consente di affrontare e risolvere problematiche complesse sia dal punto di vista tecnico che amministrativo, garantendo al contempo elevati standard di qualità;

• **Partnership Strategiche:** per garantire l'eccellenza nella realizzazione delle commesse, Cogefeed ha stretto partnership con operatori altamente specializzati in ogni fase della catena del valore, dalla progettazione alla costruzione degli impianti. Queste collaborazioni permettono di mantenere bassi i costi fissi di struttura e di assicurare elevati standard qualitativi oltre che di accelerare i tempi di realizzazione;

• **Innovazione e Sostenibilità:** l'impegno di Cogefeed verso la sostenibilità ambientale si riflette nell'adozione di tecnologie innovative e nell'implementazione di soluzioni energetiche rinnovabili. L'azienda non solo contribuisce alla riduzione delle emissioni di CO_2, ma promuove anche lo sviluppo economico del territorio attraverso la realizzazione di comunità energetiche e altri progetti sostenibili.

2.5 Business Model

Il modello di business di Cogefeed si fonda sullo sviluppo, la realizzazione e la gestione di impianti per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, con un focus prevalente sul segmento fotovoltaico. La strategia industriale è orientata alla costruzione di un portafoglio crescente di impianti di proprietà, destinati a generare ricavi ricorrenti attraverso la produzione e la vendita di energia elettrica. A differenza di un operatore focalizzato esclusivamente sulla generazione, Cogefeed presidia direttamente anche le attività di development, occupandosi dell'individuazione delle opportunità di investimento, della selezione dei siti, dello sviluppo progettuale e dell'ottenimento delle autorizzazioni necessarie alla realizzazione degli impianti. Il Gruppo mantiene inoltre il coordinamento delle successive fasi di costruzione, connessione alla rete e gestione degli asset, avvalendosi, ove necessario, di partner tecnici e industriali specializzati. A questa attività si è recentemente affiancata una componente EPC (Engineering, Procurement and Construction), attraverso la quale Cogefeed valorizza le competenze maturate nello sviluppo e nella realizzazione di impianti anche mediante l'esecuzione di commesse per conto di società controllate.

L'attuale configurazione del modello industriale rappresenta l'evoluzione di una strategia delineata dalla Società già in sede di quotazione, che prevedeva il progressivo reinvestimento delle risorse generate dalle attività di efficientamento energetico nello sviluppo di impianti di produzione da fonti rinnovabili. Tra il 2019 e il 2023, Cogefeed ha infatti operato nel settore della riqualificazione energetica e sismica degli edifici, principalmente attraverso gli interventi incentivati dal Superbonus 110% e dal Sismabonus, completando circa 120 commesse prevalentemente nella provincia di Salerno. Tale attività, svolta in qualità di general contractor, ha rappresentato sia una fonte di generazione di risorse finanziarie sia un'importante occasione per consolidare competenze tecniche, organizzative e gestionali nella realizzazione di progetti energetici complessi. Con la conclusione definitiva delle attività di efficientamento al 31 dicembre 2023, il Gruppo ha concentrato il proprio modello operativo sulla generazione di energia rinnovabile, dando continuità al percorso di sviluppo già avviato e destinando progressivamente capitali e competenze alla costruzione di una base di asset produttivi da mantenere in portafoglio nel lungo periodo.

Un elemento distintivo del modello di Cogefeed è rappresentato dalla capacità di sviluppare internamente i progetti fino al conseguimento dei titoli autorizzativi, fase particolarmente rilevante nella creazione di valore di un investimento nel settore delle energie rinnovabili.

La strategia di sviluppo si concentra prevalentemente su impianti fotovoltaici di dimensioni contenute, realizzabili attraverso la PAS, laddove consentito dalla normativa e dalle caratteristiche del sito. Tale scelta costituisce un elemento centrale del posizionamento industriale del Gruppo, poiché consente di operare su progetti caratterizzati da una complessità autorizzativa e realizzativa generalmente inferiore rispetto a quella dei grandi impianti utility-scale. La PAS rappresenta infatti un procedimento amministrativo semplificato che, in presenza dei requisiti previsti dalla disciplina applicabile, permette di conseguire il titolo abilitativo attraverso un iter più snello rispetto all'Autorizzazione Unica (AU), ordinariamente associata a progetti di maggiore complessità. Ne derivano, in linea generale, tempi di sviluppo più contenuti, minori costi amministrativi e progettuali e una maggiore prevedibilità

dell'iter autorizzativo, pur restando necessario verificare caso per caso la compatibilità dell'intervento con i vincoli territoriali e le disposizioni vigenti. Anche sotto il profilo industriale, la dimensione relativamente ridotta degli impianti comporta investimenti unitari più contenuti, cantieri generalmente meno complessi e una gestione operativa più agevole, consentendo al Gruppo di sviluppare contemporaneamente più iniziative e di distribuire il capitale investito su un portafoglio diversificato di progetti.

Questo approccio permette inoltre a Cogefeed di intercettare opportunità di investimento che, per dimensione e caratteristiche, possono risultare meno interessanti per i grandi operatori del settore, maggiormente orientati verso impianti di elevata potenza. La possibilità di portare avanti più iniziative in parallelo contribuisce inoltre a rendere più graduale il processo di espansione della capacità installata, riducendo la dipendenza dall'esito di singoli progetti di grandi dimensioni e favorendo una progressiva conversione della pipeline in impianti operativi.

Una volta completata la fase autorizzativa, i progetti entrano nella fase di realizzazione, durante la quale Cogefeed mantiene il coordinamento delle attività di costruzione, approvvigionamento della componentistica e connessione alla rete, facendo leva su un ecosistema di partner industriali e fornitori specializzati. Il modello non prevede quindi necessariamente l'internalizzazione di tutte le lavorazioni, ma si basa sulla capacità della Società di presidiare l'intero ciclo di sviluppo dell'investimento, mantenendo il controllo delle attività a maggiore contenuto strategico e affidando a operatori qualificati le prestazioni tecniche ed esecutive. Tale impostazione consente di contenere la rigidità della struttura organizzativa, preservando al contempo le competenze necessarie per gestire l'avanzamento dei progetti e monitorarne costi, tempistiche e qualità realizzativa. Il ricorso a partner esterni si affianca inoltre alla crescente capacità del Gruppo di operare direttamente come EPC contractor, mettendo a disposizione le proprie competenze per la costruzione di impianti sviluppati attraverso società partecipate.

Sotto il profilo economico, il modello combina tre momenti distinti di creazione di valore:

- il primo è rappresentato dall'attività di development, attraverso la quale l'individuazione di siti idonei, la progettazione e l'ottenimento dei titoli autorizzativi contribuiscono a ridurre progressivamente il rischio del progetto e ad accrescerne il valore industriale;

- il secondo coincide con la fase di costruzione, durante la quale il Gruppo sostiene gli investimenti necessari alla realizzazione degli impianti di proprietà e, parallelamente, può generare ricavi attraverso l'esecuzione di contratti EPC per conto di altre società;

- il terzo, che costituisce il fulcro della strategia di lungo periodo, è rappresentato dalla messa in esercizio e dalla successiva produzione e vendita di energia elettrica, attraverso cui gli investimenti effettuati vengono trasformati in asset capaci di generare flussi di cassa ricorrenti lungo la propria vita utile.

La sostenibilità finanziaria di tale strategia è supportata dalla capacità del Gruppo di accedere al credito bancario per finanziare la realizzazione degli impianti, facendo leva sul track record maturato e sulle relazioni consolidate con gli istituti finanziatori. A questo canale si affianca il ricorso a partnership con investitori istituzionali, come dimostra la costituzione di Cogefeed Impact, partecipata al 45,0% da ACP SGR, finalizzata allo sviluppo di un'ulteriore pipeline di impianti fotovoltaici per circa 10 MW. La combinazione tra risorse proprie, finanziamenti bancari e capitale di partner

finanziari consente al Gruppo di perseguire la crescita della capacità installata attraverso differenti strutture di investimento, mantenendo al contempo la possibilità di valorizzare le competenze realizzative attraverso l'attività EPC.

Nel complesso, il modello di business di Cogefeed si configura come una piattaforma integrata di sviluppo e generazione di energia rinnovabile, nella quale le competenze di individuazione delle opportunità, il presidio dell'iter autorizzativo, la capacità di realizzazione e l'accesso alle fonti di finanziamento convergono verso un obiettivo comune: trasformare progressivamente una pipeline di progetti in un portafoglio crescente di impianti operativi. Il focus su iniziative di dimensioni contenute e su procedimenti autorizzativi semplificati rappresenta un elemento caratterizzante di questa strategia, consentendo al Gruppo di perseguire un'espansione graduale e replicabile della capacità produttiva.

CHART 6 – SOLAR PLANTS



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

TABLE 2 – COMPLETED PROPRIETARY PLANTS

Impianto	Potenza nominale	Società del Gruppo	Incentivo	In sviluppo, in realizzazione	Completato, da allacciare	In esercizio
Buonabitacolo FV01	0,75	Cogefeed SpA				
Buonabitacolo FV02	0,45	Cogefeed SpA				
Buonabitacolo FV03	1,05	Cogefeed SpA				
Buonabitacolo FV04	0,70	Cogefeed SpA				
Buonabitacolo FV05	0,90	Cogefeed SpA				
Salvitelle FV01	0,75	Cogefeed SpA				
Montesano FV01	0,70	Cogefeed SpA	Decreto CER			
Casaletto Spartano FV01	0,90	Cogefeed SpA	Decreto CER			
Padula FV01	0,90	Cogefeed SpA	Decreto CER			
Padula FV02	0,80	Cogefeed SpA	Decreto CER			
Satriano FV01	0,99	Cogefeed SpA	Decreto CER			
Controne FV01	0,99	Cogefeed SpA	Decreto CER			
Tito FV01	0,84	Cogefeed SpA	DM Agrivoltaico			
Pignola FV01	0,99	Cogefeed SpA	DM Agrivoltaico			
Impianti a tetto FV01 (ex Filizola Daniele) (3 impianti)	0,26	Cogefeed SpA				
Impianti a tetto FV01 (ex Enerin) (4 impianti)	0,40	Cogefeed SpA				
Centrale Idroelettrica Porto Recanati	0,23	Fg Esco Srl				
Atella 1	0,99	Sky Green Srl				
Atella 2	0,99	Sky Green Srl				
Pisticci 1	4,65	Pisticci Impact Srl				
Castignano 1	2,70	Cogefeed Impact Srl				
Castignano 2	0,90	Cogefeed Impact Srl				
Totale	**22,83**					

Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

2.5.1 Progetti realizzati

Ad oggi, il Gruppo Cogefeed, attraverso le controllate FG ESCO Srl e Cogefeed Impact SpA e le società riconducibili a quest'ultima (Sky Green Srl, Pisticci Impact Srl e Castignano Impact Srl), dispone di un portafoglio di **8 impianti fotovoltaici a terra completati**, tutti situati nella provincia di Salerno, per una potenza nominale complessiva di circa **6,20 MW**. Nello specifico, il portafoglio comprende:

• cinque impianti nel Comune di Buonabitacolo (FV01, FV02, FV03, FV04 e FV05), per una potenza aggregata di 3,85 MW, realizzati su terreni di proprietà del Gruppo;

• tre ulteriori impianti nei Comuni di Salvitelle, Montesano e Casaletto Spartano, per complessivi 2,35 MW, costruiti su terreni detenuti in diritto di superficie della durata di 30 anni.

