

REDELFI	Italy	Euronexth Growth Milan	Green Energy
Rating: BUY	Target Price: € 3,20	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
to FTSE AIM Italia	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
to FTSE STAR Italia	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
to FTSE All-Share	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
to EUROSTOXX	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
to MSCI World Index	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

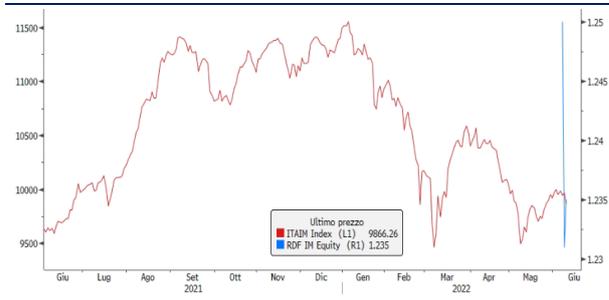
Stock Data	
Price	€ 1,24
Target price	€ 3,20
Upside/(Downside) potential	159,3%
Bloomberg Code	RDF IM
Market Cap (€m)	€ 9,98
EV (€m)	€ 9,86
Free Float (Greenshoe excluded)	30,34%
Share Outstanding (Greenshoe excluded)	8.080.080
52-week high	N.A.
52-week low	N.A.
IPO Price - 08/06/2022	€ 1,25

Key Financials (€m)	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	3,7	6,7	16,1	25,5
VoP	3,9	6,7	16,2	25,6
EBITDA	0,3	0,3	2,6	8,1
EBIT	-0,4	-1,0	1,2	6,6
Net Profit	-0,4	-1,1	1,1	6,5
EBITDA margin	7,7%	3,7%	15,8%	31,7%
EBIT margin	-9,0%	-14,2%	7,1%	25,6%
Net Profit margin	-10,3%	-15,7%	6,5%	25,2%

Main Ratios	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/Sales	2,7	1,5	0,6	0,4
EV/EBITDA (x)	32,9	39,4	3,9	1,2
P/E (x)	N.A.	N.A.	9,5	1,5

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it
Giuseppe Riviello giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance vs Euronexth Growth Milan



Company Overview

Redelfi SpA, a capo dell'omonimo Gruppo, è una ESG management company fondata a Genova nel 2008 da Davide Sommariva (Presidente) e Raffaele Palomba (AD). Tramite le controllate, Redelfi opera nell'ambito della transizione digitale e green, attraverso tre Business Unit (Green, MarTech e GreenTech) caratterizzate da un approccio innovativo con un'elevata attenzione ai principi ESG e alla sostenibilità nella gestione aziendale. Il Gruppo, con sede a Milano, conta 28 risorse e vanta un'importante presenza internazionale, con controllate in Svizzera e negli USA. Alla base delle decisioni di investimenti vi è una forte competenza nell'analisi di mega trend di mercato, che porta ad acquisire e gestire attivamente società che perseguono i criteri ESG e si occupano di innovazione di prodotti e processi.

Market

I mercati di riferimento sono caratterizzati da un elevatissimo potenziale di crescita. Il segmento MarTech prevede investimenti globali stimati superiori a € 335 mln nel 2025 e un CAGR 2019-2025 di circa il 44%. I mercati Green e GreenTech vedono un forte sviluppo trainato dai crescenti requisiti a livello internazionale che indirizzano verso l'impiego di fonti rinnovabili e tecnologie affini: entro il 2030 si richiede il taglio delle emissioni di almeno il 55% rispetto ai livelli del 1990 ed entro il 2050 una produzione di energia proveniente al 90% da fonti rinnovabili.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Redelfi sulla base della metodologia DCF e sui multipli di un campione di società comparabili. Il valore che risulta dall'applicazione del metodo DCF (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali un rischio specifico del 2,5%) è pari a € 28,7 mln, mentre quello risultante dal metodo dei multipli, applicando uno sconto del 25%, è pari a € 23,0 mln. Ne risulta un equity value medio di € 25,9 mln. Il target price è € 3,20, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Azionariato	5
1.4	Struttura del Gruppo	5
1.4.1	Corporate Governance	7
1.5	Key People.....	8
2.	Business Model	9
2.1	Value Proposition	9
2.2	Model	10
2.2.1	Green.....	10
2.2.2	MarTech	12
2.2.3	GreenTech	13
2.3	Value Chain	14
2.4	Ricerca e Sviluppo	17
2.5	Clienti	18
2.6	Fornitori	19
3.	Il mercato	20
3.1	Green.....	20
3.2	MarTech	21
3.3	GreenTech	25
4.	Posizionamento Competitivo	27
4.1	SWOT Analysis.....	30
5.	Economics & Financials	31
5.1	FY21A Results	32
5.2	FY22E – FY25E Estimates	34
5.3	Use of Proceeds.....	38
6.	Valuation	39
6.1	DCF Method	39
6.2	Market Multiples.....	41
6.2.1	Composizione del panel Renewables	41
6.2.2	Composizione del panel MarTech	42
7.	Valuation Range	44

1. Company Overview

1.1 L'attività

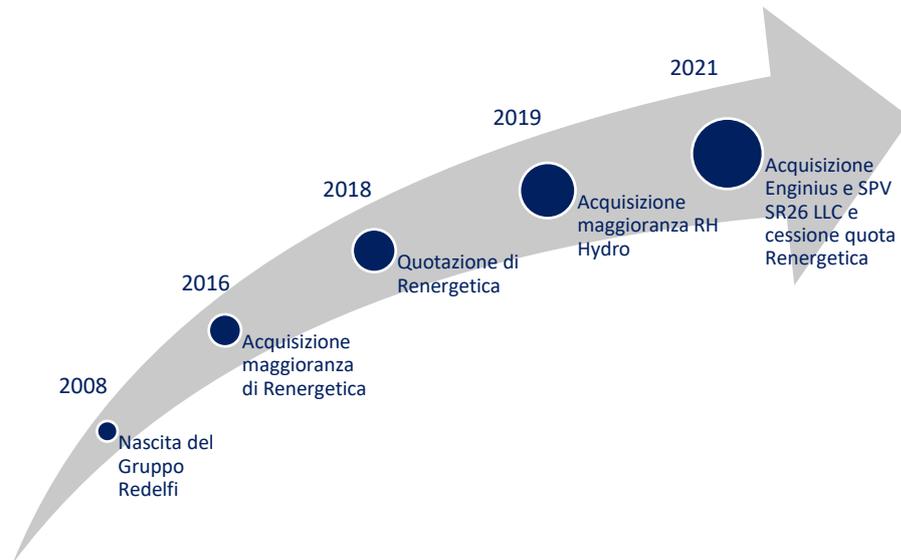
Redelfi SpA, a capo dell'omonimo Gruppo industriale, è una *ESG management company* fondata a Genova nel 2008 da Davide Sommariva, attuale Presidente, e Raffaele Palomba, attuale Amministratore Delegato. Tramite le controllate, Redelfi opera nell'ambito della transizione digitale e *green*, attraverso tre *Business Unit* trasversali (Green, MarTech e GreenTech) caratterizzate da un approccio fortemente innovativo nei prodotti e processi e con un'elevata attenzione ai principi ESG e alla sostenibilità nella gestione aziendale.

Il Gruppo, con sede legale a Milano e sede operativa a Genova, conta un organico complessivo di 28 risorse e vanta un'importante presenza internazionale, grazie alle controllate con sede in Svizzera e negli USA. Alla base delle decisioni di investimento vi è infatti una forte competenza nell'analisi dei mega trend di mercato, che porta ad acquisire e gestire attivamente società che perseguono i criteri ESG e si occupano di innovazione di prodotto e/o di processo. Per questo motivo Redelfi ha il suo punto di forza nel proprio team composto da risorse con competenze diverse e trasversali, capace di identificare modelli di business scalabili e in grado di gestire il ciclo di vita di un'impresa. In seguito, il dettaglio delle tre *Business Unit*:

- **BU Green:** sviluppo della *green energy*. Il Gruppo, oltre a detenere un impianto mini-idroelettrico a basso impatto ambientale, gestisce controllate in Italia e negli USA per lo sviluppo e realizzazione di *BESS park (battery energy solar system)*, contribuendo in questo modo a migliorare la penetrazione del settore delle energie rinnovabili superando il problema della non prevedibilità, a vantaggio della sicurezza della rete e del sistema di distribuzione dell'energia;
- **BU MarTech:** attraverso la controllata Enginius, la cui maggioranza è stata acquisita nel 2021, il Gruppo si occupa dello sviluppo di piattaforme software innovative e soluzioni IT e prodotti *disruptive* di intelligenza artificiale, realtà virtuale e aumentata e big data. Questa divisione è il motore trainante dell'innovazione tecnologica in tutto il Gruppo;
- **BU GreenTech:** nasce dalle sinergie e dall'unione delle competenze delle prime due BU, con l'obiettivo di sviluppare soluzioni tecnologiche innovative al fine di promuovere una crescita economica sostenibile. La divisione, gestita dalla controllata Green Earth SA, utilizza la *blockchain* per certificare attività di riforestazione e/o generare dati puntuali e precisi nel campo dell'agricoltura.

1.2 Storia Societaria

Chart 1 – Company Story



Source: Redelfi

- Redelfi viene costituita nel **2008** come veicolo di investimento in Renergetica, società operante nel settore delle energie rinnovabili come *project developer* e sviluppatore di applicazioni per reti ibride;
- Tra il **2016** e il **2017**, viene acquisita la maggioranza di Renergetica, che inizia già ad operare con successo nell'ambito dello sviluppo di impianti fotovoltaici; poco tempo dopo, la società si afferma anche negli USA dove aprirà una propria sede, per poi quotarsi nel 2018 sul mercato ex AIM di Milano (ora Euronext Growth Milan);
- **2019**: viene acquisita la prima partecipazione in Rh Hydro, che detiene un impianto mini-idroelettrico nel Piemonte. Verrà acquistata al 100% nel 2021;
- Dopo il **2020** gli imprenditori avviano un percorso di ampliamento del gruppo, sostanziato in una strategia di crescita per acquisizioni. Viene effettuata una prima tranche di *Crowdfunding*, in cui si raccoglie € 1,0 mln anche grazie alle sottoscrizioni da parte di dipendenti e manager che credono nel progetto;
- A fine **2021** avvengono anche le due acquisizioni più importanti per la strategia di crescita del Gruppo, ossia quelle della SPV SR26 LLC, che detiene progetti fotovoltaici negli Stati Uniti, e di Enginius, società operante nel settore del MarTech. Nello stesso anno avviene la *exit* da Renergetica, che frutterà alla società circa di € 5,0 mln.

1.3 Azionariato

Table 1 – Shareholders Structure

Azionisti	Quota di partecipazione
Marinetta S.S.	38,8%
Flottante	30,3%
Altri	11,7%
Intersidera S.S.	7,9%
Gieffe	7,0%
Davide Sommariva	2,1%
Alessandro Ivaldi	1,2%
Domenico Giacobino	1,1%
Totale	100,0%

Source: Redelfi

La maggioranza del capitale sociale di Redelfi SpA, pari a € 0,40 mln, è detenuta dal Presidente e fondatore Davide Sommariva, che è direttamente proprietario di una quota del 2,1% e in indirettamente, tramite la holding Marinetta SS, del 38,8% delle azioni. Il co-fondatore e attuale Amministratore Delegato Raffaele Palomba controlla il 7,9% tramite Intersidera SS, mentre i soci fondatori della controllata Enginius, Alessandro Ivaldi e Domenico Giacobino, detengono una quota complessiva del 2,3%. In seguito alla quotazione sul segmento EGM di Borsa Italiana, il capitale flottante ammonta al 30,3% del totale; la restante quota è controllata per il 7,0% dal fondo di investimento belga Gieffe, mentre tutte le altre partecipazioni fanno capo ad azionisti con quote inferiori al 5,0%.

1.4 Struttura del Gruppo

Chart 2 – Group Structure



Source: Redelfi

*Le società Redelfi Corp. e la controllata SR26 Solar Farm LLC saranno consolidate a partire dall'esercizio 2022 e non sono state consolidate nel Bilancio al 31/12/2021 avvalendosi dei casi di esclusione in base all'art. 28 del D.lgs. 27/1991

Le tre Business Unit del Gruppo sono gestite da altrettante società controllate, in accordo con la politica di Redelfi di individuare mega trend di mercato e società caratterizzate da elementi innovativi per la tecnologia, sostenibilità ed elevato potenziale di sviluppo.

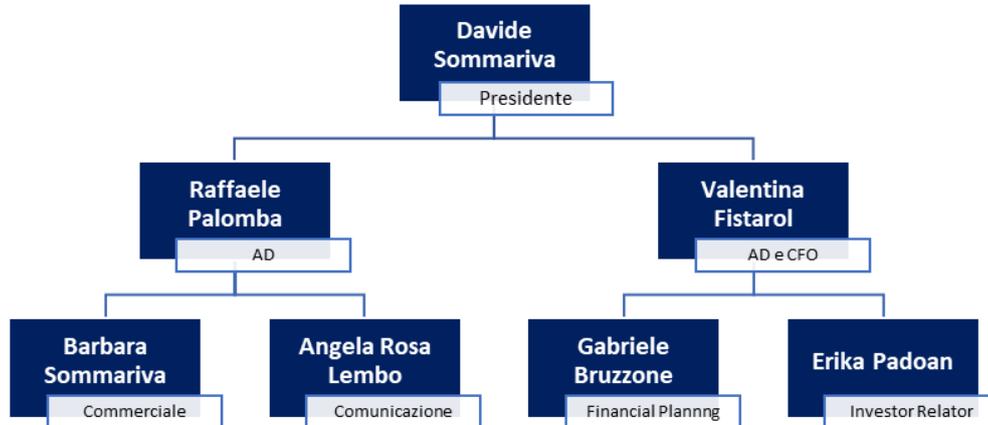
- Redelfi Corporation è una società con sede in Delaware (USA). Avvia e sviluppa progetti autorizzativi per la realizzazione di impianti *battery energy storage system park*, il cui primo progetto sarà SR26 LLC in Florida (USA);
- RH Hydro Srl, acquisita interamente nel 2021, è titolare di un impianto mini-elettrico in Piemonte a basso impatto ambientale, produce energia pulita a tariffa omnicomprensiva e sarà il veicolo per il nascente mercato delle comunità energetiche, di cui si attende il decreto attuativo;
- Benvenuto Srl e Green Earth SA gestiscono la BU GreenTech, unendo i concetti di innovazione tecnologica e riforestazione, a scopo di riduzione delle emissioni e penetrazione nel mercato *NFT*;
- Enginius Srl, controllata al 55%, è una società di consulenza IT e gestione di Big Data responsabile della BU MarTech, interamente dedicata allo sviluppo di tecnologie in ambito AR, AI, Big Data, *digital marketing* e *advertising*. Si occuperà del lancio dei prodotti Adest e Jarions;
- Adest è una piattaforma per il posizionamento dinamico di *brand* e prodotti all'interno di video *live* e *on-demand* in *real time*;
- Jarions è un software di aggregazione e gestione delle comunicazioni per aziende e professionisti.

