

EQUITY RESEARCH

EVISO SPA

FOCUS DE L'ANALYSE

ACHAT

OC 14.0€

Potentiel: 74%

Le levier opérationnel est enclenché

Alors que la plateforme peut absorber des volumes très supérieurs aux niveaux actuels, plusieurs relais de croissance atteignent une masse critique après plusieurs années d'investissement. La croissance de la marge brute devrait se convertir de façon croissante en résultats et en cash-flow. Nous anticipons ainsi un taux de conversion de la marge brute en EBITDA proche de 60% à horizon 3 ans (vs <50% en FY25/26) et une conversion en FCF >50%. Cette dynamique pourrait soutenir une croissance du BPA >50% en FY26/27, puis de l'ordre de 30% par an sur les 2 exercices suivants. Le marché nous semble sous-estimer l'ampleur du levier opérationnel du modèle d'affaires d'eVISO, ce qui offre selon nous un point d'entrée attractif.

Transformation de la complexité en avantage compétitif

À mesure que les marchés énergétiques gagnent en volatilité et en intensité de données, la valeur se déplace vers les acteurs capables de prévoir, automatiser et optimiser les flux. eVISO réunit les briques nécessaires pour en tirer parti. Avec notamment 1,4TWh de volumes gérés, croissance soutenue du gaz, l'ouverture de nouveaux canaux de distribution et une automatisation croissante des processus, eVISO a désormais la taille critique permettant de mieux rentabiliser sa plateforme propriétaire.

Le mix s'améliore, les relais de croissance se multiplient

TMVA 2021-26 de la marge brute de +35%, portée par les volumes et l'élargissement du périmètre d'activité. eVISO aborde une phase de développement davantage axée sur le ramp up des volumes, l'enrichissement du mix d'activités et la monétisation de ses investissements technologiques. eVISO combine des activités matures (électricité), des relais de forte croissance (gaz, agences) et des initiatives en déploiement (retail, digital, VisuGiro), tandis que le potentiel de pénétration demeure élevé dans le B2B, où les parts de marché restent inférieurs à 1% dans de nombreuses zones. L'expansion en Espagne comme des acquisitions ciblées pourraient amplifier les effets d'échelle.

Vers une meilleure conversion de la croissance en cash

L'enjeu des prochaines années sera de convertir la barrière technologique en amélioration pérenne de la rentabilité. La plateforme est déjà dimensionnée pour traiter jusqu'à 10 fois les volumes actuels, ce qui limite les besoins de Capex important pour accompagner l'expansion. Alors que les investissements dans les nouveaux canaux, les équipes et les technologies ont pesé sur la conversion de la marge brute ces dernières années, l'automatisation croissante des processus et la hausse des volumes devraient favoriser une absorption plus efficace des coûts fixes. Dans ce contexte, la progression du gaz, des agences, du retail et des activités digitales pourrait soutenir une amélioration graduelle de la conversion de la marge brute en EBITDA puis en FCF.

Key data

Prix actuel (€)	8,1
Secteur	Technology Services
Ticker	EVISO-IT
Nb d'actions (M)	24,662
Capitalisation boursière	198,5
Prochain événement	KPI T1 FY27 - 18/11/26

Source: FactSet

Actionnaires (%)

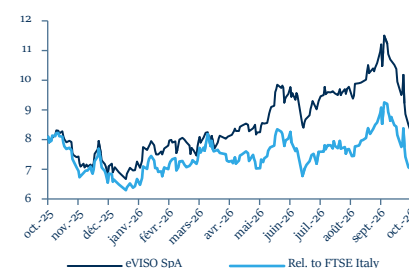
Gianfranco Sorasio	57,1
Pandora S.S.	12,1
ISCAT S.r.l.	5,3
Free float	20,1

Source: TPICAP Midcap estimations

BPA (€)	06/27e	06/28e	06/29e
Estimation	0,32	0,41	0,54
Changement de nos estimations (%)	-18,6	-14,8	na

Source: TPICAP Midcap estimations

Performance (%)	1D	1M	YTD
Evolution du cours	-0,6	-30,0	17,5
Rel FTSE Italy	-1,2	-26,5	6,5



Source: FactSet

TP ICAP Midcap Estimates	06/26	06/27e	06/28e	06/29e	Valuation Ratio	06/27e	06/28e	06/29e
Chiffre d'affaires (m €)	341,0	407,0	433,5	468,1	VE/Sales	0,5	0,4	0,4
ROC (m €)	8,1	11,2	14,5	19,0	VE/EBITDA	13,4	10,1	7,5
MOC (%)	2,4	2,7	3,3	4,1	VE/EBIT	16,6	12,4	9,0
BPA (publié) (€)	0,21	0,32	0,41	0,54	PER	25,4	19,6	14,9
Dividende (€)	0,06	0,06	0,09	0,12	Source: TPICAP Midcap			
Dividend Yield (%)	0,7	0,8	1,2	1,5				
FCF (m €)	1,9	5,2	7,8	11,1				

Analyst

Veneta Nikolova

veneta.nikolova@tpicap.com

+33173030972





LE LEVIER OPÉRATIONNEL EST ENCLENCHÉ	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
CLICK OR TAP HERE TO ENTER TEXT.	4
UN MIX DE VOLUMES DE PLUS EN PLUS FAVORABLE AUX CANAUX DIRECTS ET AU GAZ	4
EBITDA PRÉSERVÉ, SUR LE CHEMIN DES ÉCONOMIES D'ÉCHELLE	8
ESPAGNE : CROISSANCE FONDÉE SUR LA RÉPLICATION DU MODÈLE ITALIEN	11
M&A : APPROCHE DISCIPLINÉE, CENTRÉE SUR LA QUALITÉ DES PORTEFEUILLES	12
FINANCIAL DATA	13

Description

eVISO est un fournisseur d'électricité et de gaz adressant les PME, les particuliers et les revendeurs d'énergie en Italie. Sa plateforme technologique propriétaire automatise l'ensemble de la chaîne de valeur énergétique : prévision des consommations, achats d'énergie, gestion des risques, facturation, recouvrement et acquisition commerciale. La plateforme s'appuie sur un datalake propriétaire de 994 milliards de données, traite 58,7 milliards de relevés de compteurs par an (+40 %) et génère 27 millions de prévisions quotidiennes grâce à ses algorithmes de machine learning. Cette infrastructure supporte l'ensemble des opérations du groupe, avec 209 753 points de livraison servis, 2,4 millions de factures émises par an et 341 M€ de chiffre d'affaires gérés sur l'exercice 2025-2026.