Degli otto impianti completati, **sette risultano già allacciati alla rete elettrica e pienamente operativi (grid-connected)**, per una potenza complessiva di 5,30 MW, mentre il solo impianto di Casaletto Spartano FV01, della potenza di 0,90 MW, è attualmente in attesa di connessione. Il completamento di tali infrastrutture e la pressoché integrale entrata in esercizio del portafoglio rappresentano un risultato significativo per il Gruppo, a conferma della capacità di tradurre in investimenti concreti gli obiettivi di sviluppo delineati in sede di IPO.

A questi asset si aggiungono **7 impianti fotovoltaici a tetto**, installati su altrettanti fabbricati nella provincia di Salerno, per una potenza nominale complessiva di circa **0,66 MW**. Di questi:

• tre impianti, per complessivi 0,26 MW, sono stati acquisiti nel corso del 2024;

• i restanti quattro, per una potenza aggregata di circa 0,40 MW, sono stati acquistati nel primo semestre 2026 dalla società correlata Enerin Srl.

Il portafoglio fotovoltaico del Gruppo comprende pertanto **15 impianti completati, per una potenza nominale complessiva di 6,86 MW**, di cui 8 impianti a terra (6,20 MW) e 7 impianti a tetto (0,66 MW).

A completare il perimetro degli asset di generazione da fonti rinnovabili contribuisce inoltre un impianto idroelettrico della potenza nominale di 0,23 MW situato a Porto Recanati (MC), acquisito nel 2018 attraverso la partecipata FG ESCO quando l'asset non risultava operativo. Successivamente all'acquisizione, il Gruppo ha avviato un intervento di revamping integrale, per un investimento complessivo di circa € 0,38 mln, finalizzato al ripristino della piena funzionalità dell'impianto e al miglioramento delle relative performance operative. L'intervento ha riguardato in particolare la sostituzione e riprogettazione della turbina ed è stato affidato ad AC-TEC Srl, società specializzata con sede a Caldaro (BZ). Un ulteriore passaggio rilevante è stato completato nel settembre 2023, quando FG ESCO ha ottenuto il rinnovo della concessione idrica per ulteriori 15 anni, assicurando così continuità allo sfruttamento della risorsa e alla produzione dell'impianto nel medio-lungo periodo.

CHART 7 – HYDROELECTRIC PLANTS



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

Nel complesso, il Gruppo Cogefeed dispone quindi di 16 impianti completati, per una potenza installata complessiva di circa 7,09 MW, di cui 15 già allacciati e in esercizio, per complessivi 6,19 MW.

TABLE 3 – COMPLETED PROPRIETARY PLANTS

Impianto	Potenza nominale (MW)	Società del Gruppo	Incentivo
Buonabitacolo FV01	0,75	Cogefeed SpA	
Buonabitacolo FV02	0,45	Cogefeed SpA	
Buonabitacolo FV03	1,05	Cogefeed SpA	
Buonabitacolo FV04	0,70	Cogefeed SpA	
Buonabitacolo FV05	0,90	Cogefeed SpA	
Salvitelle FV01	0,75	Cogefeed SpA	
Montesano FV01	0,70	Cogefeed SpA	Decreto CER
Casaletto Spartano FV01 *	0,90	Cogefeed SpA	Decreto CER
Impianto a tetto (ex Filizola Daniele) (3 impianti)	0,26	Cogefeed SpA	
Impianto a tetto (ex Enerin Srl) (4 impianti)	0,40	Cogefeed SpA	
Centrale Idroelettrica Porto Recanati	0,23	FG ESCO Srl	
Totale	**7,09**		

Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

* l'impianto di Casaletto Spartano è stato completato ma non ancora connesso alla rete

Un ulteriore elemento di rilievo nell'ambito del portafoglio fotovoltaico del Gruppo Cogefeed è rappresentato dagli impianti di Montesano e Casaletto Spartano, per una potenza nominale complessiva di circa 1,60 MW, che rientrano nel perimetro delle misure di sostegno previste dal Decreto Ministeriale del 7 dicembre 2023, noto come Decreto CER. Il provvedimento disciplina gli incentivi destinati alle Comunità Energetiche Rinnovabili (CER) e alle altre configurazioni di autoconsumo diffuso, con l'obiettivo di favorire la diffusione della generazione distribuita da fonti rinnovabili e incentivare la produzione e la condivisione di energia elettrica a livello locale.

Le Comunità Energetiche Rinnovabili sono configurazioni costituite da una pluralità di soggetti, tra cui cittadini, piccole e medie imprese, enti territoriali e amministrazioni locali, che si associano per produrre, consumare e condividere virtualmente energia elettrica generata da impianti alimentati da fonti rinnovabili. Il principio alla base del modello è quello di valorizzare l'energia prodotta localmente e consumata dai membri della comunità, favorendo una maggiore partecipazione degli utenti al sistema energetico e contribuendo alla riduzione dei costi energetici e dell'impatto ambientale. La condivisione dell'energia avviene attraverso la rete elettrica pubblica, senza necessità di collegamenti fisici diretti tra gli impianti di produzione e le utenze dei partecipanti: ai fini dell'incentivazione, l'energia condivisa viene determinata sulla base della produzione immessa in rete e dei consumi registrati dai membri della comunità nei medesimi intervalli temporali, secondo le modalità previste dalla normativa. In questo contesto, il Decreto CER introduce un sistema di incentivazione volto a rendere economicamente più sostenibili gli investimenti in nuova capacità di generazione rinnovabile, attraverso il riconoscimento di una tariffa incentivante sull'energia condivisa e, per gli interventi ammissibili, di un contributo in conto capitale finanziato nell'ambito del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

Con specifico riferimento agli impianti di Casaletto e Montesano, al ricorrere delle condizioni previste dalla normativa e nel rispetto dei requisiti e delle tempistiche applicabili, il Gruppo potrà beneficiare di un contributo a fondo perduto fino al 40,0% dei costi ammissibili sostenuti per la loro realizzazione. Tale agevolazione, subordinata alle verifiche e alle procedure di ammissione previste dalla disciplina di riferimento, rappresenta un potenziale beneficio economico-finanziario per Cogefeed, in quanto consentirebbe di ridurre il fabbisogno di capitale effettivamente sostenuto per gli investimenti e di migliorarne la redditività. L'inserimento dei due impianti nell'ambito delle configurazioni incentivate dal Decreto CER si colloca pertanto in una strategia di sviluppo che, oltre all'incremento della capacità produttiva da fonti rinnovabili, punta a valorizzare le opportunità offerte dai meccanismi pubblici di sostegno alla transizione energetica.

2.6 Pipeline di progetti proprietari

Alla capacità produttiva già installata e operativa si affianca una pipeline di progetti ampia e diversificata, caratterizzata da differenti stadi di avanzamento, che costituisce la principale direttrice di crescita del Gruppo nei prossimi esercizi. L'ampiezza del portafoglio di iniziative in sviluppo riflette, da un lato, il track record maturato dal management nella capacità di individuare, selezionare e valorizzare opportunità di investimento nel mercato delle energie rinnovabili e, dall'altro, la solidità delle relazioni consolidate con il sistema bancario e la capacità del Gruppo di accedere a finanziamenti a supporto della realizzazione dei progetti. La combinazione tra competenze industriali, capacità di sviluppo e merito creditizio ha consentito a Cogefeed di costruire nel tempo una pipeline articolata.

Nel breve termine, il Gruppo Cogefeed prevede un ulteriore rafforzamento della propria capacità produttiva, con l'obiettivo di completare e mettere in esercizio, entro la fine del 2026, cinque nuovi impianti fotovoltaici per una potenza nominale complessiva di circa 4,52 MW, ai quali si aggiungerà l'allaccio alla rete dell'impianto di Casaletto Spartano FV01 (0,90 MW), già completato ma non ancora operativo.

Per tutti i cinque nuovi progetti è stata ultimata la fase di sviluppo ed è stata avviata quella di realizzazione, a testimonianza del progressivo avanzamento della pipeline verso la piena operatività. Nello specifico:

- tre impianti sono localizzati nella provincia di Salerno, nei Comuni di Padula (FV01 e FV02) e Controne (FV01), per una potenza nominale aggregata di 2,69 MW;
- i restanti due, situati nei Comuni di Tito (FV01) e Satriano (FV01), in provincia di Potenza, esprimono una potenza complessiva di 1,83 MW.

A questi si affianca un ulteriore progetto fotovoltaico nel Comune di Pignola (FV01), anch'esso in provincia di Potenza, per una potenza nominale di 0,99 MW, la cui fase di sviluppo risulta già completata, ma per il quale l'avvio dei lavori di realizzazione ha subito alcuni rallentamenti riconducibili a fattori amministrativi esogeni. L'impianto di Pignola, pur trovandosi quindi in una fase di maturità progettuale avanzata, non rientra attualmente tra i cinque impianti di cui è prevista l'entrata in esercizio entro la fine del 2026.

Un elemento particolarmente rilevante riguarda inoltre l'accesso ai meccanismi pubblici di incentivazione, che contribuiscono a garantire la sostenibilità economico-finanziaria degli investimenti e a valorizzare il portafoglio di progetti in sviluppo. In particolare, gli impianti di Tito FV01 e Pignola FV01 risultano inseriti nella graduatoria prevista dal Decreto Ministeriale n. 436 del 22 dicembre 2023 (c.d. DM Agrivoltaico), provvedimento finalizzato a promuovere la realizzazione di impianti agrivoltaici attraverso misure di sostegno dedicate. Con riferimento a tali progetti, il riconoscimento delle agevolazioni rimane subordinato al rispetto dei requisiti e delle condizioni stabiliti dalla normativa applicabile. Diversamente, gli impianti di Padula FV01, Padula FV02, Controne FV01 e Satriano FV01 risultano iscritti ai sensi del Decreto CER, che disciplina gli incentivi destinati alle Comunità Energetiche Rinnovabili e alle altre configurazioni di autoconsumo diffuso. Per tali impianti, al ricorrere delle condizioni previste dalla normativa e nel rispetto delle tempistiche di realizzazione stabilite dal Decreto, è prevista la possibilità di beneficiare di un contributo a fondo perduto fino al 40,0% dei costi ammissibili, in coerenza con le misure di sostegno agli investimenti previste dal Piano Nazionale di Ripresa e

Resilienza (PNRR). A tale contributo si affianca una tariffa incentivante sull'energia condivisa, pari a un massimo indicato di 83,29 €/MWh per un periodo di 20 anni, il cui effettivo riconoscimento e ammontare dipendono dalle condizioni applicabili e dai meccanismi di cumulabilità previsti dalla disciplina.