La controllata Enginius Srl, che sta sviluppando due piattaforme innovative Adest e Jarions e si occupa della gestione della BU MarTech, è entrata a far parte del Gruppo il 13 aprile del 2021, quando, come anticipato, Redelfi ha acquistato una partecipazione pari al 55% del capitale sociale per un corrispettivo pari a € 0,44 mln.

L'acquisizione di Benvenuto Srl è stata invece completata nel settembre del 2021, quando Redelfi ha rilevato il 95% delle quote (era già titolare di una partecipazione pari al 5%) per un corrispettivo pari a circa € 0,69 mln. Qualche mese dopo, nel novembre del 2021, Redelfi ha ceduto ad Enginius Srl il 50% della propria controllata Benvenuto Srl, per € 0,35 mln, rinunciando in seguito al credito derivante dalla cessione.

1.4.1 Corporate Governance

Chart 3 – Corporate Governance



Source: Redelfi

La struttura organizzativa vede la gestione delle singole BU delegata alle singole controllate, che restano però comunque sotto la guida dal management di Redelfi che si assicura la massimizzazione delle sinergie operative tra le divisioni e che tutte le attività vadano nella stessa direzione, mantenendo al tempo stesso la massima attenzione ai principi ESG (*environment, social, governance*) e SRI (*sustainable, responsible, investment*).

Il Consiglio di Amministrazione risulta così composto:

- Davide Sommariva è il Presidente del Consiglio di Amministrazione;
- Raffaele Palomba è Amministratore Delegato;
- Valentina Fistarol ricopre il ruolo di Amministratore Delegato e CFO;
- Alessandro Ivaldi ricopre il ruolo di consigliere;
- Silvia de Simone ricopre il ruolo di consigliere;
- Paolo Siniscalco ricopre il ruolo di consigliere indipendente.

Il Consiglio Sindacale sarà così composto:

- Francesco Baglio ricopre il ruolo di Presidente;
- Luca Oliva e Marina Garbarino ricoprono il ruolo di Sindaci Effettivi.

1.5 Key People

Davide Sommariva – Presidente

Ha conseguito una laurea in Economia e un master in Finanza. Dopo un'esperienza nel settore dell'*investment banking*, lavora da oltre 14 anni nel campo delle energie rinnovabili. Ha fondato Renergetica SpA portandola in quotazione sul mercato EGM (ex AIM Italia) nel 2018. È stato Presidente di Renergetica SpA, membro del CdA e CFO di Renergetica USA Corp. e membro del CdA di RSM Chile SpA.

Raffaele Palomba – Amm. Delegato

È Amministratore Delegato di Redelfi e Amministratore Unico di RH Hydro Srl. Tra le sue esperienze, ha creato e gestito una rete commerciale in territorio nazionale nel settore retail. Da oltre 14 anni lavora nel campo delle energie rinnovabili operando nello sviluppo del business in Italia e all'estero, con particolare focus sui mercati del Sud e Nord America. È stato membro del CdA di Renergetica SpA e Presidente di RSM Chile SpA.

Valentina Fistarol – Amm. Delegato e CFO

Amministratore Delegato e CFO di Redelfi con esperienza ventennale nel campo contabile e fiscale. È stata responsabile amministrativa di Renergetica SpA gestendo tutti gli aspetti fiscali e di bilancio del gruppo sia in Italia che in tutte le partecipate estere. Ha seguito interamente il processo di quotazione su EGM di Renergetica SpA avvenuto nel 2018.

Alessandro Ivaldi – Consigliere

Consigliere di Redelfi e CEO di Enginius Srl. Dopo la laurea in Ingegneria Elettronica ha ricoperto ruoli con responsabilità crescente: nel 2013 è stato *co-Founder* di Talent Garden Genova, nel 2014 fonda Enginius Srl e nel 2019 è *co-Founder* e CTO di Gioielleria Italiana Srl.

Gabriele Bruzzone – Financial Planner

Financial Planner di Redelfi e da dieci anni nel mondo del lavoro come amministrativo contabile. Nella precedente esperienza lavorativa in Renergetica SpA è stato responsabile della redazione del bilancio consolidato durante il processo di quotazione su EGM e negli anni successivi.

Angela Rosa Lembo – Responsabile Comunicazione

Responsabile della comunicazione di Redelfi. Dopo la laurea in Comunicazione e un master in Comunicazione e *Marketing* Internazionale ha lavorato in questo settore e nel *digital* con responsabilità crescenti. Esperta di SEO e *data analysis*, innovazione, realtà aumentata e *gesture tracking*, ha lavorato come *press officer* in ANCI Umbria, *project manager* in area IT per Vodafone Italia e responsabile dell'area IT in TWOW, agenzia di *web marketing*.

2. Business Model

2.1 Value Proposition

Redelfi, nello sviluppo del proprio business, non si posiziona come una Società operante in uno specifico settore, quanto piuttosto si affaccia a mercati che possono essere molto differenti tra loro, perseguendo uno sviluppo aziendale di diversificazione strategica trainata dalla volontà e capacità, da parte del management, di identificare macro-trend di mercati innovativi e in rapida crescita, che soddisfino i criteri ESG e possano contribuire all'integrazione con le BU già presenti. La correlazione tra le Business Unit contribuisce a garantire una redditività che sfrutta situazioni di interdipendenza e trasversalità tra le controllate, generando economie di scala e sinergie interne molto significative.

La storia del Gruppo vede le proprie origini nel settore delle energie rinnovabili, il che ha permesso di maturare un'esperienza ultra decennale in questo mercato. Il *commitment* nasce nel 2008, quando per la prima volta Redelfi partecipa alla creazione di un mercato sostenibile e innovativo dando vita a Renenergetica, PMI innovativa attiva nella valorizzazione delle fonti solari, elettriche, eoliche e idroelettriche. Le competenze accumulate nel corso di questa esperienza, terminata con l'*exit* del 2021, hanno portato, durante gli anni, gli imprenditori ad esportare questo *know-how* in Sud e Nord America (Cile, Colombia e Stati Uniti), per entrare in questi mercati come sviluppatori di energia pulita e sostenibile. La BU Green, sotto la direzione e grazie al consolidato *track record* del management, porta avanti questo percorso sviluppando progetti innovativi nel settore idroelettrico e compie un ulteriore passo avanti con l'ingresso nel nascente mercato del *battery energy solar system* (BESS), di impianti di batterie elettroniche per l'immagazzinamento dell'energia rinnovabile non programmabile. Di seguito la *value proposition* delle 3 Business Unit nel dettaglio:

- La **BU Green** sviluppa soluzioni innovative (BESS park) per fondi di investimento e *utility*; vanta *network* internazionale ed elevata esperienza nel settore;
- La **BU MarTech** sviluppa prodotti tecnologici in ambito IT, *digital marketing* e *brand positioning* attraverso l'utilizzo di soluzioni di intelligenza artificiale, realtà virtuale e aumentata e l'utilizzo dei Big Data per produttori terzi;
- La **BU GreenTech** unisce tecnologia e riforestazione per l'emissione di una *green virtual coin*, oltre a sviluppare soluzioni innovative in ambito AgriTech.

Tramite le diverse linee di business, la Società è in grado di creare e sviluppare progetti innovativi grazie alle seguenti linee guida strategiche, condivise da tutte le controllate:

- **Track record di successo** del management nell'identificare mega trend di mercato e apportare competenze gestionali con l'obiettivo di dare un *boost* alla crescita delle società controllate;
- **Competenze e know-how** del team sia nell'ambito *green*, grazie alla conoscenza approfondita dei contesti dei mercati energetici di riferimento (principalmente italiano e statunitense) e delle normative e processi autorizzativi, sia nel mercato MarTech, grazie alla lunga esperienza di Enginius nel settore;
- **Innovazione tecnologica** come linea guida di tutti i prodotti e servizi del Gruppo, che offrono soluzioni *disruptive* e presentano per questo motivo elevate prospettive di crescita di lungo periodo, anche in linea con i trend di mercato;
- **Sostenibilità aziendale** al centro del progetto. Tutte le operazioni industriali e imprenditoriali sono *ESG embedded*.

2.2 Model

Prendendo in considerazione il modello di business, l'attività di Redelfi va differenziata a seconda del settore (Business Unit) di riferimento, anche se queste sono tra loro integrate al fine di ottimizzare le risorse e cogliere eventuali opportunità di crescita. Di seguito un prospetto delle Business Unit attive e le relative principali società controllate:

- **Green**
 - Redelfi Corporation;
 - RH Hydro.
- **MarTech**
 - Enginius;
 - Adest;
 - Jarions.
- **GreenTech**
 - GreenEarth.

Il Gruppo definisce a priori le strategie nei diversi tipi di mercato e seleziona i migliori partner con cui avviare accordi e collaborazioni per la rapida implementazione del piano industriale.

2.2.1 Green

Nell'ambito della BU Green, va fatta una distinzione tra le attività delle due controllate del Gruppo che operano in questa divisione, vale a dire Redelfi Corp. attiva nello sviluppo di parchi BESS negli Stati Uniti, e RH Hydro, che detiene un impianto mini-idroelettrico in Piemonte.

Redelfi Corporation

Il potenziale energetico delle fonti rinnovabili, soprattutto derivanti da impianti fotovoltaici ed eolici, è di gran lunga sovrabbondante rispetto alle esigenze energetiche presenti e future, ma il raggiungimento di questo potenziale è strettamente collegato alla progettazione di soluzioni che possano arginarne le criticità e i limiti intrinseci. Fonti di questo tipo, infatti, sono per definizione condizionate dalla contestualità delle condizioni climatiche che consentono di innescare e mantenere il processo di produzione di energia elettrica: sono definite fonti intermittenti, proprio perché non garantiscono una generazione di energia elettrica continuativa e uniforme.

La produzione di energie rinnovabili dipende in gran parte dall'energia giornaliera o stagionale, ciò significa che l'energia generata dal vento dipende dalla velocità del vento e dalla densità dell'aria, mentre la produzione solare dipende dalla quantità di luce solare che cade sui pannelli in un dato luogo e momento. L'attività di Redelfi Corp. ha l'obiettivo di superare il problema dell'intermittenza della generazione delle fonti attraverso la realizzazione e l'utilizzo di sistemi di accumulo dell'energia elettrica: la controllata avvia e sviluppa progetti autorizzativi per la realizzazione di BESS *park* nel territorio statunitense. Un sistema di accumulo, o appunto BESS (*battery energy storage system*), è un insieme di dispositivi, apparecchiature e logiche di gestione e controllo funzionale ad assorbire e rilasciare energia elettrica, previsto per funzionare in maniera continuativa in parallelo con la rete con obbligo di connessione di terzi o in grado di comportare un'alterazione dei profili di scambio con la rete elettrica (immissione e/o prelievo). I sistemi di accumulo garantiscono la sostenibilità e l'adeguatezza della produzione di energia, ovviando al problema della non prevedibilità delle fonti e garantendo la sicurezza della rete; tramite strutture di questo tipo le fonti rinnovabili intermittenti possono immagazzinare l'elettricità per un uso successivo e garantire massimo sfruttamento di un

impianto. I progetti di questo tipo consentono la costruzione di parchi di batterie in prossimità dei principali snodi elettrici o dei gestori locali della rete, per modulare il rilascio e l'acquisto di energia: a seconda del fabbisogno, i sistemi BESS possono accumulare l'energia prodotta nei momenti di picco e immetterla nella rete quando necessario. Sostenibilità e Green sono i concetti che governano questo settore, che permetterà la costruzione di un maggior numero di impianti fotovoltaici ed eolici, una maggiore produzione di energia pulita e quindi un maggior abbattimento delle emissioni di CO₂.

Dal 2022, Redelfi, forte del *know-how* nel settore *green* e di una capacità di seguire trend di mercato, si è lanciata in questo mercato innovativo avviando un progetto in Florida tramite la SPV partecipata SR26 LLC, controllata da Redelfi Corp. Le attività sono focalizzate nello sviluppo ed esecuzione di tutti gli step volti all'ottenimento dell'autorizzazione finale a costruire.

RH Hydro

RH Hydro Srl, costituita nel 2015, detiene un impianto mini-idroelettrico a basso impatto ambientale a Pomaro Monferrato (AL), che sfrutta il torrente Grana e gli scarichi del canale Lanza per sviluppare, produrre e vendere energia pulita idroelettrica a tariffa onnicomprensiva del GSE (gestore servizi energetici). L'impianto è ad acqua fluente, sfrutta un salto da 2,63 metri e utilizza una turbina idraulica a reazione Kaplan, che consente una potenza di 49KW e una potenza di picco di 89KW.