La plateforme est déjà dimensionnée pour absorber une croissance largement supérieure aux volumes actuels. La direction estime ainsi qu'elle pourrait supporter jusqu'à 10 fois l'activité actuelle. Dès lors, l'augmentation des volumes – via les canaux directs, les revendeurs, le gaz ou l'expansion internationale – devrait se traduire par une progression plus rapide de l'EBITDA et de la génération de trésorerie que des coûts opérationnels. Cette capacité à combiner croissance des volumes, automatisation et effet d'échelle constitue la base de la création de valeur du groupe.

SWOT Analysis

Strengths

- Une plateforme propriétaire difficile à répliquer, qui combine données, IA et automatisation pour gérer la complexité croissante des marchés de l'électricité et du gaz.
- Un modèle fortement scalable, capable d'absorber une hausse significative des volumes et des portefeuilles acquis sans augmentation proportionnelle des coûts.
- Une maîtrise intégrée de toute la chaîne de valeur de la donnée énergétique, de la prévision à la facturation, offrant un avantage compétitif durable.

Weaknesses

- Une dilution mécanique des marges unitaires, liée à la montée en puissance des grands comptes et à l'élargissement du portefeuille clients.
- Une taille encore limitée, qui réduit le pouvoir de négociation face aux grands opérateurs intégrés du secteur.

Opportunities

- La poursuite des gains de parts de marché dans l'électricité et le gaz, portée par la digitalisation encore incomplète du secteur.
- L'amélioration progressive du levier opérationnel, grâce à l'automatisation croissante des processus et à l'absorption des coûts fixes existants.
- Une stratégie M&A disciplinée, susceptible d'accélérer la croissance des POD/PDR tout en préservant les niveaux de marge.
- La réplique internationale du modèle, l'Espagne constituant une première validation du potentiel d'exportation de la plateforme.

Threats

- La volatilité et le niveau élevé des prix de l'énergie restent susceptibles de peser sur le BFR, un impact partiellement atténué par la réduction du cycle de facturation du gaz (60 à 30 jours) et la substitution d'une partie des garanties bancaires grâce à la notation de crédit du groupe.
- Une pression potentielle sur les marges en cas de dégradation du mix clients ou d'intensification de la concurrence.

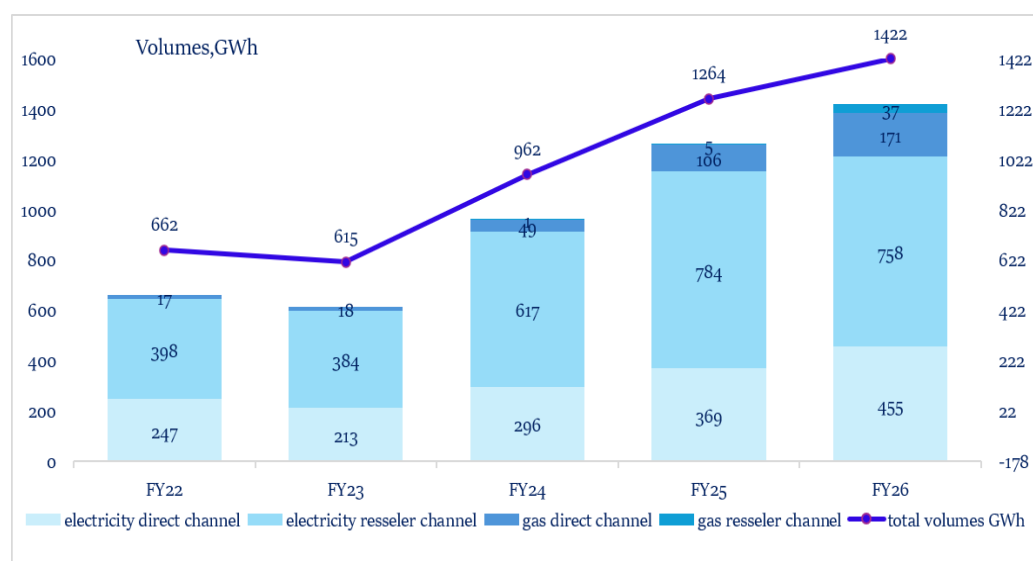
Un mix de volumes de plus en plus favorable aux canaux directs et au gaz

Les volumes d'énergie ont atteint 1,42 TWh en FY25/26, en hausse de 13% sur un an, malgré un recul de 6% du prix moyen de l'énergie. La croissance du CA reflète avant tout l'accélération des volumes, alimentée par l'expansion de la base clients et l'enrichissement progressif de l'offre énergétique, plutôt qu'un effet prix.

Les volumes du canal direct ont quant à eux progressé de 32% à 626 GWh, portant leur contribution à 44% des volumes totaux, contre 38% un an auparavant. Cette dynamique a été soutenue à la fois par l'électricité (+23%) et le gaz (+61%), activités les plus contributives à la marge brute.

Parallèlement, le gaz continue de gagner en poids au sein du portefeuille. Les volumes ont progressé de 88% à 208 GWh, portant sa contribution à 15% des volumes du groupe, contre 9% un an plus tôt, traduisant ainsi le succès des ventes croisées auprès de la clientèle électricité et le développement des canaux indirects. Le management anticipe une nouvelle progression de cette part au cours du prochain exercice.

À l'opposé, le canal revendeurs demeure globalement stable à 796 GWh. La baisse des volumes d'électricité (-3%) est compensée par la forte croissance du gaz, dont les volumes ont été multipliés par plus de 6 sur 1 an. Les revendeurs ont continué d'apporter l'effet d'échelle nécessaire à la plateforme, tandis que le canal direct et le gaz ont concentré l'essentiel de la création de valeur incrémentale.