TABLE 4 – PROPRIETARY PLANTS TO BE COMPLETED IN 2026

Impianto	Potenza nominale (MW)	Società del Gruppo	Incentivo
Padula FV01	0,90	Cogefeed SpA	Decreto CER
Padula FV02	0,80	Cogefeed SpA	Decreto CER
Satriano FV01	0,99	Cogefeed SpA	Decreto CER
Controne FV01	0,99	Cogefeed SpA	Decreto CER
Tito FV01	0,84	Cogefeed SpA	DM Agrivoltaico
Pignola FV01	0,99	Cogefeed SpA	DM Agrivoltaico
Totale	**5,51**		

Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

A completamento della pipeline di sviluppo, si segnala inoltre che, nel corso del 2025, il Gruppo Cogefeed ha avviato un'importante iniziativa strategica volta a rafforzare ulteriormente la propria presenza nel settore delle energie rinnovabili, attraverso la costituzione di Cogefeed Impact SpA.

Nell'ambito di tale iniziativa, circa 2,00 MW sono riconducibili a progetti già denominati Atella 1 e Atella 2, iscritti al Decreto CER, che disciplina le misure di incentivazione destinate alle Comunità Energetiche Rinnovabili e alle configurazioni di autoconsumo diffuso.

TABLE 5 – MEDIUM-TERM FV PIPELINE

Impianto	Potenza nominale (MW)	Società del Gruppo	Incentivo
Atella 1	0,99	Sky Green Srl	Decreto CER
Atella 2	0,99	Sky Green Srl	Decreto CER
Pisticci 1	4,65	Pisticci Impact Srl	
Castignano 1	2,70	Cogefeed Impact Srl	
Castignano 2	0,90	Cogefeed Impact Srl	
TOTALE	**10,23**		

Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

A seguito della costituzione di Cogefeed Impact, il Gruppo ha inoltre avviato le attività di EPC per conto terzi e, in particolare, per le società controllate da Cogefeed Impact, ampliando così il proprio perimetro operativo anche alle attività di progettazione esecutiva, approvvigionamento e costruzione di impianti fotovoltaici. In questo

contesto, la Società ha sottoscritto i primi due contratti EPC con le controllate Pisticci Impact Srl e Sky Green Srl, rispettivamente titolari degli impianti di Pisticci 1, della potenza nominale di 4,65 MW, e Atella 1 e Atella 2, per complessivi 1,98 MW. Per quanto riguarda lo stato di avanzamento dei lavori, gli impianti di Atella 1 e Atella 2 risultano già completati e sono attualmente in corso le attività necessarie alla loro entrata in esercizio, prevista nel primo semestre del 2027. Diversamente, l'impianto fotovoltaico di Pisticci 1 si trova ancora nella fase di realizzazione, con conclusione dei lavori e conseguente entrata in esercizio attese nel corso del 2027. Il progressivo avanzamento della pipeline attraverso le fasi autorizzative, realizzative e di connessione alla rete contribuisce al de-risking dei progetti, riducendo l'incertezza associata alla loro futura entrata in esercizio e alla generazione dei relativi flussi di cassa.

Track record nell'efficientamento energetico

A supporto del percorso di crescita del Gruppo si colloca anche il consolidato track record industriale dell'Amministratore Delegato e azionista di maggioranza, che vanta un'esperienza pluriennale nel settore delle energie rinnovabili e dell'efficienza energetica, maturata sia attraverso l'attività imprenditoriale sia nell'ambito di precedenti incarichi istituzionali. In particolare, durante il mandato come Sindaco del Comune di Torraca, in provincia di Salerno, ha contribuito alla realizzazione di un innovativo progetto di riqualificazione dell'illuminazione pubblica attraverso la tecnologia LED, che ha portato il Comune a essere riconosciuto a livello internazionale come una delle prime "LED City". A questa esperienza si affiancano competenze nella costruzione di parchi fotovoltaici, nella gestione di impianti di cogenerazione e nella produzione di energia idroelettrica, che hanno contribuito a consolidare un patrimonio di conoscenze tecniche, industriali e territoriali oggi funzionale allo sviluppo di nuove opportunità di investimento.

In tale contesto si inserisce anche il track record storico di Cogefeed nell'efficientamento energetico, attività che, pur non rientrando più nel perimetro operativo del Gruppo, ha rappresentato una componente rilevante del suo percorso di crescita. Tra il 2019 e il 2023, la Società ha operato prevalentemente nella provincia di Salerno, con particolare concentrazione nell'area del Golfo di Policastro, realizzando interventi di riqualificazione energetica e adeguamento sismico degli edifici nell'ambito del Superbonus 110% e del Sismabonus. Cogefeed ha operato principalmente in qualità di general contractor, offrendo un servizio chiavi in mano e coordinando progettazione, approvvigionamento ed esecuzione dei lavori attraverso una rete di fornitori e subappaltatori specializzati. Gli interventi hanno spaziato dall'isolamento termico degli edifici alla sostituzione degli impianti di climatizzazione con sistemi più efficienti, fino all'installazione di impianti fotovoltaici a tetto, sistemi di accumulo e infrastrutture di ricarica per veicoli elettrici. La gestione di numerose commesse ha consentito al Gruppo di sviluppare competenze nella pianificazione dei cantieri, nel coordinamento degli operatori e nella gestione degli aspetti tecnici, autorizzativi e amministrativi degli interventi.

Tra le iniziative più significative si distingue il progetto sviluppato nel 2023 nel Comune di Torraca, che ha coinvolto circa 120 famiglie attraverso una configurazione di autoconsumo collettivo, prevedendo l'installazione di circa 600 kW di capacità fotovoltaica, integrata con sistemi di accumulo, infrastrutture di ricarica e strumenti

digitali per il monitoraggio dei flussi energetici. L'iniziativa testimonia la capacità della Società di sviluppare soluzioni energetiche integrate, combinando produzione distribuita da fonti rinnovabili, gestione dei consumi e tecnologie per l'autoconsumo, inserendosi nel più ampio percorso di innovazione energetica avviato sul territorio di Torraca.

L'attività di efficientamento energetico è stata definitivamente conclusa al 31 dicembre 2023, nell'ambito di una scelta strategica volta a concentrare le risorse finanziarie, organizzative e industriali del Gruppo sullo sviluppo, sulla costruzione e sulla gestione di impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili. Tale attività non rappresenta pertanto una linea di business attuale né una componente delle prospettive di crescita futura, ma costituisce un importante track record storico di capacità esecutiva (execution). Le competenze maturate nella gestione di progetti complessi, nel coordinamento di operatori specializzati e nell'integrazione di tecnologie energetiche trovano infatti continuità nell'attuale modello industriale, in particolare nelle attività di sviluppo e realizzazione degli impianti fotovoltaici e nelle più recenti commesse EPC. L'esperienza nell'efficientamento energetico rappresenta quindi una delle basi su cui Cogefeed ha costruito la propria evoluzione verso un modello di business focalizzato sulla generazione rinnovabile, valorizzando il know-how acquisito per sostenere l'avanzamento della pipeline e l'espansione della capacità produttiva nei prossimi esercizi.

CHART 8 – LED PROJECT (TORRACA)



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

2.7 Clienti, fornitori, partnership

L'evoluzione del modello di business di Cogefeed ha determinato un significativo cambiamento nella struttura dei rapporti commerciali e nella composizione della supply chain. Con la conclusione delle attività di efficientamento energetico e la progressiva focalizzazione sullo sviluppo, sulla realizzazione e sulla gestione di impianti da fonti rinnovabili, il Gruppo è passato da un modello caratterizzato prevalentemente da commesse rivolte alla clientela residenziale a una configurazione nella quale assume crescente rilevanza la vendita dell'energia elettrica prodotta dagli impianti di proprietà. A questa si affiancano, a partire dal 2025, le attività EPC svolte nell'ambito dei progetti riconducibili alle società controllate da Cogefeed Impact, che consentono al Gruppo di valorizzare le proprie competenze anche nella fase di realizzazione degli impianti.

Parallelamente, si è modificata la natura degli approvvigionamenti, con le forniture connesse agli interventi edilizi e di efficientamento energetico che hanno progressivamente lasciato spazio all'acquisto di materiali, componenti e servizi specialistici destinati alla costruzione e alla messa in esercizio degli impianti fotovoltaici. Il modello operativo continua a fare leva su una rete di fornitori e operatori tecnici specializzati, mentre Cogefeed mantiene il presidio e il coordinamento delle principali fasi della catena del valore, dalla selezione dei siti e dalla gestione degli iter autorizzativi fino alla progettazione, alla costruzione e alla successiva gestione degli asset.

2.7.1 Clienti

La clientela di Cogefeed ha subito una profonda trasformazione in seguito alla progressiva dismissione delle attività di efficientamento energetico e alla focalizzazione sulla produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili. Se in passato il Gruppo si rivolgeva prevalentemente a una clientela residenziale, composta da condomini e proprietari di immobili interessati agli interventi agevolati dai meccanismi Superbonus e Sismabonus, l'attuale struttura commerciale è caratterizzata da rapporti con controparti operanti nel mercato dell'energia elettrica, alle quali viene destinata la produzione degli impianti fotovoltaici di proprietà.

A differenza del precedente modello, nel quale ciascun intervento era associato a uno specifico committente, la vendita dell'energia avviene attraverso rapporti con soggetti deputati al ritiro e alla commercializzazione dell'elettricità. Le principali categorie di potenziali controparti comprendono il GSE, nell'ambito dei meccanismi di ritiro dell'energia, e gli operatori commerciali del settore elettrico, quali trader e società di vendita. La documentazione societaria disponibile non identifica tuttavia le singole controparti contrattuali né specifica la ripartizione dei volumi commercializzati tra i diversi canali. In tale configurazione, l'ampliamento della capacità produttiva consente al Gruppo di incrementare i quantitativi di energia destinati al mercato, senza la necessità di acquisire nuovi committenti per ciascun progetto realizzato.

In prospettiva, la struttura dei rapporti commerciali potrebbe evolvere anche attraverso l'accesso ai meccanismi di incentivazione previsti dal FER X. L'eventuale ammissione degli impianti a tali strumenti consentirebbe di affiancare alla vendita dell'energia sul mercato un rapporto regolato con il GSE per il riconoscimento dei corrispettivi incentivanti, contribuendo a una maggiore prevedibilità dei ricavi nel

lungo periodo. Tale possibilità rimane tuttavia subordinata al rispetto dei requisiti normativi e all'esito delle relative procedure di assegnazione.

Alla produzione di energia si è inoltre affiancata, a partire dal 2025, l'attività EPC, attualmente concentrata sui progetti riconducibili al perimetro del Gruppo e di Cogefeed Impact, anziché su un portafoglio diversificato di clienti terzi. I primi contratti hanno interessato le società titolari dei progetti Pisticci e Atella, consentendo a Cogefeed di valorizzare le proprie competenze tecniche e realizzative già durante la fase di costruzione degli impianti.

In tale configurazione, il Gruppo si è progressivamente allontanato da un modello project-based, caratterizzato dall'acquisizione di singole commesse per specifici clienti, verso una struttura commerciale nella quale i ricavi dipendono principalmente dalla produzione e dalla vendita dell'energia elettrica. L'ampliamento della capacità installata consente pertanto di incrementare i volumi commercializzati attraverso i canali di vendita esistenti, senza la necessità di acquisire nuovi committenti per ciascun progetto realizzato.