Redelfi detiene la totalità del capitale sociale dal 2021 dopo essere entrata nell'azionariato già nel 2019. Le attività quotidiane e di manutenzione dell'impianto consentono di ridurre l'impatto ambientale e di garantire un flusso costante di produzione di energia, inoltre all'attività di gestione si affianca anche un'attività di consulenza e progettazione per lo sviluppo di altri impianti idroelettrici. La controllata rispetta in questo modo criteri ESG da un punto di vista ambientale e sociale, perché l'impianto produce energia pulita e nello stesso tempo la collettività e l'ambiente circostante sono tutelate perché gli argini del fiume sono puliti.

Il Gruppo Redelfi ha intenzione di aumentare il numeri di impianti rinnovabili di proprietà in Italia in relazione al nascente mercato delle comunità energetiche, di cui si attende il decreto attuativo. È in corso, inoltre, lo sviluppo di una *pipeline "storage park"* in Italia, per la quale si prevedono ampie prospettive di crescita e sviluppo.

2.2.2 MarTech

Con il termine MarTech, fusione dei termini *Marketing e Technologies*, si intendono tutte quelle attività e strumenti tecnologici che aiutano le agenzie di *marketing* a raggiungere i propri obiettivi. In questa Business Unit Redelfi lavora avvalendosi dell'*expertise* e delle competenze manageriali e digitali della controllata Enginius Srl, acquistata all'inizio del 2021, che si occupa di sviluppo IT e di tecnologie innovative integrate, principalmente in ambito *marketing e advertising*. Il MarTech è un settore che sta subendo una forte trasformazione non solo in ambito di innovazione ma anche nella tecnologia e nell'organizzazione; queste innovazioni saranno una risorsa trasversale a tutte e tre le BU del Gruppo per portare miglioramenti a livello digitale e di gestione. Tra le varie applicazioni del settore possiamo trovare:

- **Intelligenza Artificiale** che aiuta i *marketer* a comprendere le abitudini degli utenti;
- **Sistemi di *automation*** e lo sviluppo di soluzioni in backend che potranno permettere un'integrazione *omnichannel* e la raccolta sempre più dettagliata e completa di dati utili per segmentare e customizzare campagne di *advertising*;
- **Realtà aumentata e virtuale** che permetteranno alle agenzie media di fare campagne video sempre più immersive e performanti;
- **Strumenti per la raccolta e lettura dei Big Data** che supporteranno *marketers*, analisti e *web designer* per creare soluzioni CRO/UX innovative, anticipare esigenze in mutamento e creare flussi di *web marketing* sempre più ottimizzati per la generazione dei lead.

Consulenza verso terzi

Enginius Srl si posiziona come piattaforma di consulenza IT e partner tecnologico per aziende che vogliono implementare nuovi processi o ottimizzare quelli già esistenti, sviluppando *in-house* prodotti in ambito intelligenza artificiale e realtà aumentata e vantando elevate capacità di sviluppo di piattaforme *Client-Server* innovative ad alte *performance*, oltre ad elevate competenze di gestione dei Big Data. Relativamente alla BU MarTech, Enginius si occuperà di consulenza tecnologica e di sviluppo di soluzioni per clienti e per le altre società che fanno parte del Gruppo (intervento fondamentale per la rivoluzione tecnologica del settore riforestazione), ma soprattutto si occuperà di realizzare e posizionare i prodotti ADEST e Jarions.

ADEST

ADEST è una piattaforma in fase di sviluppo di servizi, focalizzata sul *dynamic virtual product placement* tramite *video editing*, mirata a supportare campagne promozionali innovative. Si tratta di un prodotto *disruptive* che porterà un'innovazione significativa al mondo dell'*advertising*, utilizzando una piattaforma proprietaria per il posizionamento dinamico di *brand* e prodotti di qualsiasi tipo all'interno di video standard grazie ad elementi di realtà aumentata e *deep fake*¹.

La nuova tecnologia consentirà di fruire di contenuti video live ed *on-demand* con prodotti pubblicitari diversificati a seconda dell'*audience*: in questo modo l'utente potrà seguire contenuti multimediali (per esempio film, video musicali, eventi sportivi) senza la percezione del disturbo causato da banner o interruzioni pubblicitarie.

¹ riproduzione virtuale, tramite software basato sull'intelligenza artificiale, di un contenuto con l'intento di rappresentare una nuova realtà.

I contenuti saranno personalizzati sugli interessi degli utenti, ma anche in base alla localizzazione geografica, alle relative culture e altri fattori variabili nel tempo. La piattaforma Adest è tuttora in fase di sviluppo presentando già una versione Alpha bidimensionale, verrà lanciata sul mercato nell'ultimo trimestre del 2023.

Jarions

Jarions è uno strumento di *project management* che consiste nell'ottimizzare la gestione delle comunicazioni provenienti da diversi canali, utile per aggregare, categorizzare e organizzare i contenuti provenienti da vari social e strumenti di messagistica da terzi, anche di diversi formati, rendendoli facilmente fruibili attraverso un'unica piattaforma appositamente creata e con funzionalità avanzate di ricerca e organizzazione.

La piattaforma sarà quindi la prima soluzione SaaS (*software as a service*) a supporto delle comunicazioni omnichannel: il suo lancio sul mercato è previsto entro la fine del 2022.

2.2.3 GreenTech

La divisione nasce nel 2021, grazie alla capacità di Redelfi di trovare una sinergia di competenze in grado di mescolare tra loro le BU esistenti Green e MarTech. Seguendo i trend di mercato, Redelfi ha come obiettivo lo sviluppo di soluzioni tecnologiche innovative al fine di promuovere una crescita economica sostenibile: tramite la controllata Green Earth, il Gruppo è entrato nel 2021 nel business della tutela della biodiversità e riforestazione ambientale, con applicazioni in ambito AgriTech, creando una connessione tra il mondo *green* e quello IT.

Restando nell'ambito Green, è chiaro come le attività di Redelfi abbiano come unico fine il perseguimento di logiche sostenibili e pro-ambientali. In questa logica si è pensato dunque di offrire a una serie di soggetti, industriali e non, una valida alternativa di *carbon washing* e compensazione, come mezzo di supporto per far fronte a crescenti obblighi in termini di emissioni di CO₂ e di miglioramento delle proprie politiche ambientali, imposti da istituzioni politiche ed economiche. Compensare significa ridurre l'impatto delle emissioni con un percorso di decarbonizzazione, che porta le aziende ad essere *carbon neutral*.

La BU Greentech offre la possibilità a clienti corporate e operatori internazionali di ridurre il proprio impatto ambientale contribuendo ad attività di riforestazione in diverse aree geografiche in tutto il mondo, ma si rivolge anche a tutti gli individui interessati al mondo degli *NFT*² con un sottostante sostenibile, componente innovativa introdotta grazie alla collaborazione con la controllata Enginius. Oltre alla ricerca di aree geografiche adatte alla piantumazione, infatti, il Gruppo opererà con le altre nascenti società del settore portando l'innovazione delle criptovalute: in questo modo, gli operatori che vorranno sostenere l'ambiente e contribuire a progetti di sostenibilità secondo i criteri ESG, potranno garantire il proprio operato grazie alla certificazione unica dei *token* virtuali, che verranno emessi contestualmente all'attività di riforestazione. Green Earth, per ogni progetto di riforestazione, emetterà un *NFT* per tracciare specificatamente l'area di intervento e attestare l'unicità dell'investimento di una data azienda su un progetto, e una volta attivo l'*NFT* si sbloccheranno le criptovalute corrispondenti, scambiabili sugli appositi portali Exchange a seguito della specifica ICO³.

² Non-Fungible Token. Nel settore della Blockchain rappresentano certificati che attestano l'unicità, l'autenticità e la proprietà di un oggetto digitale.

³ Initial Coin Offering. Meccanismo di finanziamento di una nuova iniziativa progettuale basata su Blockchain, attraverso la vendita ai finanziatori del progetto, in cambio di un corrispettivo, di *token* che garantiscano una qualche forma di diritto sull'iniziativa stessa

2.3 Value Chain

Green

Chart 4 – Business Model – BESS park



Source: Redelfi

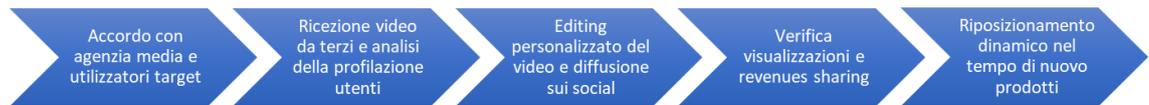
Come per gli impianti fotovoltaici o in generale di energie rinnovabili, la realizzazione di un impianto BESS è strutturata in diverse fasi di sviluppo. Complessivamente, i processi autorizzativi e annesse cessioni possono richiedere 4-5 anni.

- **Identificazione di terreni:** il primo passo è la ricerca di siti adeguati all’installazione del parco. Redelfi Corp. si avvale della collaborazione di personale specializzato e in particolare di studi ingegneristici italiani e locali. A supporto di questa fase ci si avvale anche di *Real Estate Man*, pagati con *success fee*;
- **Domanda di connessione:** viene effettuata una volta individuato il terreno, da personale specializzato;
- **MOU con equity investor:** come per gli impianti, i BESS park vengono ovviamente realizzati con l’obiettivo di essere ceduti ad investitori istituzionali o *utility*. Prima di procedere alla realizzazione è bene sottoscrivere accordi giuridici di convergenza tra le parti;
- **Autorizzazione ambientale:** richiesta e ottenimento di tutte le autorizzazioni necessarie alla realizzazione. Negli USA questo passaggio può richiedere dai 18 ai 24 mesi;
- **Vendita dell’autorizzazione:** una volta ultimati i processi avviene il trasferimento.

A conclusione del progetto autorizzativo, Redelfi Corp. cederà la SPV SR26 LLC e avvierà nello stesso mercato lo sviluppo di nuovi veicoli di investimento (SPV) finalizzati alla realizzazione di nuovi BESS *park* e nuovi progetti autorizzativi con caratteristiche similari; il focus resta sempre nel mercato USA, con la possibilità di entrare in Stati federati in cui il Gruppo non è ancora presente, ma anche l’Italia è molto attenzionata. La penetrazione in nuovi mercati può essere resa possibile dall’individuazione di originatori di terreni e contatti con studi ingegneristici locali, in coerenza con le prassi del settore fotovoltaico.

MarTech

Chart 5 – Adest Model



Source: Redelfi

- **Accordo con agenzia media:** alla base dell'attività di Adest ci sarà una collaborazione con i vari *video-maker (influencer, streamer, gamer)* che condividono i loro contenuti sulle varie piattaforme social, e con le agenzie media che ne gestiscono le campagne pubblicitarie. Generalmente, infatti, questi creatori di contenuti monetizzano la loro attività con contratti di sponsorizzazione (*product placement*) e in base alle visualizzazioni che ottengono sui diversi canali; Adest intende inserirsi in questo mercato modificando radicalmente le logiche di *advertising*, sottoscrivendo in prima battuta contratti di medio-lunga durata con le agenzie media grazie alla propria rete commerciale;
- **Ricezione video e analisi profilazione utenti:** siglati i contratti di collaborazione, tutti i creatori di contenuti che collaborano con le agenzie media danno a Adest il diritto di avere accesso sia ai video (sia *live* che *on-demand*, per apportare in seguito le modifiche) sia soprattutto alla profilazione di ogni utente del contenuto. Questo passaggio è fondamentale per la successiva personalizzazione del video;
- **Editing personalizzato:** in base al profilo di ogni utente (o dell'intero cluster di consumatori medi) e di ogni partner (*influencer, streamer...*) di Adest, la piattaforma edita automaticamente il contenuto pubblicato, in modo tale che il *product placement* rispecchi in maniera dinamica e in real time la profilazione del fruitore del video. Questo significa che, a differenza delle modalità tradizionali, il singolo creatore di contenuti, l'agenzia media e Adest potranno vendere diverse pubblicità per diversi clienti con lo stesso video andando direttamente a modificare il contenuto post realizzazione, il che consente il raggiungimento di una clientela maggiore, la riduzione delle inserzioni o banner pubblicitari, un'ottimizzazione dei costi e la sottoscrizione di più contratti con *brand* che vogliono farsi pubblicità su quei canali;
- **Revenues sharing:** una volta pubblicato il video sui diversi canali selezionati, il corrispettivo delle parti avviene in base al numero di visualizzazioni e ovviamente suddiviso con modalità definite nei contratti iniziali;
- **Riposizionamento di nuovi prodotti:** il valore aggiunto della piattaforma sta nella possibilità di posizionare diversi prodotti e promozioni nel tempo senza modificare il girato iniziale, per cui ogni contenuto può promuovere diversi prodotti e servizi che possono cambiare nel corso del tempo.

Chart 6 – Jarions Model



Source: Redelfi

- **Acquisizione utenti:** avviene tramite campagne di *web marketing* che hanno l'obiettivo di far conoscere la piattaforma ad un ampio spettro di clientela. Dopo il primo accesso alla piattaforma, il nuovo utente potrà sperimentarne l'utilità con un primo account gratuito;
- **Integrazione canali di comunicazione:** impostato il primo account, l'utente può effettuare tramite il tool l'accesso ai suoi account di canali di comunicazione (mail, app di messaggistica ecc.) per averli tutti disponibili su un'unica piattaforma;
- **Conversione a premium:** ogni utente sceglie se fare o meno un upgrade alle funzionalità premium che soddisfano meglio le sue esigenze;
- **Rinnovo abbonamenti:** in base al livello di soddisfazione.