Source : Company, TP ICAP



Marge brute : +35 % de CAGR sur 6 ans, portée par un portefeuille équilibré entre activités matures et relais de croissance

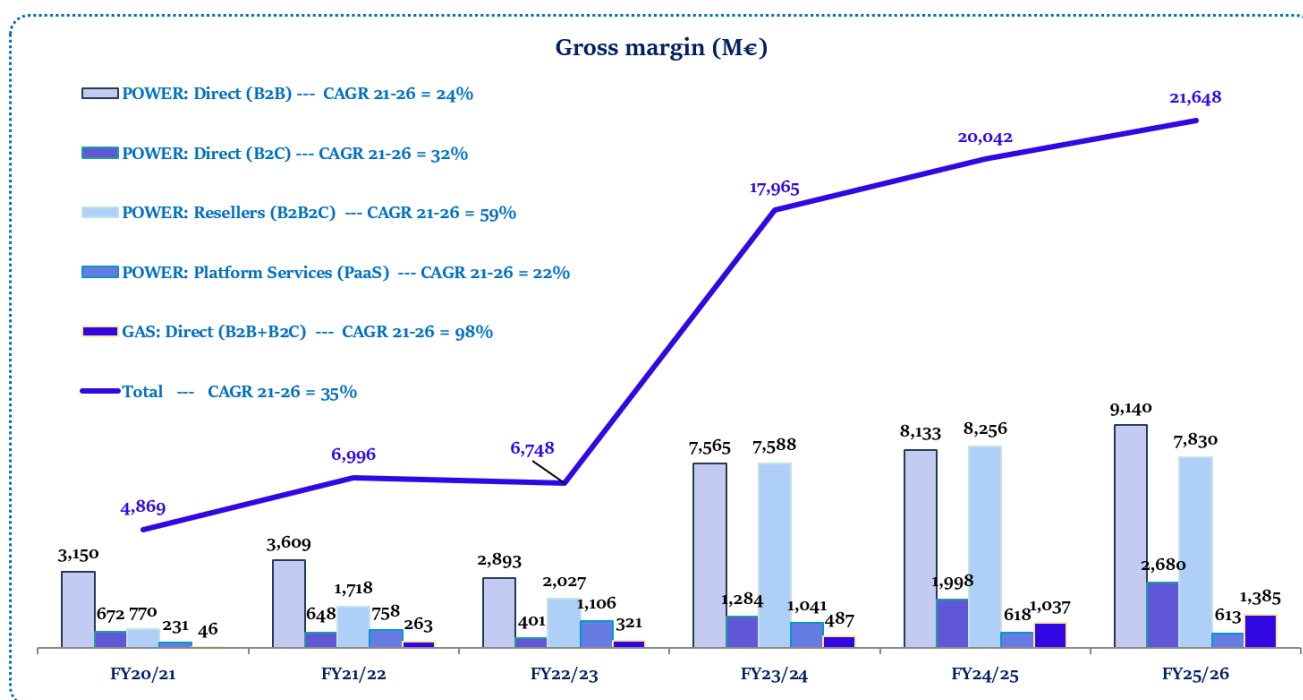
La marge brute a atteint 21,8 M€ en FY25/26, soit un CAGR de 35% sur la période FY21/22-FY25/26, reflétant la capacité d'eVISO à accroître ses volumes tout en élargissant progressivement son périmètre d'activité. La progression de FY26 a principalement été portée par le canal direct dans l'électricité et par l'accélération du gaz, deux segments qui concentrent désormais l'essentiel de la croissance.

- Dans l'électricité, la marge brute du canal direct a progressé de 17% à 11,8 M€, compensant largement le recul de 5% du canal revendeurs à 7,8 M€.
- Dans le gaz, la marge brute du canal direct a augmenté de 34% à 1,4 M€, tandis que le canal revendeurs a très fortement progressé mais est resté non significatif.

Cette croissance est intervenue alors même que les marges unitaires ont poursuivi leur normalisation après les niveaux exceptionnellement élevés observés en FY24.

- Dans l'électricité, la marge brute unitaire du canal direct est ressortie à 26,0€/MWh contre 27,5€/MWh en FY24/25 et 29,9€/MWh en FY23/24.
- Une tendance similaire est observée dans le gaz, où la marge unitaire du canal direct a reculé à 8,1€/MWh contre 9,8€/MWh un an plus tôt.

Cette évolution reflète principalement un changement de mix. La croissance est désormais davantage portée par les grands comptes ainsi que par le canal agences, dont les marges unitaires sont structurellement inférieures à celles du portefeuille historique mais s'accompagnent d'un potentiel de volumes plus important. La baisse du revenu unitaire par MWh apparaît ainsi davantage comme la conséquence d'une évolution de la base clients que comme un signe de pression concurrentielle accrue.



Source : Company, TP ICAP

Portefeuille d'activités diversifiées en soutien à la prochaine vague de croissance

La progression de la marge brute ne dépend plus uniquement des activités historiques de fourniture d'électricité, car eVISO a construit au fil des années un portefeuille diversifié associant activités matures, métiers en phase d'accélération et initiatives encore en cours de déploiement. Cette diversification est d'autant plus importante que, selon le management, un nouveau projet nécessite généralement 3 à 4 ans avant d'atteindre une phase de croissance soutenue, comme l'illustre l'activité de revente, lancée en 2021 et devenue contributive en 2023-2024.

- Les **activités matures**, qui représentent 1 164 GWh de volumes (+3,5% sur FY25/26), demeurent le principal contributeur du groupe. Elles regroupent les activités historiques d'électricité, où la progression du canal direct (+19% à 406 GWh) a compensé partiellement le recul du canal revendeurs (-3% à 758 GWh). Selon la direction, l'infrastructure technologique actuelle est dimensionnée pour traiter des volumes jusqu'à 10 fois supérieurs aux niveaux actuels, ce qui suggère que la poursuite de la croissance ne devrait pas nécessiter une hausse proportionnelle des Capex. Par ailleurs, le potentiel d'expansion demeure important, notamment dans le segment B2B, où eVISO détient encore moins de 1% de part de marché dans de nombreuses zones, suggérant un réservoir de croissance largement sous-pénétré.
- Les **activités émergentes** atteignent désormais 244 GWh (+79%) et constituent le principal relais de croissance. La progression du gaz (canal direct à +47% ; canal revendeurs à +683%), ainsi que du canal agences dans l'électricité (+66%) illustre l'élargissement progressif du modèle au-delà de son cœur d'activité historique. Bien que ces volumes demeurent encore limités, leur rythme de croissance contraste fortement avec celui des activités matures.
- Les **activités en développement**, représentent encore une part limitée des volumes (14GWh), mais ont affiché une forte progression (+372%). Elles regroupent le retail et les activités digitales, portées par les premiers volumes issus des partenariats bancaires et assurantiels ainsi que du réseau de points de vente physiques. VisuGiro, une application propriétaire qui convertit l'activité physique de ses utilisateurs (vélo, course à pied, marche, etc.) en crédits sur leurs factures d'électricité. Selon le management, VisuGiro pourrait générer une contribution matérielle à la marge brute à horizon 2 à 3 ans.