2.7.2 Fornitori

La struttura degli approvvigionamenti di Cogefeed si è progressivamente evoluta in seguito alla focalizzazione del Gruppo sullo sviluppo e sulla realizzazione di impianti fotovoltaici. Rispetto al precedente modello, caratterizzato dal ricorso a imprese edili e fornitori di materiali destinati agli interventi di efficientamento energetico, l'attuale supply chain è maggiormente orientata all'acquisto di componentistica fotovoltaica, apparecchiature elettriche e prestazioni specialistiche necessarie alla costruzione e alla messa in esercizio degli impianti. Il modello operativo prevede il coinvolgimento sia di fornitori di materiali sia di operatori esterni incaricati della realizzazione degli impianti, in funzione delle caratteristiche dei singoli progetti.

Tale configurazione emerge dall'andamento dei costi operativi nel primo semestre 2026. In particolare, i costi per materie prime, sussidiarie e merci sono aumentati a € 0,60 mln, rispetto a € 0,01 mln nel corrispondente periodo del 2025, principalmente per effetto degli approvvigionamenti connessi alle attività EPC svolte direttamente da Cogefeed a favore delle società controllate da Cogefeed Impact. Parallelamente, i costi per servizi sono passati da € 0,43 mln a € 0,76 mln, riflettendo il ricorso a realizzatori esterni incaricati dell'esecuzione delle attività costruttive.

Questa articolazione della supply chain consente al Gruppo di modulare il proprio coinvolgimento operativo nelle diverse iniziative, mantenendo il presidio delle attività di sviluppo e coordinamento e ricorrendo a competenze esterne per le fasi realizzative.

2.7.3 Partnership strategiche

Le partnership strategiche costituiscono un elemento centrale del modello operativo di Cogefeed, attraverso il quale il Gruppo integra le proprie competenze nello sviluppo di impianti da fonti rinnovabili con quelle di operatori specializzati nelle attività tecniche, realizzative e finanziarie. Nel corso degli ultimi esercizi, tali collaborazioni hanno

assunto un ruolo crescente, accompagnando l'evoluzione della Società da sviluppatore di progetti fotovoltaici a operatore direttamente coinvolto nella costruzione e nella gestione degli impianti.

Tra le collaborazioni di natura tecnica rientra quella con SeaPower Scrl, centro di ricerca partecipato dall'Università Federico II di Napoli, avviata nell'ambito dello sviluppo della pipeline fotovoltaica in Campania e Basilicata. Il rapporto, inizialmente focalizzato sul supporto alle attività di progettazione e autorizzazione, si è successivamente esteso alla gestione e all'implementazione dei progetti. In particolare, la collaborazione prevede il supporto tecnico e organizzativo di SeaPower nelle attività di project management relative allo sviluppo di impianti fotovoltaici e sistemi di accumulo, contribuendo al presidio delle diverse fasi progettuali e autorizzative.

Con l'avanzamento della pipeline verso la fase costruttiva, Cogefeed ha progressivamente rafforzato anche le proprie collaborazioni industriali. In tale contesto, nel gennaio 2025 è stato sottoscritto un accordo strategico con E-Globe SpA, società quotata su EGM, finalizzato alla realizzazione e gestione di impianti fotovoltaici per una potenza complessiva fino a 25 MW, con possibilità di estensione per ulteriori 25 MW. L'intesa, della durata iniziale di 36 mesi e soggetta a tacito rinnovo, prevede una ripartizione delle responsabilità che attribuisce a Cogefeed il coordinamento complessivo dei progetti e a E-Globe la realizzazione tecnica degli impianti. L'accordo consente pertanto al Gruppo di affiancare alle proprie competenze di sviluppo e gestione autorizzativa la capacità esecutiva di un operatore industriale specializzato, favorendo il passaggio dei progetti dalla fase di sviluppo a quella di costruzione.

Nel primo semestre 2026, il perimetro della piattaforma si è ulteriormente consolidato con l'inclusione di Castignano Impact Srl nell'area di consolidamento, accanto a Pisticci Impact Srl e Sky Green Srl. Cogefeed Impact rappresenta quindi non soltanto uno strumento di co-investimento, ma anche un veicolo attraverso il quale il Gruppo può organizzare lo sviluppo di più iniziative fotovoltaiche, combinando capitale istituzionale, gestione delle società di progetto e attività EPC. Tale configurazione costituisce un'alternativa allo sviluppo interamente proprietario e offre a Cogefeed la possibilità di ampliare il portafoglio di iniziative attraverso una diversa ripartizione degli investimenti e delle responsabilità operative.

3. Il Mercato

Il settore delle energie rinnovabili rappresenta uno dei principali ambiti di investimento della transizione energetica europea, sostenuto da obiettivi di decarbonizzazione vincolanti, da un quadro normativo orientato a favorire la crescita della produzione da fonti pulite e dalla progressiva competitività economica di tecnologie come il fotovoltaico rispetto alle fonti tradizionali. In questo contesto il mercato sta attraversando una fase di evoluzione, in cui alla crescita della capacità installata si affiancano nuove esigenze legate all'integrazione in rete, allo sviluppo dei sistemi di accumulo e alla valorizzazione degli impianti esistenti, aprendo opportunità per gli operatori in grado di presidiare più fasi della filiera, dalla realizzazione alla gestione degli impianti.

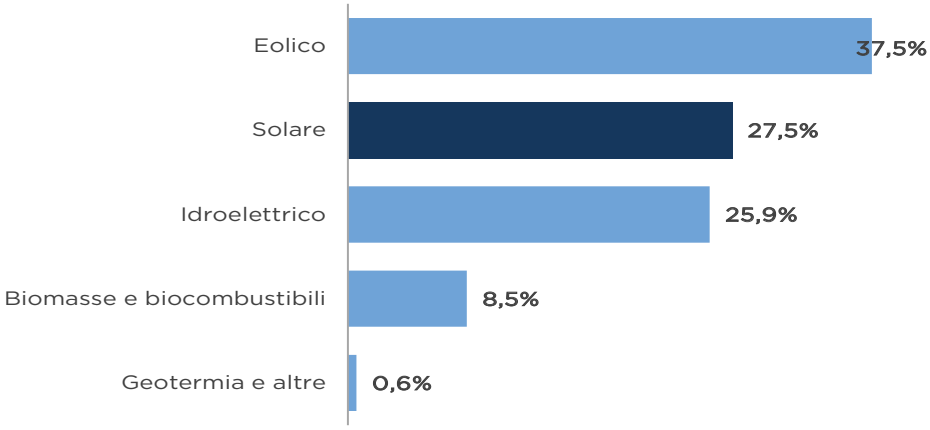
3.1 Energie rinnovabili

3.1.1 Unione Europea

Nel primo semestre 2026 l'Unione Europea ha proseguito nell'attuazione del piano REPowerEU, che affianca il pacchetto "Fit for 55" con l'obiettivo di accelerare la decarbonizzazione e rafforzare la sicurezza energetica. Il quadro di riferimento resta quello del Green Deal europeo: ridurre le emissioni nette di gas serra di almeno il 55,0% entro il 2030 rispetto al 1990 e raggiungere la neutralità climatica nel 2050. A tal fine, la normativa europea prevede che, entro il 2030, almeno il 42,5% dei consumi finali lordi di energia sia coperto da fonti rinnovabili. In questo quadro, il fotovoltaico assume un ruolo centrale, con un obiettivo di capacità installata pari a circa 600 GW entro la fine del decennio.

Nel 2025, le FER hanno coperto il 47,3% della produzione elettrica europea: l'eolico resta la prima fonte, ma il solare ha superato l'idroelettrico e, con una crescita annua superiore al 20,0%, si conferma il principale motore di espansione del comparto.

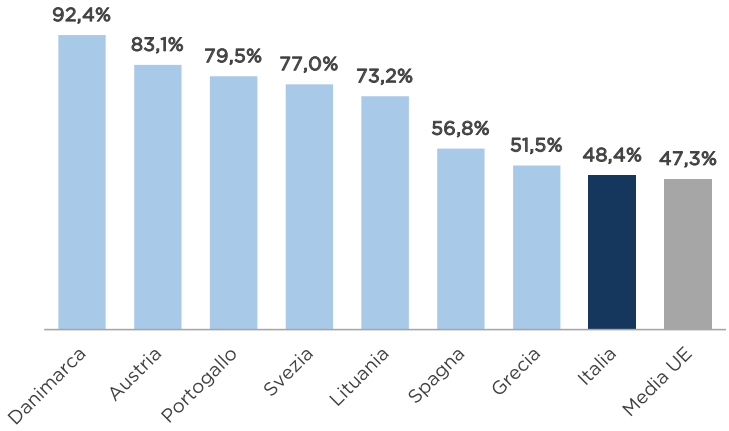
CHART 9 – RENEWABLES BREAKDOWN 2025



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

Nel 2025 le fonti rinnovabili hanno coperto quasi metà della produzione elettrica dell'Unione Europea, con differenze marcate tra i vari Paesi: in cima alla classifica ci sono Danimarca e Austria, grazie rispettivamente a una lunga tradizione nell'eolico e all'ampia disponibilità di risorse idroelettriche, mentre l'Italia si colloca poco sopra la media europea, trainata soprattutto dal fotovoltaico, ormai il principale motore di sviluppo delle rinnovabili nel Paese, e sostenuta dal contributo stabile di idroelettrico ed eolico.

CHART 10 – SHARE OF ENERGY FROM RENEWABLE SOURCES IN NET ELECTRICITY GENERATION, 2025



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

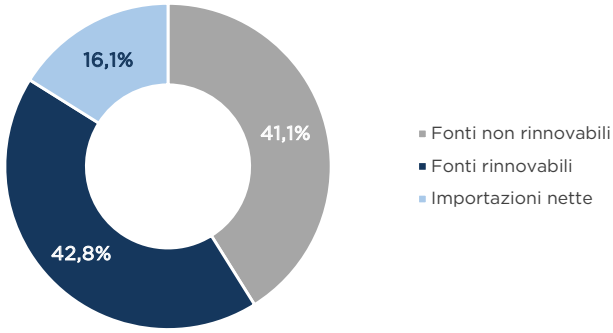
Il solare resta uno dei pilastri della transizione energetica europea e, dopo diversi anni

di crescita molto rapida, ha raggiunto una dimensione ormai rilevante nel sistema elettrico del continente. Nel 2025 l'Unione Europea ha installato circa 65 GW di nuova capacità, un volume sostanzialmente in linea con quello dell'anno precedente, che ha portato il parco complessivo oltre i 400 GW. Più che un rallentamento strutturale, questo andamento segna l'ingresso del mercato in una fase di maggiore maturità: la domanda residenziale si è raffreddata in diversi Paesi dopo la riduzione degli incentivi, mentre la crescita si sposta progressivamente verso gli impianti di grande taglia, sostenuta dal quadro normativo europeo e dalla competitività dei costi del fotovoltaico rispetto alle fonti tradizionali.

3.1.2 Italia

In questo contesto l'Italia si conferma il quarto mercato europeo, dopo Germania, Spagna e Francia, pur avendo chiuso il 2025 con un volume di nuove installazioni leggermente inferiore a quello dell'anno precedente, riflesso soprattutto della minore spinta del segmento residenziale. Nella prima parte del 2026 il mercato ha però ripreso slancio, con una crescita di circa il 10,0% rispetto allo stesso periodo del 2025, portando la potenza fotovoltaica installata nel Paese a quasi 47 GW e confermando il ruolo del solare come principale leva di sviluppo delle rinnovabili italiane.