GreenTech

Chart 7 – GreenTech Model



Source: Redelfi

- **Acquisizione cliente:** attraverso la rete commerciale interna vengono sottoscritti gli accordi con gli operatori interessati alla riforestazione;
- **Contratto per area di riforestazione:** passaggio fondamentale è rappresentato dall'individuazione di aree idonee alla piantagione di nuovi alberi;
- **Riforestazione:** l'attività vera e propria di riforestazione verrà svolta in collaborazione con partner locali che si occuperanno di piantare diversi tipi di alberi per tutelare la biodiversità, mentre Redelfi svolgerà attività di pianificazione in loco;
- **Attivazione NFT su piattaforma:** ogni area riforestata viene certificata con l'emissione di un *token* che attesta l'unicità a chi ha acquistato;
- **Emissione criptovaluta:** contestualmente all'emissione dell'*NFT*, al termine della riforestazione i clienti ottengono una criptovaluta scambiabile su appositi portali.

2.4 Ricerca e Sviluppo

Le attività di ricerca e sviluppo di Redelfi sono focalizzate sull'innovazione tecnologica. Nelle BU MarTech e GreenTech vengono investite ingenti risorse in termini di capitali, persone, conoscenze e strumenti, per lo sviluppo *in house* di soluzioni innovative e tecnologie in grado di offrire risposte alle esigenze dei clienti, siano essi B2B o B2C. L'attività di R&D è unica per tutte le divisioni del Gruppo ed è gestita da Enginius, che più di tutte le altre società controllate è specializzata nell'innovazione informatica e ha le competenze tecnologiche per apportare miglioramenti ai processi e ai prodotti anche delle altre BU, anche se le linee guida sono stabilite dal management di Redelfi o delle specifiche BU a seconda delle necessità. Oltre a garantire il lancio dei due prodotti Adest e Jarions, gli investimenti hanno ad oggetto i seguenti ambiti di competenza:

- Architetture e sviluppo *backend e frontend* efficienti, moderne e interfacciate per la realizzazione di prodotti funzionanti e ben posizionati;
- Soluzioni UX per garantire prodotti facilmente navigabili da parte di qualsiasi utente;
- Sviluppo di soluzioni di *machine learning*, intelligenza artificiale, realtà virtuale ed aumentata e Big Data;
- Sviluppo di soluzioni blockchain e *NFT* per certificare l'originalità e l'unicità dei prodotti.

Per la BU Green, sono stati sostenuti negli ultimi anni costi significativi per lo svolgimento dell'*impact study* e *feasibility study* in merito al dimensionamento degli impianti da installare negli USA, relativamente all'attività della SPV SR26 LLC. Per quanto riguarda Enginius, ovviamente la grande maggioranza dei costi è destinata alla creazione di prodotti Adest e Jarions, con una componente anche dedicata al rapporto commerciale in corso con Gioielleria Italiana per la personalizzazione degli annunci sul sito e-commerce. Infine, è in fase di sviluppo l'attività di GreenTech, ossia la creazione dei *token* e della sua blockchain per la riforestazione.

2.5 Clienti

Redelfi, nello svolgimento del proprio business, vanta collaborazioni con diversi operatori di rilievo dei tre settori in cui opera, nonostante le attività non siano ancora entrate nel pieno dell'operatività. Considerando che il MarTech rappresenta circa il 90% del fatturato del Gruppo fino al 2021, ne consegue ovviamente una preponderanza dei clienti di questa BU rispetto ai clienti Green e GreenTech, anche se con il tempo l'incidenza di questa BU andrà a ridursi e si assisterà ad una diversificazione dei soggetti che si rivolgono al Gruppo. Con l'ingresso di Redelfi in Enginius si è già notata una forte diversificazione e ampliamento del portafoglio di clienti, riducendo quindi l'incidenza del singolo sul fatturato e migliorando il già consolidato network delle diverse controllate nei corrispettivi settori, grazie alla condivisione trasversale di conoscenze e competenze a livello di Gruppo che consentono uno scambio rilevante tra le BU.

Con riferimento alla BU Green, ci si rivolge come anticipato ad investitori istituzionali, fondi di investimento operatori del settore energetico e *utility* che vogliono entrare nel mercato dei sistemi di accumulo per potenziare la capacità energetica dei propri impianti fotovoltaici. Il rapporto che sussiste con questi soggetti, come è prassi nel settore delle rinnovabili, è generalmente basato su contratti che si estendono per tutta la durata delle attività di ottenimento delle autorizzazioni e realizzazioni degli impianti, per orizzonti che possono variare da diversi mesi a diversi anni a seconda della lunghezza dei processi autorizzativi dei singoli Paesi, delle esigenze dell'investitore e dalla capacità di realizzazione della Società. I canali di comunicazione e acquisizione preferiti in quest'ambito sono in prima battuta il network interno: si ricorda infatti la lunga esperienza del management nel settore e la profonda conoscenza del mercato USA (attuale riferimento della BU) grazie alla precedente esperienza con Renergetica; pertanto, sono già stati negoziati i MOU necessari allo sviluppo dei primi BESS park che verranno realizzati in seguito all'ottenimento delle autorizzazioni da parte degli appositi enti. Per eventuali progetti e accordi successivi, si farà sempre affidamento sul network interno con possibilità di affidarsi anche a una rete commerciale.

Per quanto riguarda Enginius, responsabile della BU MarTech, si rivolge principalmente a tutte le società che vogliono sviluppare nuovi prodotti offrendo consulenza IT, quindi con uno spettro davvero ampio di potenziali soggetti interessati. La consulenza IT avrà però un ruolo marginale nei piani di sviluppo di Redelfi; la BU ha come principale obiettivo quello di sviluppare e lanciare nei tempi stabiliti i due prodotti *disruptive* Adest e Jarions.

Adest ha come potenziale clientela tutto il panorama delle agenzie media che supportano i creatori di contenuti multimediali sulle varie piattaforme social. Chiunque monetizzi la propria attività tramite pubblicità potrà rivolgersi ad Adest per posizionare inserzioni personalizzate e variabili nei propri video, e anche gli stessi brand che vogliono effettuare attività di *product placement* avranno la piattaforma come principale interlocutore. Per quanto riguarda Jarions, è un *tool* sviluppato principalmente con finalità di *project management* per liberi professionisti e imprese; solamente considerando il bacino dei liberi professionisti in Italia, si contano più di 1,5 milioni di individui, il che dà un'idea della dimensione che può raggiungere questo mercato. Per entrambe le piattaforme sono in piano ingenti investimenti finalizzati ad acquisire nuovi clienti, principalmente tramite internet (Google, LinkedIn ecc.).

La BU GreenTech si rivolge invece ad un altro tipo di interlocutori, rappresentati da tutte le realtà che vogliono ridurre l'impatto ambientale in termini di emissioni di CO₂ o che semplicemente per rispettare le normative devono svolgere qualche tipo di attività sostenibile. La riforestazione legata al concetto di *NFT* attira però anche tutti quegli attori che sono interessati al mondo *blockchain* e cripto; complessivamente le attività sono rivolte a fondi istituzionali e società con obblighi di *carbon compensation* ma anche ad aziende agricole o investitori nel mondo *NFT* sostenibile.

2.6 Fornitori

La Società non è vincolata in maniera particolare da legami con nessun tipo di fornitore. Anche in questo caso, dato il peso del fatturato della BU MarTech su quello di Gruppo, si riscontra una preponderanza di fornitori di Enginius, composti principalmente da aziende digitali e tecnologiche che forniscono servizi di consulenza pluriennali di *marketing* e commerciali o in alcuni casi tecniche in merito al *frontend*. Tutti questi soggetti hanno comunque un basso potere contrattuale verso il Gruppo e possono essere facilmente sostituibili, indicando un'assenza di dipendenza eccessiva.

Per quanto riguarda la BU Green, ha rapporti con fornitori altamente diversificati, con percentuali di incidenza molto bassi sul fatturato e quindi anche in questo caso facilmente sostituibili: questi soggetti sono rappresentati da studi di ingegneria (italiani e/o statunitensi) e di architettura, studi legali e tecnici che offrono servizi commerciali fidelizzati a supporto della realizzazione delle commesse riguardanti i sistemi di accumulo. I principali nel 2021 risultano essere Tecnoenergia (O&M) e MP power (Asset Management).

Il primo fornitore della BU GreenTech, invece, è proprio Enginius, che si occupa dello sviluppo di tutte le competenze tecnologiche e strategiche, mentre tutti gli altri soggetti sono ancora poco rilevanti a causa del fatto che lo sviluppo della divisione non è del tutto completo.

3. Il mercato

I mercati di riferimento sono caratterizzati da un altissimo potenziale di crescita. Il segmento Martech prevede investimenti globali stimati superiori a € 335 milioni nel 2025 e un CAGR 2019-2025 di circa il 44%. Il Green e GreenTech sono mercati in forte sviluppo trainati dai crescenti requisiti a livello internazionale che indirizzano verso l'impiego di fonti rinnovabili e tecnologie affini: entro il 2030 si richiede il taglio delle emissioni di almeno il 55% rispetto ai livelli del 1990 ed entro il 2050 una produzione di energia proveniente al 90% da fonti rinnovabili e la neutralità climatica.

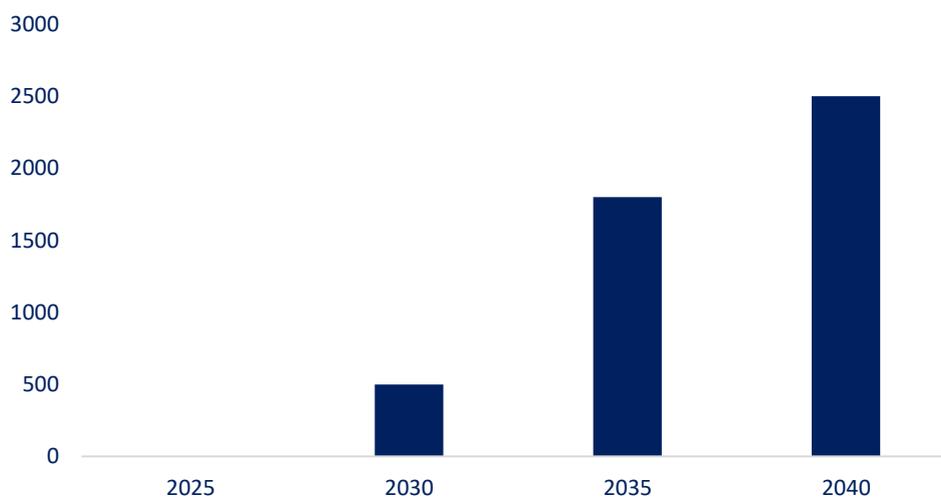
3.1 Green

I sistemi di accumulo di energia sono strutture innovative che possono massimizzare l'assorbimento dalle fonti energetiche rinnovabili, hanno capacità di immagazzinare e stoccarne gli eccessi di produzione e sono perfetti per impieghi per applicazioni che richiedono tempi di risposta rapidi con elevata richiesta di potenza a breve-medio termine, migliorando esponenzialmente l'efficienza degli alimentatori.

Non sorprende quindi che il settore stia vivendo una robusta crescita a livello globale: le installazioni di nuovi sistemi *battery energy storage system* nel mondo raggiungeranno, entro il 2040, livelli che variano tra i 1.500 e i 2.500 GW, 100 volte la capacità attualmente installata, contribuendo a generare un potenziale annuo di accumulo da 85 a 140 TWh, pari al 10,0% di tutta l'energia elettrica attualmente consumata. Questi numeri sono elevatissimi e lasciano intendere la portata del fenomeno: lo scenario presentato dai recenti studi vede nei prossimi anni investimenti complessivi oltre 3.000 miliardi di dollari statunitensi.

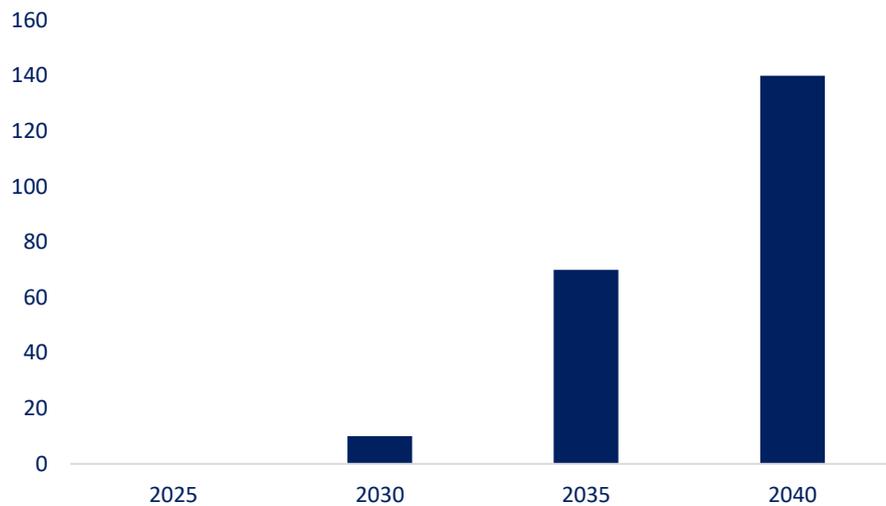
Sono proprio gli Stati Uniti l'epicentro di questa rivoluzione energetica: si stima che ben il 49% della capacità di accumulo installata si troverà negli USA, leader del mercato, in Cina e, in via residuale, in Europa: in molti Paesi Europei il contesto normativo è ancora ambiguo e non perfettamente inquadrato, in particolare in Italia e in Francia, mentre si stanno facendo passi in avanti in Regno Unito e in Germania che primeggiano nel segmento dei sistemi di taglia industriale.