Relais de croissance de la marge brute

- **Canal direct** : Les ventes directes représentent désormais 626 GWh, soit 44% des volumes totaux, en croissance de 32% sur un an. Le groupe entend poursuivre son expansion auprès des PME dans ses régions historiques (Piémont, Ligurie) tout en renforçant progressivement sa couverture nationale via le réseau d'agences, le digital (eVISO Giro) et le retail. Le management anticipe le maintien d'une croissance à deux chiffres sur cet axe en FY26/27, ce canal restant le plus contributif en matière de marge brute et de rentabilité.
- **Gaz** : L'activité gaz atteint désormais 208 GWh, après une progression de 88% sur un an, portant sa contribution à 15 % des volumes du groupe contre 9 % un an plus tôt. Le management estime que seulement 20 % de la base clients électricité est aujourd'hui équipée d'une offre gaz, ce qui laisse un potentiel de ventes croisées significatif. Au-delà de la croissance des volumes, eVISO met également en avant la montée en puissance de la plateforme Cortex GAS, dont l'automatisation pourrait soutenir une amélioration progressive des marges à mesure que l'activité gagne en taille.
- **Revendeurs** : Le canal des revendeurs représente désormais 796 GWh, soit 56% des volumes du groupe, ce qui en fait le premier contributeur en termes de volumes. eVISO cible un marché italien particulièrement fragmenté comprenant 796 opérateurs, dont le groupe sert déjà environ 14%. La plateforme Cortex LUCE, qui automatise la tarification, la gestion des risques et les opérations de back-office, permet d'absorber une croissance

importante des volumes sans augmentation proportionnelle de la base de coûts. Si la rentabilité unitaire demeure plus faible que dans les canaux directs, les revendeurs constituent un levier essentiel de montée en charge de la plateforme et de dilution des coûts fixes.

- **Effet prix** : une part croissante des contrats directs intègre désormais une composante indexée sur le prix de l'énergie. Dans un environnement de prix plus élevés, cette structure devrait soutenir la progression de la marge brute, malgré une hausse concomitante des coûts d'équilibrage.
- **Levier opérationnel** : La plateforme propriétaire a été construite pour traiter des volumes significativement supérieurs aux niveaux actuels. Alors que les investissements technologiques se poursuivent, l'infrastructure apparaît déjà largement dimensionnée, ce qui devrait permettre une amélioration progressive de la conversion de la marge brute en EBITDA grâce à la hausse des volumes.
- **Nouveaux services** : après avoir atteint le stade du « profit fit », eVISO Giro entre dans une phase de monétisation. Avec près de 150 000 téléchargements selon le management, la plateforme vise une contribution significative à la marge brute à horizon 24-36 mois, tandis que les services numériques et l'intelligence artificielle pourraient devenir de nouvelles sources de revenus à forte marge.

La récente remontée des prix de l'énergie devrait constituer un soutien supplémentaire. Le management indique que les mécanismes d'indexation intégrés à une partie des contrats directs devraient avoir un impact globalement positif sur la marge brute malgré la hausse des coûts d'équilibrage. La direction estime par ailleurs que les niveaux de marge actuellement observés sur les canaux agences, retail et digital demeurent soutenables dans le contexte actuel du marché italien.

Après plusieurs années portées par l'optimisation des spreads (marges brutes unitaires par canal de distribution), la croissance future devrait davantage dépendre de la capacité du groupe à accroître ses volumes, automatiser les processus et répliquer la plateforme sur de nouveaux canaux et de nouvelles géographies. Avec plus de 1,1 TWh de volumes sur ses activités historiques, 244 GWh de projets émergents en croissance de 79% et plusieurs canaux encore en phase de développement, eVISO dispose de plusieurs vecteurs de croissance pour les prochaines années.

Cette diversification des moteurs de croissance devrait soutenir la progression de la marge brute au cours des prochaines années. L'enjeu sera désormais la capacité du Groupe à transformer cette dynamique commerciale en une masse critique suffisante pour améliorer graduellement l'absorption des coûts fixes et renforcer la conversion de la marge brute en EBITDA.

EBITDA préservé, sur le chemin des économies d'échelle

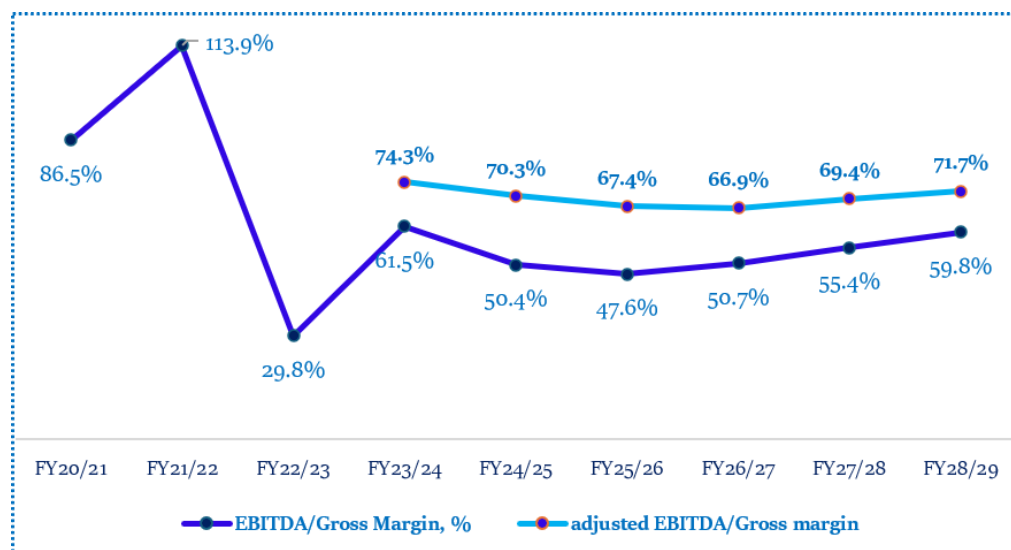
Pour rappel, eVISO a publié un CA de 341M€, en hausse de 8% malgré un recul de 6% du prix moyen de l'énergie, grâce à la progression des volumes (+13% à 1.422GWh) et à la forte dynamique du canal direct. La croissance a été portée par l'électricité directe (+20% à 108M€), le gaz direct (+52% à 14M€) et l'activité de trading d'électricité (+81% à 28M€). Le rythme de croissance de l'EBITDA (+3%) est resté volontairement inférieur à celui de la marge brute (+9%), car eVISO a continué à renforcer ses moyens commerciaux, marketing et technologiques pour accompagner l'augmentation des volumes. Les coûts de personnel ont ainsi progressé de 14%, à 6,6 M€, avec un effectif moyen passé de 134 à 157 personnes (+17%).