CHART 11 – ENERGY MIX COMPOSITION– ITALY 1H26

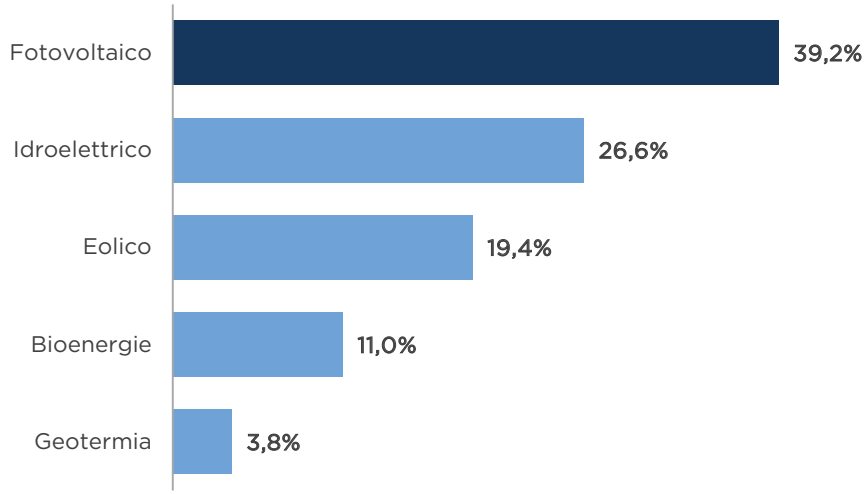


Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

Nel primo semestre 2026, secondo i dati Terna, la domanda di energia elettrica in Italia è cresciuta del 2,5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente ed è stata soddisfatta in modo sostanzialmente equilibrato: poco più del 40,0% è arrivato dalle fonti rinnovabili, una quota simile da quelle fossili, mentre la parte restante è stata coperta dalle importazioni dall'estero.

Tra le rinnovabili il fotovoltaico si conferma la prima fonte, davanti a idroelettrico ed eolico, e continua a crescere a ritmi sostenuti grazie al costante aumento della capacità installata, mentre l'eolico ha registrato un progresso significativo e l'idroelettrico ha subito invece un calo marcato, dovuto alla minore disponibilità della risorsa idrica. Ne emerge un sistema in cui il solare ha assunto un ruolo ormai strutturale, sostenuto da una base installata in continua espansione, mentre il contributo di idroelettrico ed eolico resta più esposto all'andamento delle condizioni climatiche e può quindi variare in modo sensibile da un anno all'altro.

CHART 12 – RENEWABLE ENERGY MIX– ITALY 1H26



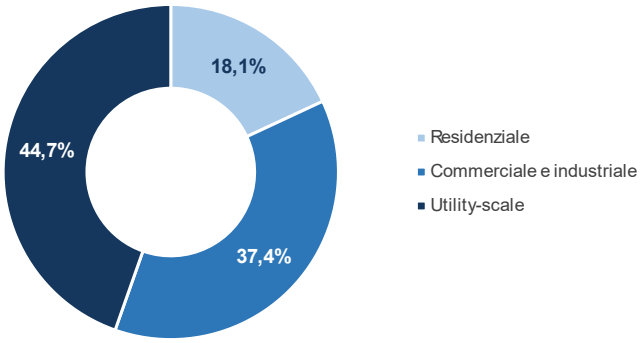
Source: Terna, Dati generali

3.2 Fotovoltaico - Italia

Il settore fotovoltaico continua a rappresentare un pilastro fondamentale del sistema energetico nazionale, coprendo il 39,2% della produzione complessiva da fonti rinnovabili in Italia nel primo semestre 2026. Il Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima (PNIEC) prevede di raggiungere circa 79 GW di capacità installata entro il 2030, un obiettivo che richiede una crescita significativa degli investimenti e un'accelerazione del ritmo di installazione rispetto ai livelli attuali, accompagnata dal potenziamento delle infrastrutture di rete e dalla diffusione dei sistemi di accumulo. A sostenere questo percorso contribuiscono gli strumenti di supporto pubblico, a partire dal nuovo meccanismo FER X, e la crescente diffusione dei contratti di acquisto di energia a lungo termine, che offrono agli operatori una maggiore visibilità sui ricavi e favoriscono la finanziabilità dei nuovi impianti.

Nel primo semestre 2026, il mercato fotovoltaico italiano ha registrato circa 89.000 nuovi impianti per una potenza aggiunta di 3,1 GW. Per quanto riguarda la distribuzione della nuova capacità, il segmento utility-scale, che comprende gli impianti di potenza superiore a 1 MW, ha rappresentato la quota principale, seguito dal commerciale e industriale e, a distanza, dal residenziale, a conferma del ruolo sempre più centrale dei grandi impianti nella crescita del fotovoltaico italiano.

CHART 13 – NEW PV ADDED CAPACITY IN ITALY BY MARKET SEGMENT 1H26



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

Nel primo semestre 2026, la nuova capacità fotovoltaica si concentra principalmente in Lombardia e Sicilia (circa 470 MW ciascuna). Questa distribuzione geografica nord-sud riflette le economie industriali settentrionali e il potenziale solare meridionale, configurando opportunità di sviluppo diversificate per operatori su scala territoriale.

In coerenza con gli obiettivi del PNIEC al 2030, il quadro di sostegno al fotovoltaico si è evoluto con il passaggio dal regime transitorio al Decreto FER X definitivo. Il meccanismo, rivolto alle tecnologie rinnovabili con costi di generazione prossimi alla competitività di mercato, si basa su Contratti per Differenza (CfD) a due vie della durata di vent'anni. Questi contratti stabilizzano i ricavi degli impianti e ne riducono l'esposizione alla volatilità dei prezzi elettrici, limitando al contempo i guadagni nelle fasi di prezzi elevati. Per il fotovoltaico l'accesso varia in base alla taglia: gli impianti fino a 1 MW accedono direttamente, entro un contingente dedicato, mentre per quelli di potenza superiore sono previste aste al ribasso gestite dal GSE.

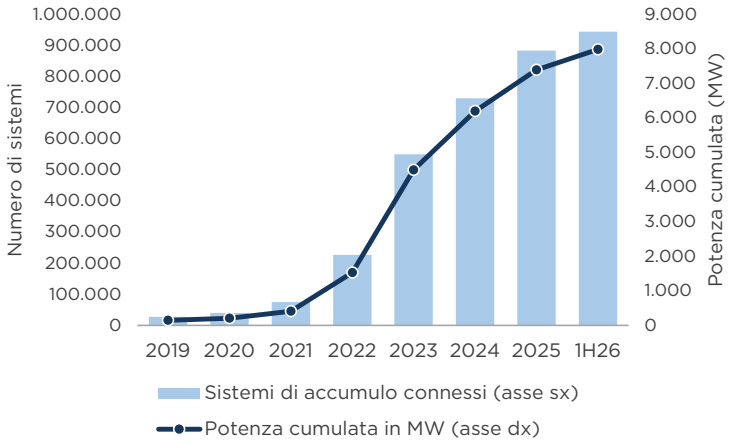
Le prospettive del settore restano favorevoli, sostenute dalla crescente domanda di energia rinnovabile e dalla diffusione dei contratti di acquisto a lungo termine (PPA). Il ritmo di sviluppo resta tuttavia condizionato da alcuni vincoli strutturali: i tempi degli iter autorizzativi, la capacità disponibile per le connessioni alla rete e la necessità di affiancare sistemi di accumulo (BESS) per gestire la crescente produzione nelle ore solari.

3.3 Sistemi di storage – Italia

Alla fine del primo semestre 2026 l'Italia contava quasi un milione di sistemi di accumulo, per una potenza complessiva di ca. 8 GW. Si tratta di un parco cresciuto soprattutto grazie alla diffusione delle batterie abbinate agli impianti fotovoltaici di piccola taglia, installate da famiglie e piccole imprese per aumentare la quota di energia autoprodotta e consumata in loco. La stessa tendenza ha caratterizzato le nuove installazioni del semestre, quasi tutte collegate a impianti solari, a conferma di un legame ormai stretto tra generazione distribuita e accumulo, che sta

progressivamente trasformando il fotovoltaico da semplice fonte di produzione a sistema in grado di gestire in modo più flessibile la propria energia. A livello territoriale la Lombardia si conferma la regione più dinamica per numero di nuovi sistemi, riflettendo l'ampiezza del suo parco solare e la maggiore propensione di famiglie e imprese verso soluzioni integrate di produzione e stoccaggio.

CHART 14 – NUMBER OF SDA CONNECTED IN ITALY AND CUMULATIVE POWER SDA CONNECTED (MW)



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

Il fabbisogno di accumulo previsto al 2030 resta tuttavia molto superiore all'attuale ritmo di installazione, soprattutto nel segmento utility-scale, cioè dei grandi impianti collegati direttamente alla rete. Con l'aumento della produzione rinnovabile, e in particolare di quella solare concentrata nelle ore centrali della giornata, il sistema elettrico avrà bisogno di una capacità crescente di immagazzinare l'energia nei momenti di eccesso e di restituirla nelle ore serali o nei periodi di maggiore domanda, contribuendo allo stesso tempo alla stabilità della rete. Per questo l'evoluzione dei prossimi anni dipenderà in larga misura dai meccanismi pubblici di approvvigionamento di capacità di stoccaggio, come il MACSE, pensati per offrire agli investitori una visibilità di lungo periodo sui ricavi e favorire la realizzazione di impianti di grande taglia. In questo scenario l'accumulo è destinato a diventare uno dei fattori centrali nello sviluppo del sistema elettrico italiano, aprendo spazi di crescita per gli operatori attivi lungo tutta la filiera, dalla progettazione alla gestione degli impianti.

3.4 L'idroelettrico– Italia

Al 30 giugno 2026 in Italia erano attivi circa 5.000 impianti idroelettrici, per una potenza complessiva di oltre 21 GW. L'idroelettrico resta la principale fonte rinnovabile programmabile del Paese ed è fortemente concentrato nel Nord, in particolare nell'arco alpino tra Lombardia, Piemonte e Trentino-Alto Adige, dove la morfologia del territorio e la disponibilità di risorse idriche hanno favorito storicamente lo sviluppo dei grandi impianti.

Il principale punto di forza di questa tecnologia sono i costi marginali molto contenuti, perché una volta realizzato l'impianto, la produzione si basa su una risorsa naturale gratuita, a cui si aggiunge, nel caso degli impianti a bacino, la possibilità di modulare la produzione in base all'andamento della domanda, offrendo così un contributo prezioso alla stabilità del sistema elettrico in una fase di crescente diffusione di fonti non programmabili come solare ed eolico. Il limite principale è invece la forte dipendenza dalle condizioni climatiche, perché la quantità di energia prodotta può variare sensibilmente da un anno all'altro in funzione di piogge e nevicate, come dimostra il calo registrato nel primo semestre 2026, mentre sul piano dello sviluppo il settore appare ormai maturo: negli ultimi anni il numero di impianti è cresciuto, ma la potenza installata è rimasta sostanzialmente stabile, perché i nuovi progetti si sono concentrati sul mini idroelettrico, dato che i siti adatti ai grandi impianti risultano ormai quasi del tutto sfruttati.