Chart 8 – Cumulated installed power capacity (GW)



Source: McKinsey & CO. (2021) – Net-zero power, Long duration energy storage for a renewable grid

Chart 9 – Cumulated installed energy capacity (TWh)



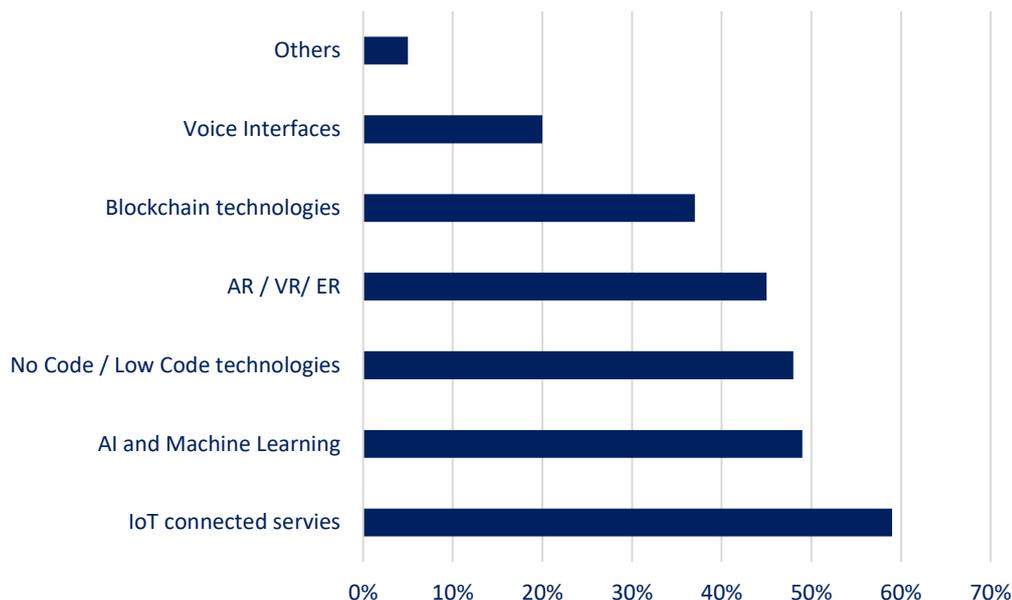
3.2 MarTech

Il mercato globale del MarTech, secondo i dati del report “The Market Report 2021/2022”⁴, vale circa 345 miliardi di dollari, a conferma della crescente importanza delle tecnologie digitali all’interno delle aziende. L’evoluzione della tecnologia, infatti, oltre a cambiamenti del comportamento degli utenti e i cambiamenti in termini di sicurezza di dati informatici e degli investimenti nel *market automation*, guida la crescita di questo mercato; la personalizzazione predittiva e l’utilizzo del *machine learning* e intelligenza artificiale saranno il punto di forza per la creazione di esperienze iper-personalizzate per i clienti.

Il 46% degli utenti utilizza o ha utilizzato realtà aumentata e/o virtuale nel 2021, mentre il 2022 mostra una tendenza in crescita anche trainata dagli investimenti nel Metaverso. Una crescente attenzione è anche rivolta nei confronti della sicurezza dei dati e della privacy, porta un maggior focus sullo sviluppo del codice backend e la creazione di piattaforme basate sui dati. Un esempio è dato dal sempre più frequente uso della blockchain, tecnologia nella quale vengono inseriti dati univoci, unici e non modificabili.

⁴ Market Alliance

Chart 10 – New Marketing Technologies in 2022



Source: Market Alliance – The MarTech Report 2021/2022

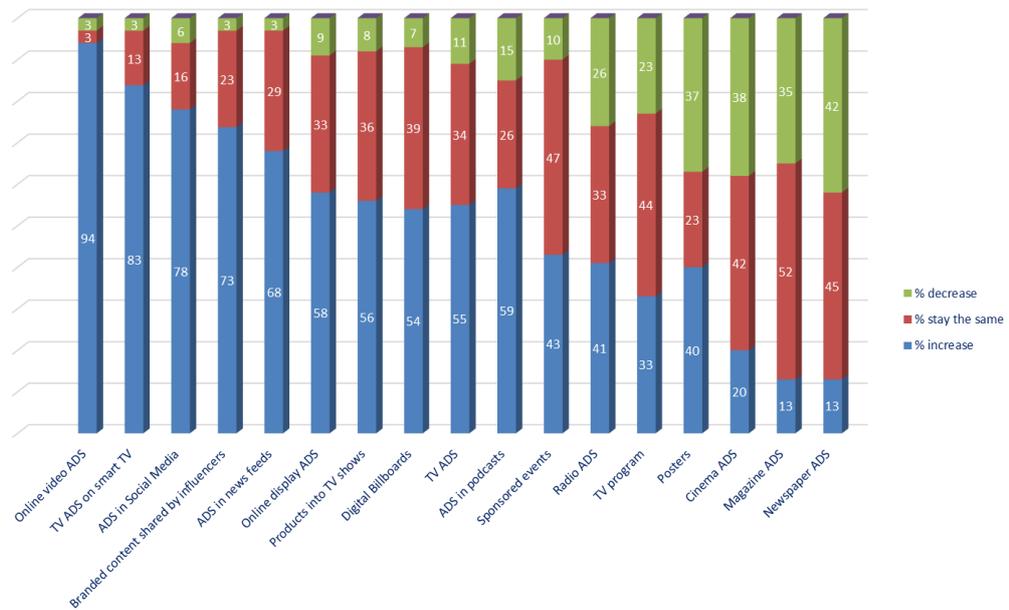
La controllata Enginius, che opera con successo in questo mercato, sta anche entrando nel settore del *marketing* dedicato all'intrattenimento, cambiato drasticamente negli ultimi anni. I contenuti multimediali sono diventati uno degli strumenti più utilizzati della comunicazione, e continuano ad acquisire rilevanza sia nei social network che nella rivoluzione: il video *marketing* assume pertanto un ruolo di estrema importanza, e l'esperienza online di ogni persona porta a un contatto sempre più diretto con il mercato.

Secondo una ricerca di Kantar⁵, il 94% dei marketer italiani aumenterà la spesa in online video ADS, l'83% in pubblicità sulle Connected TV, il 78% in quella all'interno delle storie sui social media, il 73% in attività di influencer marketing, il 68% nella pubblicità sui social media. Gli introiti del mercato dell'advertising nei video, secondo Omdia toccheranno i 120 miliardi di dollari nel 2024 (dai 70 miliardi di dollari attuali).

Il cambiamento di abitudini nel consumo video rilevato dalle analisi di Omdia, così di Samsung Ads, nel 2024 costituirà il 52% del totale degli introiti per la pubblicità online. Questo fenomeno non rappresenta abitudini passeggere date dalla pandemia globale, ma un cambio permanente nel tempo che vedrà i contenuti video come elementi sempre più centrali nella vita quotidiana.

⁵ Kantar – Media Trends & Predictions 2022

Chart 11 – Changes in budget allocation in digital media



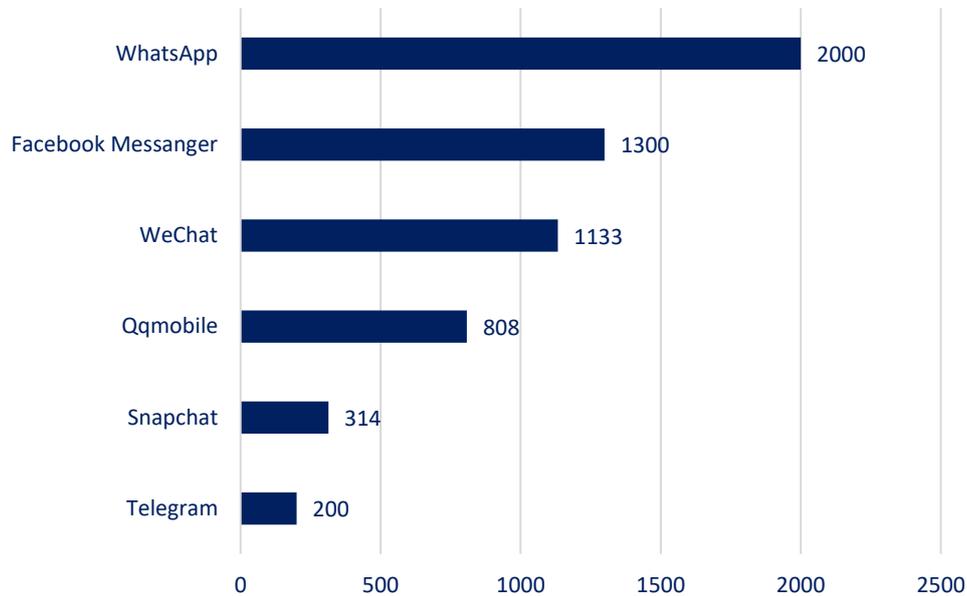
Source: VinvosBlog– Investimenti Pubblicitari nel 2021

Proprio da qui nasce la necessità da parte di Redelfi e della BU MarTech di spostare il focus delle attività per seguire e adeguarsi al cambiamento delle abitudini dei consumatori. Adest è una tecnologia innovativa che permette di rivoluzionare il mondo dell’*advertising* nei video standard e *on-demand* tramite il *dynamic product placement*, utilizzando elementi di realtà aumentata. Si tratta di una soluzione in grado di personalizzare un video, modificandone i contenuti in tempo reale, allo scopo di creare campagne pubblicitarie immersive che potranno essere variate sulla base delle proprie preferenze, definite dai cookies, dal proprio comportamento online, dalla propria cultura o dalla propria posizione geografica.

Lo scopo è quello di armonizzare un prodotto (ai fini commerciali) in contenuti video (ai fini di intrattenimento) per garantire un effetto naturale e gradevole per l’utente che guarda il contenuto video. L’azienda che vuole pubblicizzare il proprio prodotto potrà incrementare le vendite rivolgendosi direttamente a una audience aderente al proprio target, identificata tramite intelligenza artificiale come possibile cliente: la pubblicità non si rivolgerà più a un mercato di massa, ma, utilizzando diverse piattaforme di distribuzione, verrà personalizzata e armonizzata, così da non creare disturbi all’utente e ottimizzare i costi per il brand. Il prodotto è indirizzato ad agenzie media, *influencer* e case di produzione cinematografiche, inoltre, la tecnologia potrà essere applicata al nascente sviluppo del Metaverso.

L'altra innovazione apportata dalla BU MarTech è nel mercato della messaggistica, già ampiamente diversificato con numerose tipologie di applicazioni non integrate tra loro, il cui utilizzo comunque cresce in maniera esponenziale anche considerando l'incremento dell'uso della tecnologia vocale.

Chart 12 – App Users (mln)



Source: Zendesk (2020) – State of messaging

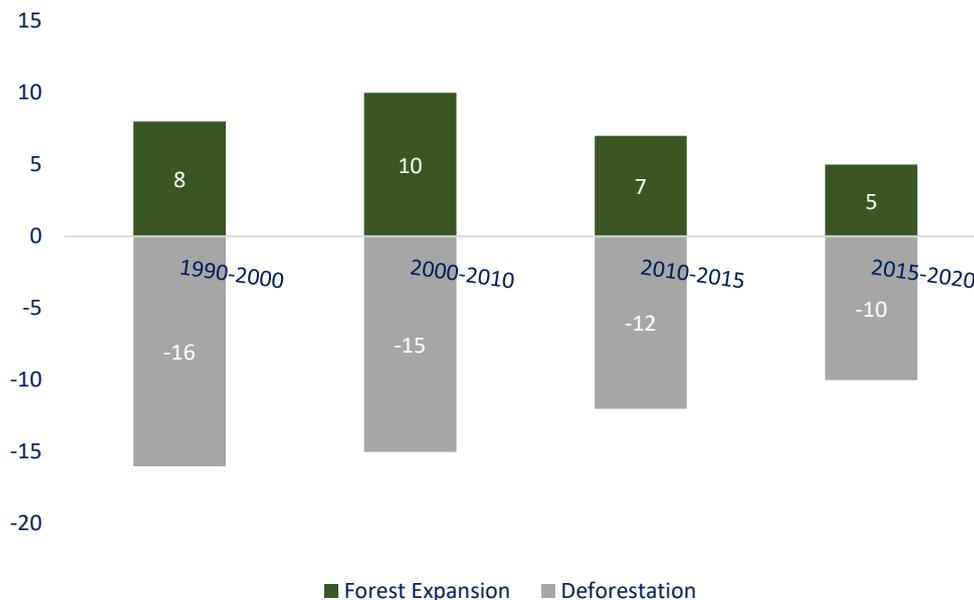
A livello internazionale, come si nota, non esiste un'unica piattaforma principale. Il rischio di perdere informazioni lavorando su diverse app è dunque molto alto, soprattutto in termini aziendali, in quanto le realtà internazionali devono approcciarsi con culture diverse, senza poter considerare una piattaforma unitaria.

Il commercio stesso si basa oggi sulle conversazioni e sulla comunicazione; lo stesso mondo aziendale ha presentato un incremento dell'uso di piattaforme di messaggistica sia internamente alle società, sia come comunicazione verso l'esterno. Il problema della diversificazione di comunicazioni si presenta quindi anche per i vari liberi professionisti. Jarions, nuovo software proprietario in fase di lancio, ha proprio lo scopo di aggregare, categorizzare e organizzare i messaggi provenienti dai diversi canali social e in diversi formati, rendendoli facilmente fruibili attraverso un'unica piattaforma. La soluzione tecnologica permette quindi di inserire funzionalità avanzate di ricerca e organizzazione di ogni messaggio, sia di testo sia vocale ricevuto o inviato dall'utente, per aggregare i vari canali di comunicazione e gestire in modo efficiente i flussi aziendali. Il prodotto si pone l'obiettivo di facilitare i flussi informativi e la gestione di questi ultimi nelle realtà aziendali tramite un'analisi semantica approfondita data da intelligenza artificiale. Il mercato di riferimento coinvolge principalmente coloro che utilizzano quotidianamente e-mail, strumenti di messaggistica e condivisione di dati e che necessitano di un collettore di informazioni che consenta di recuperarle e prioritarle rapidamente. Considerando come primo segmento, solamente i liberi professionisti presenti su territorio italiano, si conta un bacino di 1,5 milioni di professionisti.