€m	FY24/25 (restated)	FY25/26
Reported EBITDA	10.1	10.4
Discretionary growth investments	-3.58	-3.85
Customer acquisition costs recognized in operating expenses and not capitalized under IFRS 15	-3.41	-3.45
Qualifying new channel development / digital advertising		
Qualifying sponsorships and other commercial initiatives	-0.17	-0.41
Net operating result from new geographies / start-up entities		
Other adjustments	-0.39	-0.41
Share-based compensation (IFRS 2)	-0.39	-0.41
Total adjustments	-3.97	-4.26
Adjusted EBITDA	14.1	14.7

Sources : Company

Cette dynamique se reflète dans les ratios de conversion. Sur FY25/26, la marge brute s'est convertie en EBITDA à hauteur de 47,5%, contre 50,0% un an plus tôt, tandis que le taux de conversion de l'EBITDA ajusté recule à 67,4%, contre 70,3% précédemment. Nous n'interprétons pas cette évolution comme la conséquence du décalage habituel entre l'engagement des dépenses de croissance et leur contribution aux résultats. Selon le management, la structure de coûts est désormais largement dimensionnée pour accompagner la croissance future des volumes. L'enjeu porte désormais sur la capacité du groupe à faire croître les volumes plus rapidement que sa base de coûts. Dans ce contexte, la montée en puissance du canal direct, du gaz et des services à plus forte valeur ajoutée devrait soutenir une amélioration progressive du levier opérationnel.

Gross margin to EBITDA conversion rate



Sources: Company, TP ICAP estimates

Vers une meilleure conversion de la croissance en cash

Les comptes FY26 ont confirmé l'amélioration de la génération de trésorerie. Le cash-flow opérationnel a progressé de 47% à 7,0M€, tandis que la consommation de BFR est restée limitée à 1,4M€ malgré une croissance de 13% des volumes. La trésorerie nette est ressortie à 8,8M€, contre 9,2M€ un an plus tôt, pour une trésorerie brute de 21,2M€ et une dette financière brute de 12,5M€, soit environ 1,2x l'EBITDA publié. Cette légère contraction de la trésorerie nette intervient dans un contexte marqué par plusieurs sorties de cash, notamment les 4,0M€ de capex, le rachat de 2,0M€ d'actions propres, le versement de 1,4M€ de dividendes, ainsi que les besoins liés à la croissance de l'activité, tout en préservant une trésorerie nette positive.

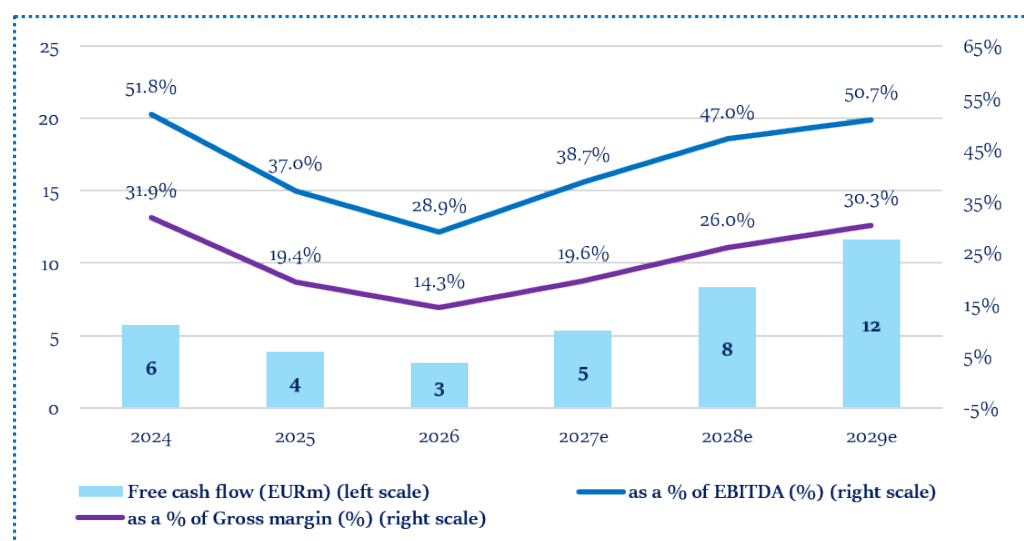
Ces éléments confortent selon nous la capacité d'eVISO à autofinancer sa croissance organique et à poursuivre ses gains de parts de marché sans fragiliser le bilan. Malgré la forte croissance attendue du gaz, la société estime que ses besoins de financement progresseront moins rapidement que l'activité grâce à plusieurs leviers d'optimisation du BFR. Le raccourcissement du cycle de facturation du gaz de 60 à 30 jours devrait libérer 1,9M€, tandis que la notation de crédit du groupe permet de substituer 1,1M€ à 1,2M€ de garanties bancaires.

Dans le même temps, eVISO poursuit sa stratégie d'approvisionnement direct auprès de producteurs d'énergies renouvelables, portant les volumes sécurisés à 120,4 GWh sur FY26 (vs 48GWh sur FY25) grâce à de nouveaux contrats photovoltaïques et à un 1^{er} accord dans le biogaz (8GWh). Ces contrats raccourcissent d'environ 60 jours le cycle de conversion de trésorerie par rapport aux achats sur le marché de gros, pour un gain de cash estimé par la société à 3,4 M€ en moyenne annuelle et jusqu'à 5,4 M€ durant les mois d'été.