Le prospettive del comparto dipenderanno quindi soprattutto dalla capacità di valorizzare il parco esistente, in buona parte realizzato diversi decenni fa e bisognoso di interventi di ammodernamento per migliorarne l'efficienza e ridurne l'impatto ambientale, e da una gestione sempre più attenta della risorsa idrica, resa necessaria dagli effetti del cambiamento climatico. In questo quadro un ruolo crescente potrebbe essere svolto dagli impianti di pompaggio, in grado di immagazzinare energia nei momenti di surplus e di restituirla quando la domanda aumenta, un servizio sempre più prezioso in un sistema con una quota crescente di rinnovabili intermittenti. Non a caso il PNIEC riconosce all'idroelettrico un ruolo strategico non solo come fonte di produzione, ma anche come supporto all'equilibrio e alla sicurezza dell'intero sistema elettrico.

4. Posizionamento Competitivo

Nella tabella sopra riportata è presentato un campione selezionato di operatori attivi nel mercato italiano delle energie rinnovabili, individuati sulla base della comparabilità delle rispettive attività con il modello di business di Cogefeed. Il confronto si concentra principalmente sul settore fotovoltaico, considerando le diverse fasi della filiera, dallo sviluppo e autorizzazione dei progetti alla progettazione e realizzazione degli impianti, fino alla produzione e vendita di energia elettrica.

Il progressivo riposizionamento di Cogefeed verso un modello integrato di developer, IPP e EPC contractor infragruppo, rende opportuno considerare operatori con differenti gradi di integrazione verticale. Il campione comprende pertanto società specializzate nello sviluppo di progetti rinnovabili, imprese attive nella realizzazione di impianti per conto terzi e produttori indipendenti di energia, con dimensioni e ambiti operativi differenti. In particolare, i principali operatori selezionati sono:

- **Altea Green Power SpA:** società italiana specializzata nello sviluppo e co-sviluppo di progetti per la produzione di energia da fonti rinnovabili, principalmente nel fotovoltaico, agrivoltaico, eolico e nei sistemi di accumulo BESS. L'attività comprende l'individuazione dei siti, la progettazione e la gestione degli iter autorizzativi, sia per iniziative proprie sia per conto di investitori istituzionali. Alle attività di development si affiancano servizi EPC e, più recentemente, la produzione di energia attraverso impianti di proprietà, nell'ambito dell'evoluzione verso un modello IPP. La Società opera su scala nazionale, con iniziative sviluppate anche in Basilicata, tra cui progetti eolici e sistemi di accumulo nell'area di Genzano di Lucania;

- **Renergetica SpA:** società appartenente al Gruppo CVA, specializzata nello sviluppo di progetti per la produzione di energia da fonti rinnovabili, con competenze nell'individuazione dei siti, nella progettazione e nella gestione degli iter autorizzativi. Storicamente attiva anche nella fornitura di servizi di ingegneria e asset management, ha sviluppato iniziative fotovoltaiche ed eoliche in Italia e sui mercati internazionali, con un modello industriale prevalentemente orientato al development e alla valorizzazione dei progetti;

- **Solar Ventures:** operatore specializzato nello sviluppo, finanziamento, costruzione e gestione di impianti fotovoltaici utility-scale. Il modello di business integra le attività di development con quelle di IPP, prevedendo sia la valorizzazione dei progetti sviluppati sia il mantenimento di impianti in portafoglio per la produzione e vendita di energia elettrica. La società coordina inoltre le attività di costruzione attraverso il coinvolgimento di contractor specializzati, con una presenza principalmente in Italia e Spagna;

- **ReFeel:** operatore attivo nello sviluppo di impianti fotovoltaici utility-scale e nella realizzazione di soluzioni per la produzione di energia da fonti rinnovabili. Il Gruppo affianca alle attività di sviluppo e investimento in progetti fotovoltaici servizi di progettazione, costruzione e manutenzione attraverso la propria struttura EPC, operando sia su iniziative proprietarie sia su impianti destinati a clienti industriali e commerciali, con una presenza in Italia e sui mercati internazionali;

- **Tozzi Green SpA:** società italiana attiva nello sviluppo, costruzione e gestione di impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili, con una presenza sia sul

mercato nazionale sia a livello internazionale. Le attività comprendono lo sviluppo di progetti, la realizzazione di impianti in qualità di EPC contractor e i successivi servizi di operation & maintenance (O&M), con competenze nel fotovoltaico, nell'eolico e nell'idroelettrico. In Italia, la Società ha sviluppato iniziative in diverse regioni, tra cui Puglia e Sicilia;

- **ESI SpA:** società italiana specializzata nella progettazione e realizzazione chiavi in mano di impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili. Opera prevalentemente come EPC contractor e system integrator, con competenze nella realizzazione di impianti fotovoltaici ed eolici, sistemi ibridi, mini-grid e soluzioni off-grid. Il modello di business è principalmente orientato all'esecuzione di commesse per conto di clienti terzi, con progetti realizzati in Italia, tra cui la Puglia, e all'estero;
- **Alerion Clean Power SpA:** operatore italiano attivo nello sviluppo, realizzazione e gestione di impianti per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili. Il portafoglio è prevalentemente concentrato nell'eolico, con una presenza anche nel fotovoltaico. La Società opera secondo un modello IPP, con attività in Italia e in diversi mercati europei;
- **Ecosuntek SpA:** gruppo italiano attivo nella produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili e nella commercializzazione di energia elettrica e gas. La componente di power generation comprende la gestione di impianti fotovoltaici di proprietà, mentre l'attività commerciale è focalizzata sull'acquisto e sulla vendita di energia. Il modello industriale presenta pertanto una componente di produzione rinnovabile affiancata da un'attività di commercializzazione energetica di maggiore rilevanza economica;
- **Enerqos Energy Solutions Srl:** società italiana appartenente al Gruppo Ameresco, attiva nella progettazione, realizzazione e gestione di soluzioni energetiche per imprese e altri clienti finali. Le principali attività comprendono impianti fotovoltaici, sistemi di accumulo e interventi di efficientamento energetico, con un modello prevalentemente orientato alla fornitura di servizi EPC e soluzioni energetiche integrate per conto terzi;
- **Altenia (già S.T.E. Energy):** operatore italiano specializzato nelle attività di ingegneria, progettazione e costruzione di impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili. Le competenze comprendono la realizzazione di progetti nei settori idroelettrico, eolico, fotovoltaico e delle biomasse, con un modello prevalentemente orientato alla gestione di commesse di engineering ed EPC. Dal luglio 2026 le attività precedentemente riconducibili a STE Energy sono confluite in Altenia, a seguito dell'incorporazione societaria.

CHART 15 – COMPETITIVE POSITIONING

Company	Photovoltaic	Cogeneration	Hydroelectric	Eolic
COGEFEED	✓	—	✓	—
Altea Green Power	✓	—	—	✓
Renergetica	✓	—	—	✓
Solar Ventures	✓	—	—	—
ReFeel	✓	—	—	—
Tozzi Green	✓	—	✓	✓
ESI	✓	—	—	✓
Alerion Clean Power	✓	—	—	✓
Ecosuntek	✓	—	—	—
Enerqos Energy Solutions	✓	✓	—	—
Altenia Srl	✓	—	✓	✓

Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

L'analisi del posizionamento competitivo lungo la catena del valore evidenzia come le società selezionate presentino modelli di business comparabili a quello di Cogefeed, in quanto operano nel mercato delle energie rinnovabili e condividono competenze e attività riconducibili allo sviluppo, alla realizzazione e alla gestione degli impianti. All'interno di questo perimetro, tuttavia, emergono differenti livelli di specializzazione e integrazione verticale, legati al diverso peso assunto dalle singole fasi della filiera nei rispettivi modelli operativi.

In particolare, Altea Green Power, Renergetica e Solar Ventures presentano una maggiore focalizzazione sulle attività di sviluppo progettuale e gestione degli iter autorizzativi, pur affiancando a queste ulteriori attività di realizzazione, valorizzazione o gestione degli impianti. ESI, Enerqos e Altenia si caratterizzano invece per una maggiore incidenza delle attività di ingegneria e costruzione, prevalentemente svolte per conto terzi, mentre Alerion Clean Power ed Ecosuntek presentano una componente più rilevante legata alla proprietà degli impianti e alla produzione e

vendita di energia elettrica. ReFeel e Tozzi Green si distinguono infine per un presidio più esteso della filiera, integrando attività di sviluppo, realizzazione e gestione degli asset.

Cogefeed si inserisce in questo contesto competitivo attraverso un modello progressivamente più integrato, che combina le competenze consolidate nel development e nel permitting con le attività EPC e la produzione di energia elettrica da impianti di proprietà. In particolare, l'evoluzione del Gruppo verso le fasi successive allo sviluppo progettuale, anche attraverso le attività di realizzazione svolte a favore delle società partecipate da Cogefeed Impact, ha ampliato il perimetro operativo rispetto al modello originario.

4.1 SWOT Analysis

Strengths:

- Consolidate partnership strategiche con importanti fornitori del settore sul territorio nazionale, che garantiscono accesso a competenze specializzate e operatività distribuita;
- Percorso di crescita consolidato verso 40+ MW, con pipeline già in corso di realizzazione, fornendo visibilità sulla scalabilità del portafoglio;
- Accesso a finanziamenti strutturati da istituzioni europee con condizioni vantaggiose, riducendo l'onere finanziario complessivo degli investimenti di sviluppo;
- Generazione di flussi ricorrenti dal portafoglio proprietario di impianti su un orizzonte di 20-30 anni, costituendo una base stabile di cash flow per il modello di business;
- Posizionamento nel segmento CER con pipeline PNRR dedicata, garantendo accesso a finanziamenti pubblici.

Weaknesses:

- Track record limitato nella gestione operativa di portafogli proprietari di dimensione significativa, comportando rischi di gestione inefficace man mano che la scala cresce;
- Struttura organizzativa in evoluzione, non ancora completamente allineata alle ambizioni di crescita della pipeline, con possibili implicazioni sulla capacità gestionale nel medio termine;
- Operatività in un settore caratterizzato da elevata intensità di capitale, con conseguenti esigenze di investimento significative per la crescita e una dipendenza strutturale dalle condizioni e dai costi del finanziamento esterno.

Opportunities:

- Crescita della domanda di energia rinnovabile sostenuta da PNRR e direttive europee sulla transizione energetica;
- Opportunità di complementare la pipeline fotovoltaica con altre fonti rinnovabili, come l'eolico e l'idroelettrico, nelle regioni dove Cogefeed ha relazioni consolidate, diversificando il rischio tecnologico e rafforzando il posizionamento territoriale;
- Opportunità di sviluppo e vendita di impianti "chiavi in mano" a investitori industriali e istituzionali, ampliando le fonti di redditività oltre alla gestione del portafoglio proprietario;
- Modelli ibridi che combinano generazione solare con funzione agricola, allineandosi con finanziamenti PNRR e normativa europea, consentendo flussi ricorrenti su asset territorialmente meno vincolati;
- Integrazione verso modelli che abbinino produzione solare e storage (BESS), rispondendo alla domanda di stabilizzazione di rete e di autonomia energetica per clientela industriale.