3.3 GreenTech

I mercati coinvolti dall'attività GreenTech riguardano la riforestazione ma anche la blockchain, le criptovalute e l'AgriTech. I primi due sono temi centrali, nello specifico la riforestazione è il topic trainante della BU: negli ultimi dieci anni sono stati distrutti circa dieci milioni di ettari di foresta l'anno⁶, e per contrastare la deforestazione (principalmente mirata alla creazione di aree destinate alle colture) e tutelare la biodiversità i terreni richiedono un ripristino urgente.

Chart 13 – Forest expansion & deforestation (mln ha per year)



Source: UN Decade – Ecosystem Restoration 2021-2030

Riguardo alle criptovalute, queste sono risorse digitali poste su una rete decentralizzata, quindi non controllata da un'autorità centrale. Per questo motivo, le criptovalute che vengono scambiate sono soggette a fluttuazioni di prezzo più drastiche rispetto alle azioni tradizionali.

Negli ultimi anni questo settore ha trovato un posto di forte rilevanza nella *free economy*. La crescente richiesta di una sicurezza nella diffusione dei dati online e la certificazione di informazioni veritiere e uniche è alla base dell'incremento della tecnologia blockchain, supporto tecnico per ogni tipo di criptovaluta. Secondo l'indice composito elaborato dalla società ChainAnalysis tra la fine del 2019 e la metà del 2021 l'utilizzo di valute digitali è aumentato di 25 volte, sino a raggiungere un picco di 2,3 trilioni di dollari nel novembre 2021. Si prevede una continua crescita di questo asset allocation che diventerà parte integrante della vita quotidiana. Per raggiungere questo obiettivo si stanno affrontando diverse tematiche applicate a questo ambito, in termini legali le autorità stanno lavorando per trovare un approccio normativo che possa regolamentare il mercato mondiale.

⁶ UN Decade (2020) – Ecosystem Restoration 2021 - 2030

Redelfi sta sviluppando valute digitali a favore delle tematiche sostenibili, cercando di creare soluzioni alternative che impatteranno meno sull'ambiente, riducendo la CO₂ e lo spreco di energia elettrica. La sostenibilità delle criptovalute è difficile da definire perché esistono diversi e numerosi parametri da considerare, sicuramente il discorso ambientale si apre principalmente nei confronti dell'energia utilizzata per trattarle.

Il settore di riferimento si è posto l'obiettivo di divenire più green, generando quindi strumenti a sostegno di una crescita economica sostenibile e responsabile. Le problematiche principali sono lo spreco di energia elettrica e la produzione di CO₂, legate all'utilizzo delle macchine associate alla creazione e scambio delle criptovalute. Tra le diverse criptomonete oggi esistenti, quella in fase di sviluppo si differenzierà per l'uso di energia ridotto e per il sottostante basato su progetti di riforestazione.

A tal proposito Green Earth, che gestisce la BU GreenTech, è un'azienda che si affaccia a un mercato B2B, impegnandosi in progetti ambientali contrastando la deforestazione e la perdita della biodiversità includendo le criptovalute come elemento di innovazione. Tramite un portale creato appositamente, l'utente può investire in un progetto di riforestazione, acquisendo nello stesso momento anche un ammontare di criptovalute. La criptovaluta ha lo scopo di supportare il progetto di riforestazione. Le monete emesse saranno poi interscambiabili su un Exchange per favorire la sensibilità del tema della tutela della biodiversità.

4. Posizionamento Competitivo

Il contesto competitivo va analizzato per ognuna delle BU di Redelfi, in quanto operano in settori e segmenti di mercato molto diversi tra di loro. A livello di Gruppo, comunque, Redelfi presenta diversi vantaggi competitivi rispetto alle altre società che operano nei diversi settori, primo tra cui l’esperienza e la credibilità del team a livello italiano ed estero, così per quanto riguarda sia la BU Green che la BU MarTech, in quanto operanti nel settore da molti anni e con comprovata capacità di perseguire nuovi trend e opportunità, quali possono essere il BESS e i nuovi prodotti in fase di sviluppo Adest e Jarions.

BU Green

In generale, il settore delle rinnovabili vanta oggi un alto grado di concentrazione, con la presenza di aziende di grandi dimensioni e forti difficoltà di accesso e barriere all’entrata per i nuovi player, in quanto settore molto *capital intensive* e che richiede un’ampia struttura di produzione e supporto di studi tecnici e ingegneristici per l’ottenimento delle autorizzazioni. Il mercato tradizionale può considerarsi in tal senso quasi saturo, anche se il segmento di riferimento per Redelfi e in particolare della BU Green è il mercato BESS, che rappresenta l’evoluzione dell’energia rinnovabile in cui sono presenti pochissimi operatori. Questo è vero soprattutto in Italia, che presenta un contesto in fase di sviluppo in coerenza con le nuove normative previste per la seconda parte del 2022.

Chart 14 – BU Green Competitor

	STORAGE MISSION	HYDRO-ELECTRIC EXPERIENCE	INTERNATIONAL PRESENCE	LISTED
	✓	✓	✓	✓
	✓	✗	✓	✓
	✗	✓	✓	✓
	✗	✓	✗	✓

Source: Redelfi

- **Ameresco:** operatore delle rinnovabili presente negli USA e in Inghilterra, che si posiziona come integratore di energia pulita e sviluppatore, proprietario e operatore di risorse energetiche, mentre Redelfi ha solo il ruolo di sviluppatore;
- **Enlight:** sviluppatore globale di energia rinnovabile e produttore indipendente di energia nell’ambito tradizionale ed eolico. È presente in 12 Paesi, ma non opera nel BESS;
- **Iniziativa Bresciana:** operatore italiano che produce energia da fonti idroelettriche, non perseguendo soluzioni di storage.

La sola Ameresco è attualmente presente nel mercato BESS e ha come obiettivo un’importante crescita in tal senso.

BU MarTech

Le principali *expertise*, *Big Data*, *AR* e *advertising* rendono la BU MarTech altamente competitiva sui mercati, perché in grado di sviluppare prodotti unici e *disruptive* in sinergia con le altre BU del Gruppo. Il MarTech è definito da un mercato frammentato, in cui le molteplici applicazioni in ambito tecnologico aprono la strada a nuove opportunità e nuovi sottosettori.

La tecnologia oggi ha raggiunto una maturità tale da immaginare un forte grado di concentrazione di mercato, ma il cambio di mentalità e l'uso del digital a livello quotidiano porta alla generazione costante di una nuova domanda, alla quale rispondere con un'offerta sempre più ampia. Questa versatilità porta lo stesso mercato ad essere altamente perseguibile in termini di opportunità e di crescita.

Chart 15 – BU MarTech Competitor

	BIG DATA	AUGMENTED REALITY	ADVERTISING	LISTED
	✓	✓	✓	✓
	✗	✗	✓	✓
	✓	✓	✗	✓
	✗	✓	✓	✓

Source: Redelfi

- **ID-Entity** è una società che si occupa di creazione di contenuti pubblicitari in Europa, a differenza di Enginius che al momento opera solo in Italia;
- **Relatech** sviluppa prodotti tecnologici e soluzioni innovative per soggetti terzi in Italia, svolgendo un'attività coerente con quella della BU MarTech;
- **Mirriad** è un operatore internazionale che si posiziona nello stesso mercato di riferimento di Adest, prodotto in fase di sviluppo, in quanto si occupa di contenuti con case di produzione di video musicali e contenuti pubblicitari; al momento è uno dei pochi competitor diretti di Adest.

BU GreenTech

Il Green Tech è un settore innovativo, in forte crescita ma non ancora definito. La BU GreenTech ha sviluppato competenze trasversali interne e con diversi partner per investire sui principali trend di mercato. Dalla riforestazione, all’AgriTech, fino alla blockchain, il mercato si muove verso soluzioni innovative con lo scopo di perseguire obiettivi sostenibili.

Si tratta di un mercato nuovo e frammentato, con la presenza principalmente di startup con una forte propensione verso una crescita sostenibile in termini ambientali, sociali ed economici. L’arena competitiva del mercato GreenTech mostra bassa concentrazione di settore e ampie prospettive future di crescita. Gli attori presenti non hanno grandi dimensioni e non detengono importanti quote di mercato.

Chart 16 – BU GreenTech Competitor

	AGRITECH	BLOCKCHAIN	REFORESTATION	LISTED
	✓	✓	✓	✓
	✓	✗	✗	✓
	✗	✗	✓	✗
	✗	✓	✗	✗

Source: Redelfi

- **Groupe Exel:** opera nel settore dell’innovazione per AgriTech, con presenza internazionale in 27 Paesi. Redelfi GreenTech è presente solamente in Italia e Svizzera, ma si propone di operare in diversi settori applicando la tecnologia al tema della sostenibilità;
- **Treedom:** è un servizio di e-commerce italiano impegnato nella riforestazione con il supporto di competenze digitali, anche se non è presente la componente dei *token*;
- **IXO:** è un operatore *open source* specializzato in blockchain, si occupa di misurare ogni impatto ambientale valutando le azioni di diversi progetti.

4.1 SWOT Analysis

Strengths:

- *Know-how* tecnologico e velocità di identificazione e sviluppo soluzioni innovative *disruptive*;
- Consolidata esperienza del management;
- Profonda conoscenza del mercato green;
- Trasversalità e integrazione delle Business Unit grazie alle competenze digitali;
- Diversificazione del modello di business;
- Solidità finanziaria;
- Attenzione alla sostenibilità e alle tematiche ESG.

Weaknesses:

- Fase di startup per alcune società del Gruppo;
- Mancanza di *financials* storici per alcune società del Gruppo;
- Struttura organizzativa in evoluzione.

Opportunities:

- Mercati con basso grado di concentrazione e forti opportunità di crescita;
- Nicchie di mercato con assenza di *player* dominanti;
- Integrazione di nuove competenze e risorse qualificate;
- Capacità di adattamento ai cambiamenti di mercato con forte connotazione di innovazione.

Threats:

- Normativa relativa alle più evolute tecnologie (es. *NFT*) ancora in via di sviluppo;
- Necessità di investimenti significativi per lo sviluppo delle soluzioni innovative delle varie BU.

5. Economics & Financials

Table 2 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY21A*	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	1,17	3,65	6,65	16,10	25,50
Other Revenues	0,05	0,25	0,05	0,05	0,05
Value of Production	1,22	3,90	6,70	16,15	25,55
Operating Costs	0,26	1,00	3,25	9,25	12,20
Employees	1,28	2,20	2,50	3,35	4,00
Other Operating Expenses	0,37	0,40	0,70	1,00	1,25
EBITDA Adjusted	(0,69)	0,30	0,25	2,55	8,10
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>-56,9%</i>	<i>7,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>15,8%</i>	<i>31,7%</i>
Extraordinary Items	(0,13)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	(0,82)	0,30	0,25	2,55	8,10
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-67,3%</i>	<i>7,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>15,8%</i>	<i>31,7%</i>
D&A	0,42	0,65	1,20	1,40	1,55
EBIT	(1,24)	(0,35)	(0,95)	1,15	6,55
<i>EBIT Margin</i>	<i>-101,5%</i>	<i>-9,0%</i>	<i>-14,2%</i>	<i>7,1%</i>	<i>25,6%</i>
Financial Management	4,71	(0,05)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	3,47	(0,40)	(1,05)	1,05	6,45
Taxes	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Income	3,45	(0,40)	(1,05)	1,05	6,45

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	5,54	8,00	8,35	7,90	5,00
Account receivable	0,36	0,15	0,80	2,35	3,00
Account payable	0,23	0,15	0,60	1,25	1,50
Operating Working Capital	0,13	0,00	0,20	1,10	1,50
Other receivable	0,44	0,15	0,30	1,00	5,90
Other payable	0,34	0,55	0,60	0,70	0,75
Net Working Capital	0,23	(0,40)	(0,10)	1,40	6,65
Severance Indemnities & Other Provisions	0,25	0,40	0,50	0,70	0,90
NET INVESTED CAPITAL	5,52	7,20	7,75	8,60	10,75
Share Capital	0,28	0,40	0,40	0,40	0,40
Reserves	1,88	7,47	7,07	6,02	7,07
Net Income	3,47	(0,40)	(1,05)	1,05	6,45
Equity	5,64	7,48	6,43	7,48	13,93
Cash & Cash Equivalent	2,31	4,03	1,98	1,98	5,73
Short Term Financial Debt	0,46	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Financial Debt	1,73	3,75	3,30	3,10	2,55
Net Financial Position	(0,12)	(0,28)	1,32	1,12	(3,18)
SOURCES	5,52	7,20	7,75	8,60	10,75

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT		(0,35)	(0,95)	1,15	6,55
Taxes		0,00	0,00	0,00	0,00
NOPAT		(0,35)	(0,95)	1,15	6,55
D&A		0,65	1,20	1,40	1,55
Change in receivable		0,21	(0,65)	(1,55)	(0,65)
Change in payable		(0,08)	0,45	0,65	0,25
Change in others		0,50	(0,10)	(0,60)	(4,85)
<i>Change in NWC</i>		<i>0,63</i>	<i>(0,30)</i>	<i>(1,50)</i>	<i>(5,25)</i>
Change in provisions		0,16	0,10	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW		1,08	0,05	1,25	3,05
Capex		(3,1)	(1,6)	(1,0)	1,4
FREE CASH FLOW		(2,03)	(1,50)	0,30	4,40
Financial Management		(0,05)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in Debt to Bank		1,56	(0,45)	(0,20)	(0,55)
Change in Equity		2,24	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY		1,72	(2,05)	0,00	3,75

Source: Integrae SIM

*Il Conto Economico consolidato al 2021 è pro-formato e rappresenta retroattivamente gli effetti delle acquisizioni di Enginius e Benvenuto Srl. Non sono stati riflessi tali effetti sullo Stato Patrimoniale, in quanto le acquisizioni si sono completate al 31/12/2021 e risultano già riflessi nei dati storici dello Stato Patrimoniale consolidato del Gruppo Redelfi

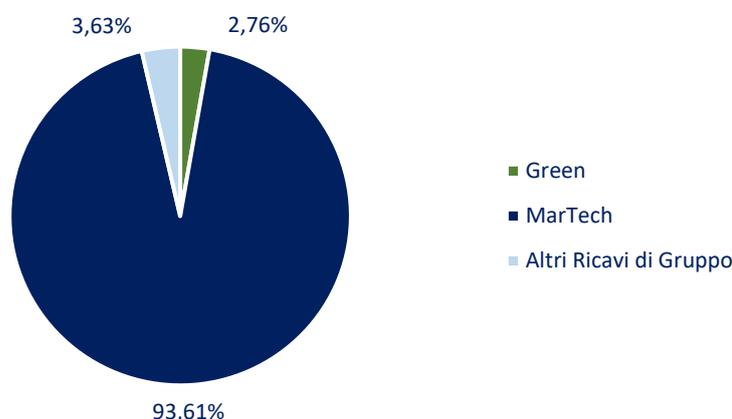
5.1 FY21A Results

La Società, attiva da diversi anni come holding di partecipazioni, ha ridefinito nel 2021 il suo piano industriale, iniziando a svolgere attività operativa come *ESG Management Company*, in seguito all'acquisizione della totalità del capitale sociale di RH Hydro, la cessione della partecipazione in Renergetica e l'acquisizione della maggioranza del capitale sociale di Enginius e Benvenuto Srl. Alla luce di queste ultime due acquisizioni, il prospetto di Conto Economico consolidato pro-forma per l'esercizio chiuso al 31/12/21 è redatto con l'obiettivo di rappresentare retroattivamente gli effetti delle operazioni avvenute nel corso dell'anno, descritte nei capitoli precedenti. Non sono invece stati riflessi tali effetti sullo Stato Patrimoniale, in quanto le acquisizioni si sono completate al 31 dicembre 2021 e pertanto risultano già riflesse nei dati storici dello Stato Patrimoniale consolidato al 31 dicembre 2021 del Gruppo Redelfi.