La direction met en avant d'autres initiatives destinées à renforcer le levier opérationnel et la conversion de la croissance en cash. Parmi elles figurent le premier contrat d'approvisionnement en biogaz, l'accélération du réseau d'agences avec 441 nouveaux raccordements mensuels ainsi que le doublement des tâches administratives automatisées par la plateforme. Ces initiatives doivent permettre d'absorber une croissance plus importante des volumes sans augmentation proportionnelle des coûts, renforçant ainsi la génération de cash et la rentabilité du modèle.

Le prix de l'énergie reste la principale contrainte sur la trésorerie. La forte hausse des prix de l'électricité et du gaz accroît mécaniquement le BFR liés au financement des achats d'énergie. La direction considère néanmoins cette situation comme maîtrisable au regard du niveau de liquidités disponible.

Gross margin and EBITDA to FCF conversion



Sources: Company, TP ICAP estimates

Le recouvrement de la créance de 7,6M€ liée à la résiliation d'un contrat avec un revendeur reste la principale source d'incertitude. Les développements récents apparaissent toutefois encourageants : eVISO a obtenu 2 injonctions de payer, de 3,6 M€ et de 3,8 M€, la seconde assortie de l'exécution provisoire et déjà suivie de procédures de saisie. Lors de la présentation des résultats annuels, le management a réitéré sa confiance dans un recouvrement intégral et indiqué que des situations comparables se sont produites à 10 ou 15 reprises en 5 ans, toujours soldées par un encaissement complet. Bien qu'une incertitude subsiste quant au calendrier de recouvrement, les éléments communiqués à ce stade soutiennent une issue favorable.

La technologie au service de la productivité commerciale

eVISO étend sa plateforme propriétaire au-delà des fonctions historiques de prévision et de pricing vers l'ensemble de la chaîne de valeur, de l'acquisition client à la facturation. Le déploiement du modèle de « sales tech » vise à intégrer davantage de données et d'outils digitaux dans la relation commerciale afin d'améliorer la productivité des équipes de vente, la qualité du service et la fidélisation. La stratégie consiste graduellement à enrichir l'offre énergétique par des services à valeur ajoutée reposant sur la donnée, les capacités prédictives et l'automatisation.

Cette évolution nous paraît pertinente dans un contexte marqué par une volatilité accrue des prix de l'électricité, du gaz et du biogaz, le développement des marchés quart-horaires et la multiplication des données à traiter. Dans ce contexte, la création de valeur tend à se déplacer vers les acteurs capables de prévoir, automatiser et optimiser les flux énergétiques. Cette complexité constitue une barrière à l'entrée élevée et eVISO a notamment construit les briques technologiques nécessaires pour en tirer parti.

Les heures transférées vers la plateforme ont presque doublé sur l'exercice et l'objectif affiché est de poursuivre cette automatisation afin de faire croître les volumes plus rapidement que les coûts opérationnels. La récente extension du programme "Stop Robot Work", qui représente désormais 15 246 heures de travail administratif (l'équivalent du travail de 12 spécialistes) transférées à la plateforme (contre 7 551 précédemment), renforce ce levier opérationnel et la scalabilité du modèle.

Avec 1,4 TWh de volumes gérés (TMVA 2022-2026 de +23%), eVISO dispose désormais d'une base d'activité suffisamment large pour alimenter sa plateforme, enrichir ses algorithmes et dégager les premiers effets d'échelle. Cette croissance repose à la fois sur l'ajout de nouvelles activités (biogaz et pêche en complément du gaz, de l'électricité et des pommes), la diversification des canaux de distribution avec notamment une hausse de 32% des volumes directs, ainsi que le développement simultané des agences, du retail, du digital et de l'Espagne. L'entrée dans le biogaz nous paraît particulièrement intéressante puisqu'elle ouvre l'accès à un marché de près de 250 MW de capacités arrivant en fin de régime d'aides d'ici 2027, soit jusqu'à 2 TWh de production annuelle potentielle, tout en renforçant le rôle d'eVISO comme agrégateur et acheteur d'énergies renouvelables.

Cette croissance alimente en continu la base de données des algorithmes, ce qui est censé améliorer graduellement la qualité du pricing, des prévisions et des décisions opérationnelles.

Vers la monétisation de la plateforme

Le cycle d'investissement technologique paraît désormais largement achevé. Les 8,7 M€ levés lors de l'IPO de 2020 ont financé les principales briques de la plateforme propriétaire, et les dépenses à venir relèveront davantage de l'automatisation, de l'IA et de l'amélioration continue que de nouvelles infrastructures. Les priorités d'investissement devraient basculer vers l'acquisition de clients, le développement commercial et, le cas échéant, des opérations de croissance externe ciblées. La création de valeur dépendra de la capacité d'eVISO à convertir cet atout technologique en levier opérationnel durable et en cash-flow.

Espagne : croissance fondée sur la réplication du modèle italien

L'Espagne constitue la première déclinaison internationale de la stratégie d'eVISO par réplication d'un modèle éprouvé en Italie. Le groupe cherche à transposer sa plateforme propriétaire d'IA et de gestion énergétique sur un marché présentant plusieurs caractéristiques jugées attractives : une taille comparable à celle de l'Italie, une forte fragmentation des acteurs et un niveau de volatilité élevé, notamment sous l'effet de la montée en puissance des énergies renouvelables.

La direction juge le marché espagnol légèrement en retard sur l'Italie en matière de digitalisation et d'innovation dans les services énergétiques, ce qui favorise selon elle son offre. La proximité culturelle et réglementaire limite en outre le risque d'exécution de cette première étape internationale.

eVISO a créé eVISO Luz y Gas en avril 2026 et a déjà signé en juin son premier contrat avec un revendeur international, portant à la fois sur la fourniture d'énergie et sur des services d'accompagnement commercial.

Le marché adressable est loin d'être négligeable : environ 30 millions d'utilisateurs électriques en Espagne, contre 37 millions en Italie, pour 225,6 TWh de consommation annuelle, dont 109TWh sur les segments résidentiel et PME, cœur de cible d'eVISO.

L'entrée sur le marché s'effectue de manière progressive et peu consommatrice de capital. Une première phase est déjà opérationnelle via eVISO Luz y Gas S.A., enregistrée en Galice, au travers d'un partenariat local permettant à eVISO d'intervenir comme fournisseur de gros, tandis que le partenaire assure la commercialisation auprès des clients finaux. Cette approche permet au groupe d'acquérir une connaissance du marché et du cadre réglementaire tout en limitant les investissements initiaux.