Threats:

- Fluttuazioni dei prezzi dell'energia potrebbero erodere i margini sui flussi di cassa ricorrenti degli impianti, riducendo l'attrattività economica complessiva del portafoglio;
- Difficoltà nell'individuazione di aree idonee, ostacoli amministrativi nel processo di autorizzazione e opposizione locale potrebbero rallentare l'esecuzione della pipeline;
- Revisioni degli incentivi (CER, PNRR) o volatilità nelle condizioni di finanziamento pubblico potrebbero erodere la fattibilità economica degli investimenti, in particolare su impianti il cui ritorno dipende significativamente dai supporti governativi.

5. Economics & Financials

TABLE 6 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Revenues	0,01	0,42	0,80	2,20	5,00
Work In Progress	0,00	0,30	1,50	2,20	3,80
Other revenues	1,10	2,27	0,30	0,15	0,15
Value of Production	**1,11**	**2,99**	**2,60**	**4,55**	**8,95**
COGS	0,04	0,02	0,80	1,20	2,40
Services	0,41	0,92	0,95	1,45	2,70
Use of asset owned by others	0,08	0,13	0,10	0,15	0,20
Employees	0,26	0,30	0,30	0,40	0,50
Other operating costs	0,08	0,20	0,20	0,20	0,20
EBITDA	**0,25**	**1,43**	**0,25**	**1,15**	**2,95**
EBITDA Margin	*22,3%*	*47,7%*	*9,6%*	*25,3%*	*33,0%*
D&A	0,55	1,41	1,00	1,50	2,40
EBIT	**(0,31)**	**0,01**	**(0,75)**	**(0,35)**	**0,55**
EBIT Margin	*-27,9%*	*0,4%*	*-28,8%*	*-7,7%*	*6,1%*
Financial Management	(0,19)	(0,20)	(0,50)	(0,45)	(0,40)
EBT	**(0,50)**	**(0,19)**	**(1,25)**	**(0,80)**	**0,15**
Taxes	(0,01)	(0,01)	0,00	0,00	0,00
Net Income	**(0,49)**	**(0,17)**	**(1,25)**	**(0,80)**	**0,15**
Minorities	**0,00**	**(0,04)**	**(0,25)**	**(0,15)**	**0,05**

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Fixed Assets	**6,90**	**11,50**	**15,50**	**28,00**	**47,50**
Account receivable	0,14	0,29	0,30	0,60	1,40
Inventories	0,00	0,30	0,30	0,35	0,30
Account payable	0,96	1,90	3,00	5,50	8,50
Operating Working Capital	**(0,82)**	**(1,30)**	**(2,40)**	**(4,55)**	**(6,80)**
Other Receivable	10,65	7,98	5,00	8,00	11,50
Other Payable	1,78	1,00	1,00	2,80	4,00
Net Working Capital	**8,06**	**5,67**	**1,60**	**0,65**	**0,70**
Severance & other provisions	**0,82**	**0,40**	**0,45**	**0,50**	**0,55**
Net Invested Capital	**14,14**	**16,77**	**16,65**	**28,15**	**47,65**
Share capital	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57
Reserves	6,17	5,70	5,56	4,56	3,91
Net Income	(0,49)	(0,14)	(1,00)	(0,65)	0,10
Equity	**8,26**	**8,13**	**7,13**	**6,48**	**6,58**
Minorities equity	**0,00**	**0,76**	**0,51**	**0,36**	**0,41**
Cash & cash equivalents	2,60	3,99	2,99	0,69	0,34
Short term financial debt	3,56	7,01	2,00	1,50	1,00
M/L term financial debt	4,92	4,87	10,00	20,50	40,00
Net Financial Position	**5,88**	**7,88**	**9,01**	**21,31**	**40,66**
SOURCES	**14,14**	**16,77**	**16,65**	**28,15**	**47,65**

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EBIT	**0,01**	**(0,75)**	**(0,35)**	*0,55*
Taxes	(0,01)	0,00	0,00	**0,00**
NOPAT	**0,02**	**(0,75)**	**(0,35)**	**0,55**
D&A	1,41	1,00	1,50	**2,40**
Change in NWC	**2,39**	**4,07**	**0,95**	**(0,05)**
Change in receivable	*(0,15)*	*(0,01)*	*(0,30)*	**(0,80)**
Change in payable	*0,94*	*1,10*	*2,50*	**3,00**
Change in inventories	*(0,30)*	*0,00*	*(0,05)*	**0,05**
Change in others	*1,90*	*2,97*	*(1,20)*	**(2,30)**
Change in provisions	*(0,42)*	*0,05*	*0,05*	**0,05**
OPERATING CASH FLOW	**3,40**	**4,37**	**2,15**	**2,95**
Capex	(6,0)	(5,0)	(14,0)	**(21,9)**
FREE CASH FLOW	**(2,61)**	**(0,63)**	**(11,85)**	**(18,95)**
Financial Management	(0,20)	(0,50)	(0,45)	**(0,40)**
Change in Financial debt	3,40	0,12	10,00	**19,00**
Change in equity	0,81	0,00	0,00	**0,00**
FREE CASH FLOW TO EQUITY	**1,39**	**(1,00)**	**(2,30)**	**(0,35)**

Source: Integrae SIM

5.1 FY25A Results

Nel corso dell'esercizio 2025, Cogefeed ha consolidato la propria strategia di crescita attraverso l'accelerazione della fase di sviluppo della pipeline verso il target di oltre 40 MW e l'ampliamento della base installata operativa. Il Gruppo ha registrato un Valore della Produzione di € 2,99 mln, in crescita del 170,7% rispetto a € 1,11 mln dell'esercizio precedente, trainato dall'incremento dei ricavi operativi derivanti dalla generazione di energia da impianti già connessi alla rete e dallo sviluppo di impianti in fase EPC per conto di controllate specializzate. Tale crescita è riconducibile all'intensa attività di accelerazione della pipeline realizzata nel corso dell'esercizio e alla progressiva maturazione della base installata operativa, elementi che hanno consentito al Gruppo di evolvere verso un modello di business sempre più orientato alla generazione di flussi di ricavo ricorrenti provenienti dalla gestione diretta di impianti.

L'EBITDA raggiunge € 1,43 mln rispetto a € 0,25 mln dell'esercizio precedente, in crescita del 480,1%, con un EBITDA margin pari a 47,7% (22,3% nel FY24A). Tale significativo miglioramento risulta riconducibile all'accelerazione della crescita operativa e alla maggiore incidenza dei ricavi ricorrenti derivanti dalla generazione di energia. L'EBIT registra un'inversione di tendenza sostanziale e risulta pari a € 0,01 mln rispetto a negativi € -0,31 mln del 2024, evidenziando il progressivo miglioramento della redditività operativa. Il Net Income, pari a € -0,17 mln, risulta in miglioramento rispetto a € -0,49 mln del 2024.

Sul fronte finanziario, la PFN si attesta a € 7,88 mln rispetto a € 5,88 mln al 31

dicembre 2024, registrando un temporaneo peggioramento principalmente per effetto dell'intensità degli investimenti nella pipeline di sviluppo di impianti fotovoltaici e il rafforzamento della struttura operativa del Gruppo. Tale profilo di indebitamento risulta coerente con la fase di sviluppo della pipeline, con prospettive di progressiva diminuzione della leva finanziaria grazie all'accelerazione della generazione di flussi di cassa ricorrenti da impianti operativi.

Nel corso dell'esercizio 2025, il Gruppo ha proseguito il percorso di accelerazione della propria strategia di sviluppo attraverso una serie di iniziative significative, tra cui la sottoscrizione dell'accordo di partnership strategica con E-Globe SpA (gennaio 2025) per la realizzazione e gestione di una piattaforma di impianti fotovoltaici da 25 MW e la stipula dell'accordo di investimento con Alternative Capital Partners SGR SpA (giugno 2025), che prevede una partecipazione di Cogefeed pari al 55,0% e un impegno complessivo di € 5,90 mln destinato allo sviluppo di una piattaforma greenfield di impianti di piccola-media taglia. Tali iniziative hanno contribuito a consolidare le basi strategiche e operative per l'accelerazione della realizzazione della pipeline. Il percorso di crescita è proseguito nel primo semestre 2026 con l'acquisizione dalla società Enerin Srl di quattro impianti fotovoltaici, per una potenza complessiva di circa 0,4 MW.

In parallelo, il Gruppo ha consolidato ulteriormente la visibilità sulla pipeline attraverso i positivi esiti delle istruttorie GSE per i progetti di Comunità Energetiche Rinnovabili (CER) ammissibili ai contributi PNRR. In particolare, sono stati comunicati esiti positivi per i progetti CER "Padula FV01" (ottobre 2025, 0,9 MW, contributo circa € 0,37 mln), "Satriano FV01" e "Casaletto Spartano FV01" (ottobre 2025, potenza complessiva 1,9 MW, contributo circa € 0,74 mln), e "Padula FV02" (novembre 2025, 0,8 MW, contributo circa € 0,34 mln), per un totale di circa € 1,45 mln di contributi potenziali.

Nel complesso, l'esercizio 2025 ha confermato il percorso di crescita del Gruppo e il progressivo rafforzamento del posizionamento nel segmento della proprietà e gestione diretta di impianti fotovoltaici, sostenuto tanto dall'espansione della base installata operativa quanto dal consolidamento delle partnership con primari operatori del settore. L'ulteriore incremento dei volumi e della marginalità operativa supporta una solida visibilità sui prossimi anni, basata sulla progressiva espansione della base installata operativa e sulle prospettive di generazione di cassa ricorrente su orizzonte ventennale-trentennale.

5.2 1H26A Results

Nel primo semestre 2026 il Gruppo ha registrato un Valore della Produzione di € 1,70 mln, in crescita del 51,9% rispetto ai € 1,12 mln dello stesso periodo dell'anno precedente, riflettendo l'intensa attività di sviluppo della pipeline: la crescita è stata trainata dagli incrementi di immobilizzazioni per lavori interni pari a € 0,99 mln, derivanti dallo sviluppo degli impianti fotovoltaici della pipeline di 22,83 MW, mentre contemporaneamente i ricavi delle vendite hanno registrato una crescita significativa, più che raddoppiando a € 0,44 mln, grazie alla generazione di energia dagli impianti

fotovoltaici già connessi alla rete, che complessivamente ammontano a 5,26 MW[1] .

L'EBITDA risulta pari a € 0,10 mln (1H25A € 0,36 mln), con un EBITDA margin pari a 6,2% (1H25A 32,6%), per effetto dell'accelerazione dello sviluppo della pipeline di impianti e dell'incremento dei costi per materie prime e servizi, è principalmente riconducibile alla contabilizzazione nel corso del 2026 di costi precedentemente sospesi nell'esercizio 2025, in relazione all'evoluzione dello stato di avanzamento degli impianti in costruzione.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,46 mln, si attesta a € -0,35 mln. Il Net Income, pari a € -0,66 mln, rispetto a € -0,02 mln del 1H25A, risulta principalmente riconducibile all'incremento degli oneri finanziari sostenuti nel semestre, questi ultimi pari a € 0,31 mln per effetto del maggiore ricorso all'indebitamento finanziario a supporto degli investimenti nella pipeline di impianti del Gruppo.