Sarà la stessa controllata Enginius a trainare in maniera preponderante i risultati economici del Gruppo almeno per i primi due anni di attività, in quanto unica società controllata ad avere un'attività e un modello di business già strutturati ancora prima dell'ingresso di Redelfi nel capitale. Le altre Business Unit, invece, sono ancora in fase di sviluppo e hanno generato fatturato in maniera marginale.

Il Conto Economico al FY21A Consolidato Pro-forma evidenzia, infatti, un valore della produzione pari a € 1,22 mln, il cui 93,6% circa è attribuibile all'attività di consulenze IT di Enginius.

Chart 17 – VoP Breakdown by Business Unit FY21A



Source: Integrae SIM

L'EBITDA si attesta ad un valore negativo pari a -€ 0,82 mln, per una marginalità percentuale del -67,3%, sempre a causa della natura di start-up del Gruppo che non ha ancora raggiunto la piena operatività. L'*adjustment* evidenziato nello schema (Table 2) illustra il valore dell'EBITDA depurato da costi sostenuti non direttamente imputabili alla gestione operativa, costi pari appunto a € 0,13 mln. Non tenendo conto di questo valore, l'EBITDA *adjusted* della Società risulterebbe pari a -€ 0,69 mln. Il valore dell'EBIT, invece, si attesta pari a -€ 0,95 mln, con un EBIT *margin* del -78,5%.

Basandosi su questi indicatori e sull'andamento del piano stimato, si può facilmente notare come Redelfi registri delle perdite nei primi anni di attività; il Net Income del FY21A, pari a € 3,45 mln, è influenzato positivamente dagli introiti generati dalla cessione della

partecipazione in Renergetica, pari a € 5,05 mln (contabilizzati come provento finanziario nella voce *financial management*).

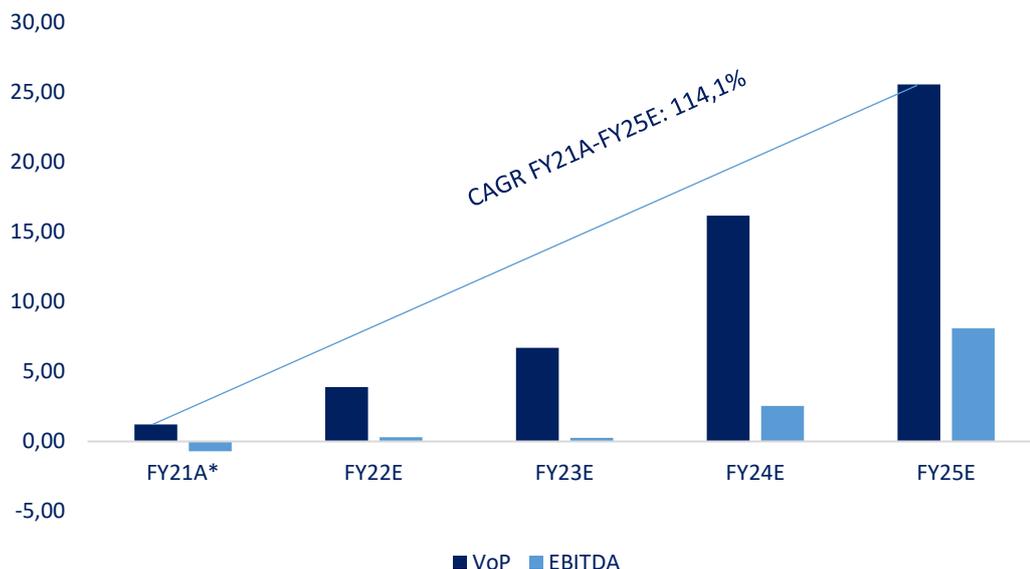
L'*exit* ha consentito di registrare un utile, ma, per quanto riguarda l'attività operativa, questa non genera nessun profitto in termini di Net Income. Per questo motivo, il Gruppo è esentato dal pagamento delle imposte per tutti gli anni di piano, anche negli ultimi due anni in cui si pensa possa registrare un utile positivo. Questa particolarità è riconducibile, oltre alla detrazione delle perdite pregresse dai redditi imponibili, alla natura di start-up innovativa del Gruppo, specialmente per Adest e Jarions, prodotti in fase di lancio che contribuiranno alla maggior parte dei ricavi degli ultimi due anni di piano.

Infine, per quanto riguarda le plusvalenze registrate dalla vendita delle quote di Renergetica, si è beneficiato della normativa PEX o *participation exemption*, che consente appunto di escludere dall'imponibile le plusvalenze realizzate e relative ad azioni o quote di partecipazioni in società.

A livello di NFP, si riscontra un valore *cash positive* pari a € 0,12 mln, principalmente riconducibile alla cassa generata dall'*exit* da Renergetica.

5.2 FY22E – FY25E Estimates

Chart 18 – VoP and EBITDA FY21A – FY25E



Source: Integrae SIM

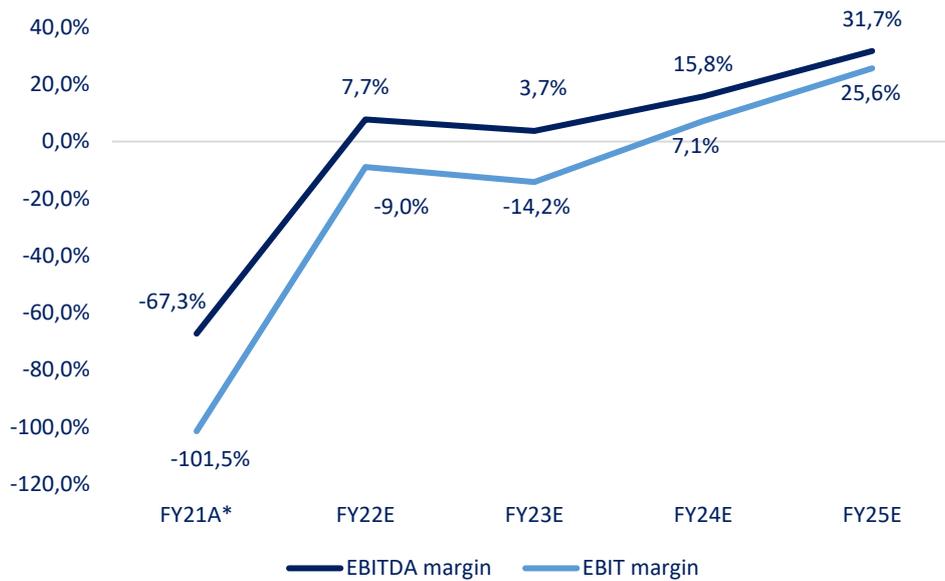
*Dati pro-forma

Nei prossimi anni, ci aspettiamo che tutte le divisioni inizino a generare un valore della produzione crescente, che passerà secondo le nostre stime da € 1,22 mln nell'esercizio appena chiuso ai € 3,90 mln del FY22E fino a raggiungere un valore di € 25,55 mln del FY25E, per una crescita in termini di CAGR 21A-25E pari al 114,1%.

Uno sviluppo di tale portata è ampiamente giustificato dalle prospettive delle singole controllate, che per l'anno in corso non hanno ancora generato ricavi: il 93,6% del fatturato per il FY21A è infatti riconducibile, come anticipato, alla BU MarTech. Man mano che tutte le BU diventeranno operative, si assisterà ad un'impennata del valore della produzione, che pensiamo possa essere trainata dai seguenti *driver*:

- Contratti in essere con primari investitori nel mercato energetico per la realizzazione di parchi BESS negli Stati Uniti;
- Sviluppo di rapporti con professionisti locali e grandi fondi infrastrutturali per il consolidamento dell'attività di Redelfi Corp.;
- Direzione del mercato verso l'utilizzo sempre maggiore di fonti di energia rinnovabile rispetto a quella tradizionale, con forti potenzialità di sviluppo per il settore BESS a supporto dei grandi parchi energetici rinnovabili;
- Esplosione dei volumi di affari per la divisione MarTech, specialmente in seguito al lancio sul mercato dei prodotti innovativi Adest e Jarions da parte di Enginius, previsto rispettivamente a fine 2023 e 2022. Secondo le nostre previsioni, sarà la BU MarTech quella con maggiore peso sul fatturato per tutti gli anni di piano, soprattutto grazie al successo delle due start-up;
- Partnership con società *green* e ingresso nel mercato AgriTech;
- Forte attenzione ai principi ESG e riduzione dell'impatto ambientale, che possono avere grande impatto nel lungo periodo anche in termini di incentivi economici e normativi a favore di energie rinnovabili e riforestazione;
- Crescita esponenziale delle soluzioni blockchain e NFT.

Chart 19 – EBITDA and EBIT margin FY21A – FY25E



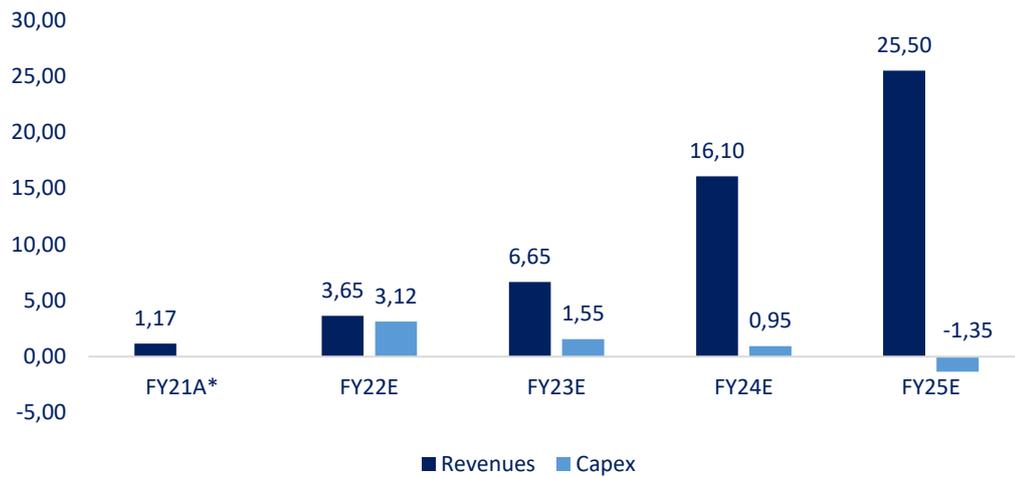
Source: Integrae SIM
*Dati pro-forma

Per quanto riguarda la marginalità, ci aspettiamo un EBITDA in significativo aumento sia in valore assoluto che di incidenza sul valore della produzione, passando, secondo le nostre stime, dal valore negativo di -€ 0,82 mln per il FY21A ad un valore leggermente positivo nel FY22E pari a € 0,30 mln, attestandosi a € 8,10 mln nel FY25E. In termini percentuali, invece, stimiamo un EBITDA *margin* che passa dal -67,3% del FY21A al 31,7% del FY25E, delineando una crescita importante in termini di redditività. Queste dinamiche si riflettono sul valore dell'EBIT: stimiamo infatti che Il Gruppo possa passare da un valore di -€ 0,35 mln nel FY22E a un valore atteso positivo per il FY25E pari a € 6,55, che corrisponde ad un EBIT *margin* del 25,6%.

Si può notare, attraverso i valori di EBITDA ed EBIT, come nei primi anni di attività la Società non riesca ancora a generare margini importanti, soprattutto se comparati alla crescita significativa del fatturato, per l'agire di due effetti: il gap temporale tra la realizzazione del fatturato e l'evidenza della redditività, e il fatto che una buona parte dei prodotti più redditizi non sono ancora disponibili sul mercato (vedi Adest e Jarions, ma anche l'attività di riforestazione ed emissione di criptovalute). Nonostante ciò, è evidente come le prospettive di crescita e le capacità del team consentiranno di raggiungere margini elevati già a partire dal 2024, quando tutti i piani di investimento saranno portati a termine.

Ad oggi la copertura degli *overhead* e la sostenibilità del Gruppo sarà garantita dei ricavi della BU Green che rappresenta la *based floor* sul quale costruire lo sviluppo futuro del Gruppo.