Une seconde phase est prévue à partir du S2 2026, avec le lancement des ventes directes d'électricité et de gaz auprès des PME et des clients résidentiels. L'objectif est de reproduire progressivement les canaux de distribution et les outils développés en Italie plutôt que de construire une plateforme spécifique au marché espagnol.

À horizon 2027, eVISO vise une marge brute d'environ 500k€ en Espagne.

M&A : approche disciplinée, centrée sur la qualité des portefeuilles

La direction considère le M&A comme un levier d'accélération opportuniste plutôt que comme un moteur de croissance à part entière. Les cibles recherchées représentent généralement 2 000 à 20 000 POD/PDR (points de fourniture d'électricité et de gaz), à comparer à une base totale de 209 753 POD/PDR à fin FY25/26.

Cette approche s'inscrit dans un marché italien encore fragmenté, où de nombreux fournisseurs indépendants disposent de portefeuilles de quelques milliers à quelques dizaines de milliers de points de fourniture. Le renforcement des exigences réglementaires, des besoins technologiques et des contraintes opérationnelles continue d'alimenter un potentiel de consolidation dont eVISO pourrait bénéficier grâce à sa plateforme propriétaire et à son niveau élevé d'automatisation.

La capacité d'intégration ne semble pas constituer un frein. Selon le management, la plateforme peut absorber plus de 20 000 POD/PDR supplémentaires par mois sans investissement technologique significatif additionnel.

La stratégie M&A vise moins à accroître la taille du groupe qu'à améliorer la rentabilité de la plateforme en étendant sa base de clients, sa couverture géographique et l'effet de levier des investissements technologiques déjà réalisés. Les principaux objectifs sont :

- D'accélérer la croissance de la marge brute via l'acquisition de portefeuilles clients cohérents avec le modèle économique de eVISO ;
- De renforcer la présence géographique et commerciale en Italie et dans certains marchés européens ;
- D'accroître la taille critique de la plateforme en intégrant de nouveaux clients, volumes et processus ;
- De générer des synergies industrielles grâce à l'automatisation, au cross-selling et aux outils propriétaires de prévision, de pricing et de gestion du risque.

Le groupe évalue les cibles au travers de critères tels que la rentabilité, la rétention client, le besoin en fonds de roulement, la qualité du crédit, les opportunités de cross-selling, la compatibilité technologique ainsi que les synergies d'intégration. La priorité n'est donc pas l'acquisition de volumes pour elle-même mais la capacité à améliorer le profil économique des portefeuilles acquis grâce à la plateforme existante.

L'intérêt du M&A réside moins dans l'accélération des volumes que dans la capacité à accroître la rentabilité de portefeuilles acquis grâce à une infrastructure déjà largement dimensionnée. Dans un marché encore fragmenté, eVISO semble privilégier des acquisitions ciblées et relatives, orientées vers la création de marge, de cash-flow et d'efficacité opérationnelle plutôt qu'une logique de consolidation de taille.



FINANCIAL DATA

Compte de résultat	06/24	06/25	06/26	06/27e	06/28e	06/29e
CA total	224,3	315,6	341,0	407,0	433,5	468,1
Variation (%)	-0,3	40,7	8,0	19,4	6,5	8,0
Marge brute	17,9	20,0	21,8	27,3	32,1	38,4
% du CA	8,0	6,4	6,4	6,7	7,4	8,2
EBITDA	11,0	10,1	10,4	13,8	17,8	22,9
% du CA	4,9	3,2	3,0	3,4	4,1	4,9
ROC	7,5	8,0	8,1	11,2	14,5	19,0
% de CA	3,4	2,5	2,4	2,7	3,3	4,1
Eléments non récurrents	0,0	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	7,5	7,6	7,7	11,2	14,5	19,0
Résultat financier	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôt sur les résultats	-2,1	-2,3	-2,5	-3,3	-4,3	-5,7
Taux d'impôt (%)	-30,2	-31,0	-32,0	-30,0	-30,0	-30,0
Résultat Net part du groupe	4,9	5,0	5,2	7,8	10,1	13,3
BPA (publié)	0,20	0,20	0,21	0,32	0,41	0,54
Bilan financier	06/24	06/25	06/26	06/27e	06/28e	06/29e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corp. et incorp.	20,1	26,4	27,5	29,9	32,8	35,5
Droit d'utilisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières	6,5	3,2	6,0	6,0	6,0	6,1
BFR	-15,2	-10,1	-11,8	-12,4	-12,8	-13,5
Autres actifs	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Total actifs	11,8	20,0	22,2	24,1	26,5	28,6
Capitaux propres	20,1	25,9	28,1	34,4	42,2	52,4
Intérêts Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Dette Nette	-8,9	-8,7	-8,8	-13,2	-18,5	-26,7
Autres passifs	0,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Total Passifs	11,8	20,0	22,2	24,1	26,5	28,6
Dette Nette hors IFRS16	-8,9	-8,7	-8,8	-13,2	-18,5	-26,7
Gearing	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Levier	-0,8	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-1,2
Tableau de flux	06/24	06/25	06/26	06/27e	06/28e	06/29e
CAF après coût de l'endettement et impôt	10,5	5,0	7,5	10,5	13,4	17,2
ΔBFR	-3,0	5,1	-1,7	-0,6	-0,5	-0,7
Cash flow généré par l'activité	7,5	10,0	5,8	9,9	13,0	16,6
Capex net	-4,5	-3,0	-3,9	-4,7	-5,2	-5,5
FCF	2,9	7,1	1,9	5,2	7,8	11,1
Acquisition/Cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres investissements	-3,2	3,7	-0,0	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	-2,0	2,6	1,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	-1,1	-1,4	-1,6	-2,3	-3,0
Remboursement des dettes locatives	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operation au Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres flux	-1,5	-2,9	-2,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	-3,7	9,3	-0,4	3,7	5,4	8,0
ROA (%)	6,1%	6,4%	5,7%	7,4%	8,8%	10,4%
ROE (%)	24,2%	19,4%	18,5%	22,7%	24,0%	25,4%