Sul fronte patrimoniale, la Posizione Finanziaria Netta risulta pari a € 9,60 mln da € 7,88 mln del 31 dicembre 2025, riflettendo gli investimenti della pipeline di sviluppo finanziati attraverso linee di credito dedicate. Tale profilo di indebitamento risulta coerente con l'intensità degli investimenti di sviluppo della pipeline, con prospettive di progressiva riduzione dell'indebitamento e con la generazione di flussi di cassa ricorrenti da impianti operativi.

Nel primo semestre 2026, il Gruppo ha accelerato l'attuazione della propria strategia di sviluppo della pipeline attraverso una serie di azioni significative: l'acquisizione della società Castignano Impact Srl (marzo 2026), titolare di due autorizzazioni per gli impianti Castignano 1 e 2, il completamento della fase di acquisizione terriera per il progetto Pisticci mediante due tranches nel corso del trimestre (marzo e maggio 2026) per un investimento complessivo di € 0,69 mln, e l'ottenimento di finanziamenti per € 2,20 mln da Mediocredito Centrale in aprile 2026, strutturati come Sustainability Linked Loans con garanzia del Fondo Europeo per gli Investimenti, hanno consolidato le fondamenta operative per l'accelerazione della capacità installata, con un portafoglio analiticamente individuato di 22,83 MW (sviluppo, realizzazione ed esercizio), funzionale al raggiungimento del target di 40+ MW.

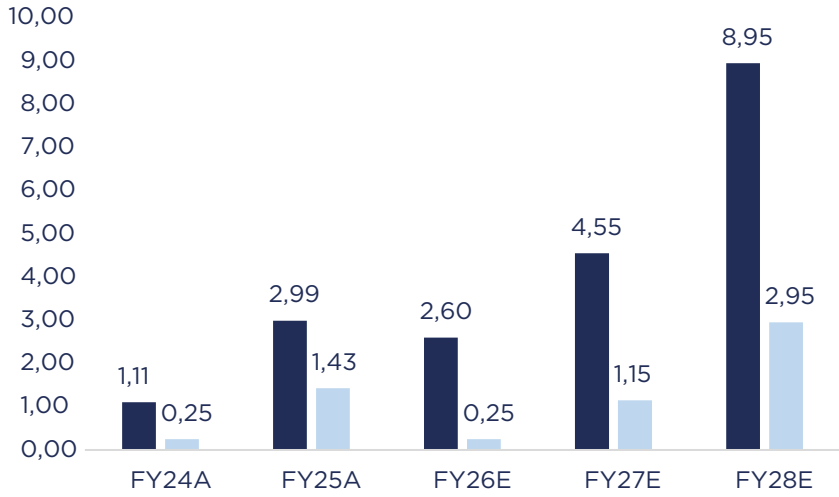
Nei mesi successivi alla chiusura del semestre, il Gruppo ha proseguito nell'avanzamento del proprio piano di sviluppo operativo: nel luglio 2026 sono stati avviati i lavori per la realizzazione dell'impianto FV01 Controne (0,99 MW), con obiettivo di completamento entro la fine dell'anno, mentre il 10 settembre è entrato in esercizio l'impianto Montesano FV01 (0,7 MW), primo dei cinque impianti finanziati da BIAE (Banca Italiana per l'Ambiente e per l'Energia SpA) a raggiungere la fase operativa e inserito nella configurazione di autoconsumo diffuso della Comunità Energetica Rinnovabile "Renewable Energy Foundation".

1 Comprensivo dei 7 impianti a tetto, dei 5 impianti a terra a Buonabitacolo e dell'impianto di Salvitelle

5.3 FY26E - FY28E ESTIMATES

Le stime di seguito riportate riflettono lo stato di avanzamento della pipeline di impianti del Gruppo e il progressivo ingresso in esercizio delle iniziative attualmente in fase di realizzazione e di connessione alla rete.

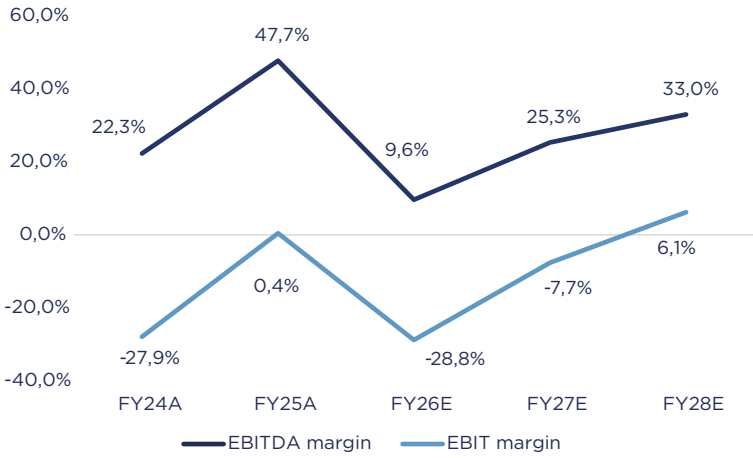
CHART 16 – VOP & EBITDA FY24A – FY28E



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

Per i prossimi anni ci attendiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 2,99 mln del FY25A a € 8,95 mln del FY28E (CAGR FY25A–FY28E: 44,1%). La crescita sarà sostenuta principalmente dall'aumento dei ricavi derivanti dalla cessione di energia elettrica, per effetto dell'entrata in esercizio degli impianti completati e in corso di realizzazione, nonché dalla componente legata alla realizzazione interna degli impianti, che accompagnerà l'intera fase di sviluppo della pipeline.

CHART 17 – EBITDA MARGIN & EBIT MARGIN FY24A-FY28E

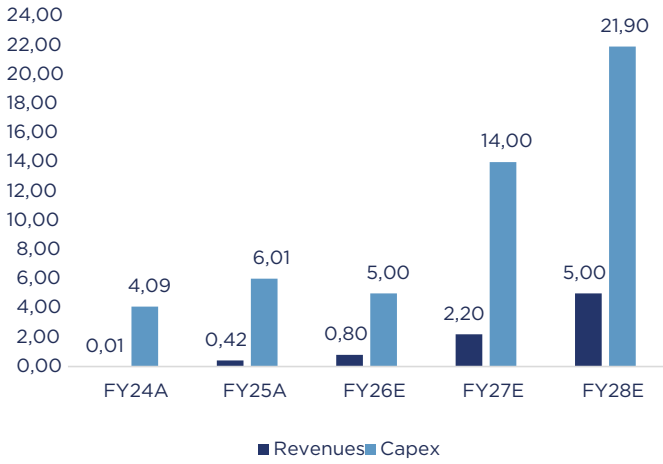


Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

In termini di marginalità, stimiamo un EBITDA FY26E pari a € 0,25 mln, con un EBITDA margin pari al 9,6%, rispetto a € 1,43 mln registrati nel FY25A (EBITDA margin 47,7%). Il confronto risente della presenza, nell'esercizio 2025, di componenti positive di natura non ricorrente, riconducibili principalmente all'attività di efficientamento energetico, oggi non più esercitata, e alla plusvalenza derivante dal conferimento delle autorizzazioni in Castignano Impact Srl, nonché dei proventi da locazione delle centrali di cogenerazione, venuti meno a partire dal 2026.

Il miglioramento dell'EBITDA stimato riflette il progressivo ingresso in esercizio degli impianti fotovoltaici in pipeline, la crescente incidenza dei ricavi ricorrenti derivanti dalla produzione di energia e una struttura dei costi fissi contenuta, elementi che riteniamo possano sostenere un incremento della leva operativa e della redditività del Gruppo.

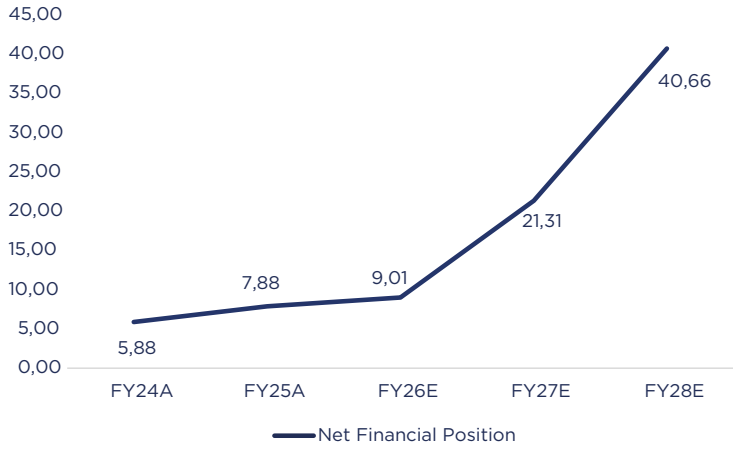
CHART 18 – CAPEX FY24A-FY28E



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

In termini patrimoniali, prevediamo un incremento dell'indebitamento netto, riconducibile al ricorso a nuove fonti di finanziamento a supporto del piano di investimenti per la realizzazione della pipeline di impianti. Le nostre stime indicano una PFN che passerà da € 7,88 mln a fine FY25A a € 40,66 mln a fine FY28E, destinata a ridursi progressivamente negli esercizi successivi grazie ai flussi di cassa generati dagli impianti in esercizio.

CHART 19 – NFP FY24A-FY28E



Source: Cogefeed, Integrae SIM elaboration

6. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range di Cogefeed sulla base della metodologia DCF.

6.1 DCF Method

TABLE 7 – WACC

WACC			7,3%
D/E **233,3%**	Risk Free Rate **3,3%**	β Adjusted **1,6**	α (specific risk) **2,5%**
Kd **5,0%**	Market premium **6,6%**	β Relevered **1,8**	Ke **15,9%**

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di Ottobre 2026 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei competitor;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 7,3%.

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 15,4 mln.**

TABLE 8 – EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
		5,8%	**6,3%**	**6,8%**	**7,3%**	**7,8%**	**8,3%**	**8,8%**
Growth Rate (g)	**3,0%**	63,6	47,8	36,3	27,5	20,7	15,3	10,9
	2,5%	51,1	39,0	29,8	22,7	17,0	12,3	8,5
	2,0%	41,8	32,2	24,7	18,7	13,8	9,8	6,4
	1,5%	34,7	26,8	20,5	15,4	11,2	7,7	4,7
	1,0%	29,1	22,5	17,1	12,7	9,0	5,8	3,2
	0,5%	24,5	18,9	14,2	10,3	7,0	4,2	1,8
	0,0%	20,8	15,9	11,8	8,3	5,4	2,8	0,6

Source: Integrae SIM

7. Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	
Equity Value DCF (€/mln)	15,4
Target Price (€)	**3,00**

Source: Integrae SIM

Il target price pertanto è pari a € 3,00, rating BUY e risk MEDIUM.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

TP Implied Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	16,3x	93,3x	20,3x	7,9x
EV/EBIT	n.m.	n/a	n/a	42,4x
P/E	n/a	n/a	n/a	102,9x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	10,0x	57,3x	12,4x	4,9x
EV/EBIT	n.m.	n/a	n/a	26,0x
P/E	n/a	n/a	n/a	42,9x

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. Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessia Di Florio and Costanza Luisa Del Ponte 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, 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

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 >= 7.5%	Upside >= 10%	Upside >= 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside <= -5%	Upside <= -5%	Upside <= 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 directly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- *It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Cogefeed SpA;*
- *It carries out media marketing activities on behalf of Cogefeed SpA;*
- *It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Cogefeed SpA.*