Chart 20 – Revenues and Capex FY21A – FY25E

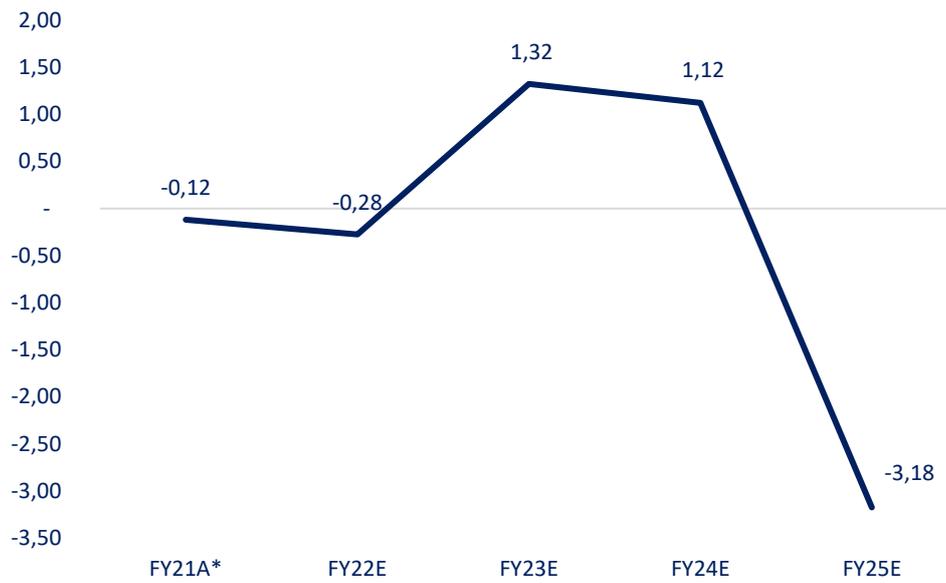


Source: Integrae SIM
*Dati pro-forma

A livello di Capex, crediamo che Redelfi continuerà, nel corso degli anni di piano e con particolare focus nei prossimi due/tre anni, ad effettuare continui investimenti per lo sviluppo e la promozione dei propri prodotti, specialmente in termini di ricerca e sviluppo. In particolare, riteniamo che gli investimenti saranno finalizzati a:

- Velocizzare il lancio delle piattaforme innovative Adest e Jarions;
- Rafforzare la struttura organizzativa con l’inserimento di risorse con competenze specifiche per le soluzioni MarTech e GreenTech;
- Investire in *marketing* e comunicazione per l’introduzione sul mercato di soluzioni informatiche e la diffusione della piattaforma GreenEarth;
- Sviluppare soluzioni di blockchain e NFT.

Chart 21 – Net Financial Position FY21A – FY25E



Source: Integrae SIM
*Dati pro-forma

Stimiamo, infine, che Redelfi possa migliorare la propria NFP solamente negli ultimi anni di piano, dopo fuoriuscite di cassa dei primi anni dovute alla realizzazione degli investimenti illustrati in precedenza. In particolare, secondo le nostre stime, la NFP del Gruppo dovrebbe raggiungere un valore *cash positive* nel FY25E pari a € 3,18 mln.

5.3 Use of Proceeds

La Società si è quotata sul mercato Euronext Growth Milan al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del percorso di crescita. In particolare, Redelfi ha pianificato come obiettivo post raccolta strategie mirate al consolidamento di tutte le proprie aree di business, ad ognuna delle quali verrà destinato circa:

1. BU Green – 20% delle risorse ottenute in fase di quotazione
 - Sviluppo di progetti finalizzati all'autorizzazione per la realizzazione di impianti BESS anche in Italia, in cui questo mercato non è ancora completamente regolamentato;
 - Sviluppo di progetti BESS Florida, dove ha sede la controllata Redelfi Corp.;
 - Incremento della presenza internazionale del Gruppo anche in altri Paesi.

2. BU Martech – 60% delle risorse ottenute in fase di quotazione
 - Accelerare lo sviluppo dei prodotti innovativi Adest e Jarions e il relativo lancio sul mercato;
 - Ulteriori investimenti nella ricerca e sviluppo per nuove soluzioni tecnologiche trasversali per il Gruppo.

3. BU GreenTech – 20% delle risorse ottenute in fase di quotazione
 - Sviluppo di una piattaforma per la riforestazione di GreenTech;
 - Lancio della piattaforma sul mercato con annessa emissione di criptovalute;
 - Investimenti in R&D.

6. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range di Redelfi sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

6.1 DCF Method

Table 3 – WACC

WACC		7,70%
Risk Free Rate	1,80% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,9
D/E (average)	33,33% Beta Relevered	1,1
Ke	9,78% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di maggio 2022 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 7,70%.

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		28,7
FCFO actualized	-1,0	-4%
TV actualized DCF	29,6	104%
Enterprise Value	28,6	100%
NFP (FY21A)	(0,1)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di € 28,7 mln.**

Table 5 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
Growth Rate (g)	2,5%	55,5	48,0	42,1	37,3	33,4	30,1	27,3
	2,0%	48,8	42,8	37,9	33,9	30,6	27,8	25,3
	1,5%	43,5	38,6	34,5	31,1	28,2	25,8	23,6
	1,0%	39,3	35,1	31,7	28,7	26,2	24,0	22,1
	0,5%	35,8	32,2	29,2	26,7	24,5	22,5	20,8
	0,0%	32,8	29,8	27,2	24,9	22,9	21,2	19,6
	-0,5%	30,3	27,6	25,3	23,3	21,5	20,0	18,6

Source: Integrae SIM

6.2 Market Multiples

Al fine di catturare al meglio la diversificazione del Gruppo, abbiamo condotto la valutazione utilizzando i multipli di due diversi Panel:

- Il primo contenente Società appartenenti al mercato delle energie rinnovabili;
- Il secondo contenente Società appartenenti al mercato *MarTech*.

6.2.1 Composizione del panel *Renewables*

- **Enlight Renewable Energy Ltd**

Enlight opera nel campo delle energie rinnovabili. Si impegna nell'avvio, sviluppo, finanziamento, costruzione, gestione e funzionamento di progetti nel campo della generazione di energia elettrica da fonti di energia rinnovabili, in particolare solare ed eolica. Ha operazioni con un portafoglio diversificato di progetti generatori di reddito, progetti in costruzione e pre-costruzione per un totale di circa 2.0 GW in Israele ed Europa.

- **Iniziative Bresciane S.p.A.**

Iniziative Bresciane progetta, costruisce, gestisce e opera impianti idroelettrici di piccole e medie dimensioni in Italia. I suoi impianti idroelettrici si trovano nelle province di Brescia, Bergamo e Cremona. La società è una controllata di Finanziaria Di Valle Camonica Spa, ed è stata fondata nel 1988 con sede a Breno, Italia.

- **Ameresco, Inc.**

Ameresco fornisce servizi energetici completi per aziende e organizzazioni negli Stati Uniti, in Canada e a livello internazionale. Offre servizi di efficienza energetica, aggiornamenti dell'infrastruttura, sicurezza e resilienza energetica, sostenibilità delle risorse e soluzioni di energia rinnovabile. L'azienda opera attraverso le regioni degli Stati Uniti e Canada e progetta, sviluppa, ingegnerizza ed installa i progetti che riducono l'energia, così come i funzionamenti ed i costi di manutenzione dei clienti. Ameresco, Inc. è stata fondata nel 2000 e ha sede a Framingham, Massachusetts.

- **Falck Renewables S.p.A.**

Insieme alle sue controllate, Falck si occupa di progettazione, sviluppo, costruzione e gestione di impianti di produzione di energia elettrica. L'azienda gestisce impianti di energia eolica, energia da biomasse, termovalorizzazione e fotovoltaico, nonché sistemi di stoccaggio. Fornisce inoltre servizi di gestione degli impianti di produzione di energia rinnovabile e servizi di ingegneria e consulenza per lo sviluppo di Falck Renewables S.p.A., controllata da Falck SpA, è stata fondata nel 2002 e ha sede a Milano, Italia.

- **Terna - Rete Elettrica Nazionale SpA**

Terna svolge attività di trasmissione e dispacciamento di energia elettrica in Italia, nei Paesi dell'area euro e a livello internazionale. L'azienda è coinvolta nella pianificazione, sviluppo, gestione, esercizio e manutenzione della rete di trasmissione nazionale, delle infrastrutture elettriche e delle infrastrutture ad alta tensione. Inoltre, implementa e sviluppa progetti di energia rinnovabile, offre telecomunicazioni e servizi di funzionamento e manutenzione per conto terzi e intraprende progetti di interconnessione privati, oltre a possedere la rete di trasmissione nazionale. L'azienda è stata fondata nel 1999 e ha sede a Roma, Italia.

6.2.2 Composizione del panel *MarTech*

- **Relatech S.p.A.**

Relatech è una società soluzioni di abilitazione digitale, che fornisce varie soluzioni tecnologiche. Offre soluzioni, tra cui progetti e servizi in *digital customer experience*, big data, intelligenza artificiale, *Internet of Things*, blockchain e *cyber security*, e campo cloud ibrido attraverso la sua piattaforma digitale RePlatform, basata sul cloud per il processo di trasformazione digitale del business. Serve i settori farmaceutico e sanitario, retail e moda, alimentare e agroalimentare, telco, energia e servizi pubblici, bancario e assicurativo, industriale e logistico. L'azienda è stata fondata nel 2001 e ha sede a Milano, Italia.

- **Criteo S.A.**

Criteo è un'azienda francese di "*retargeting*" personalizzato che opera con aziende al dettaglio su internet per mostrare pubblicità sul web personalizzata ai clienti che hanno precedentemente visitato il sito web. Criteo consente alle aziende online di seguire i visitatori che hanno lasciato il proprio sito Web senza effettuare un acquisto utilizzando banner personalizzati che mirano a riportare potenziali clienti al sito Web iniziale. Inoltre, offre l'accesso in tempo reale all'inventario pubblicitario attraverso i suoi partner editoriali, servizi di consulenza alle aziende nelle vendite a distanza e servizi di business intelligence e analisi. La società è stata fondata nel 2005 con sede a Parigi e opera in 30 mercati in tutto il mondo.

- **Agile Content, S.A.**

Fornisce strumenti che consentono agli editori e alle marche di curare, consegnare e monetizzare i loro contenuti, il pubblico, i video e altri contenuti online in Spagna. L'azienda offre soluzioni come la gestione dei contenuti *digital-first* e i servizi di consegna, esperienza mobile ottimizzata e personalizzata per la lettura e la visione dei contenuti, gestione dell'identità e delle relazioni, video cloud per la gestione dei video e la piattaforma di distribuzione. Fornisce anche automazione delle vendite con dati di pubblico integrati, servizi a valore aggiunto basati sul contenuto e piattaforma multimediale che permette ai fornitori di servizi gestiti di costruire e mantenere strumenti di relazione per i clienti. L'azienda è stata fondata nel 2007 e ha sede a Barcellona, Spagna.

- **Id-Entity**

Id-Entity è una *Martech Content Factory* in grado di produrre, su base giornaliera, centinaia di contenuti "*data driven*" ovvero sviluppati grazie alla raccolta e l'analisi dei dati e degli interessi degli utenti. Id-Entity produce contenuti omnichannel, originali, *smart*, *cross-media* e *cross-market*, in grado di generare interazioni e traffico verso i canali Social, l'E-commerce e i negozi, con l'obiettivo di convertire la visione del contenuto in vendite online ed off-line e aumentare la *brand awareness* dei clienti. Per fare questo, la Società si avvale di processi industriali certificati ISO9001 governati dalla tecnologia. La società è stata fondata nel 2010 con sede a Balerna, in Svizzera.

6.2.3 Multiples Method

Table 6.1 – Market Multiples Renewables

Company Name	EV/Sales (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E
Enlight Renewable Energy Ltd	17,1	11,1	N/A
Iniziativa Bresciane S.p.A.	5,3	4,8	4,5
Ameresco Inc.	1,8	2,1	2,0
Falck Renewables S.p.A.	6,7	6,7	6,3
Terna S.p.A.	9,7	9,5	9,1
Peer median	6,7	6,7	5,4

Source: InFinancials

Table 6.2 – Market Multiples MarTech

Company Name	EV/Sales (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E
Relatech SpA	1,5	1,3	1,1
Criteo SA	1,3	1,1	1,1
Agile Content SA	1,7	1,5	N/A
Id-Entity	2,4	1,9	1,6
Peer median	1,6	1,4	1,1

Source : Infinancials

Table 7 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
EV/Sales			
Enterprise Value (EV)	15,1	26,7	52,5
Equity Value	15,3	25,3	51,3
Equity Value post discount	11,5	19,0	38,5
Average	11,5	19,0	38,5

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Redelfi, utilizzando la media tra il *market multiple* EV/Sales dei due Panel, risulta essere pari a circa € 30,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Redelfi rispetto ai *comparable*: ne risulta un *equity value* di € 23,0 mln.

7. Valuation Range

Table 8 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	25,9
Equity Value DCF (€/mln)	28,7
Equity Value multiples (€/mln)	23,0
Target Price (€)	3,20

Source: Integrae SIM

Di conseguenza, si ottiene un *equity value* medio pari a € 25,9 mln. **Il target price è € 3,20, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 9 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/Sales	7,1x	3,9x	1,6x	1,0x

Source: Integrae SIM

Table 10 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/Sales	2,7x	1,5x	0,6x	0,4x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission)
Regulation No. 11971/1999****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. INTEGRAE S.P.A. is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking - ANPIB and Journalist guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM S.p.A. 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 S.p.A. Performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

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

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM S.p.A. 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 information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM S.p.A. Also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A. has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised 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 S.p.A. 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 S.p.A. 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. 16190 of 29.10.2007, 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 expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), 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 expected total return may temporarily fall outside the proposed range.

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM S.p.A. 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, 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 S.p.A. tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

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