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

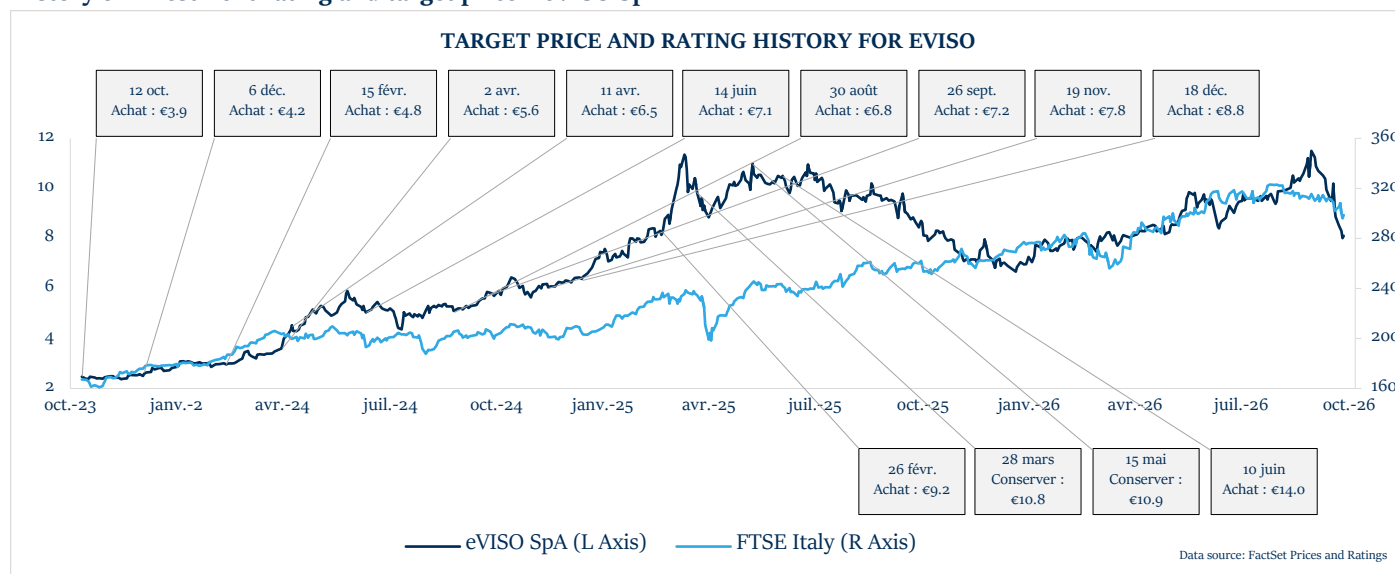
Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts entre TP ICAP Midcap et l'émetteur

G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur: eVISO SpA

History of investment rating and target price – eVISO SpA



Recommendations et objectifs de prix historiques (-1Y)

Date	Analyste	Ancien Objectif de prix	Nouveau Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommendation	Nouvelle Recommendation
25 Sep 26 - 08:40:06	Veneta Nikolova	€ 14.00	€ 14.00	€ 9.95	Achat	Achat
28 Aug 26 - 08:39:32	Veneta Nikolova	€ 14.00	€ 14.00	€ 10.24	Achat	Achat
10 Jun 26 - 16:42:19	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 9.57	Achat	Achat
21 May 26 - 08:03:58	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 8.88	Achat	Achat
10 May 26 - 23:45:24	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 8.24	Achat	Achat
26 Mar 26 - 08:37:35	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 7.97	Achat	Achat
17 Mar 26 - 07:57:41	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 8.07	Achat	Achat
04 Mar 26 - 20:10:43	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 7.52	Achat	Achat
23 Feb 26 - 08:26:49	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 8.00	Achat	Achat
12 Feb 26 - 08:33:04	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 8.01	Achat	Achat
22 Jan 26 - 08:44:13	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 7.79	Achat	Achat
17 Dec 25 - 08:29:38	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 6.90	Achat	Achat
25 Nov 25 - 15:01:10	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 7.16	Achat	Achat
12 Nov 25 - 20:52:18	Michele Mombelli	€ 14.00	€ 14.00	€ 7.44	Achat	Achat

Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	69%	77%
Conserver	22%	58%
Vente	4%	33%
Sous revue	5%	88%

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : <https://researchtpicap.midcap.com/en/disclaimer>.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est confidentiel et est destiné à l'usage interne des destinataires sélectionnés uniquement. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, distribuée ou transmise sans le consentement écrit préalable de Midcap.

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables et publiques, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture de la veille sauf indication contraire. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Ce Rapport est uniquement destiné aux personnes qui sont des Contreparties Eligibles ou des Clients Professionnels au sens de la réglementation MIFID II. Il n'est pas destiné à être distribué ou transmis, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. Le Rapport fait l'objet d'une diffusion réservée. La recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte des Bonnes Pratiques relative à la recherche sponsorisée. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des "barrières d'information", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.

La société peut fournir des services de corporate access, consistant notamment en l'organisation de rencontres, conférences ou échanges entre investisseurs et émetteurs. Ces services sont séparés de l'activité de recherche et n'ont aucune influence sur le contenu, la qualité ou l'objectivité des analyses présentées dans ce document. Les opinions exprimées sont fondées exclusivement sur des sources jugées fiables et sur l'analyse propre de l'auteur, indépendamment de toute relation commerciale ou organisation d'accès aux émetteurs. La rémunération de l'auteur ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux relations commerciales ou organisations d'accès aux émetteurs.

Les services de corporate access sont fournis dans le respect des exigences réglementaires applicables.

RECHERCHE FINANCÉE PAR L'ÉMETTEUR

La présente étude constitue une recherche financée par l'émetteur et a été produite conformément au Code de conduite de l'Union européenne applicable aux recherches financées par l'émetteur, établi par le Règlement délégué (UE) 2026/1092.

Cette recherche est intégralement financée par l'émetteur couvert. Elle est qualifiée de « publique » et est accessible gratuitement à tous les investisseurs à l'adresse suivante : [lien]

La politique du prestataire relative à la prévention et à la gestion des conflits d'intérêts est consultable à l'adresse suivante : [lien]

Le chiffre d'affaires généré par i) le paiement de l'émetteur au prestataire de recherche, ii) d'autres sources de chiffre d'affaires liées à l'émetteur ou iii) les recherches financées par l'émetteur ne représente pas plus de 5 % du chiffre d'affaires consolidé du prestataire de recherches financées par l'émetteur sur l'exercice précédent.