

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Redelfi

Euronext Growth Milan | Green Energy | Italy

Production 07/04/2023, h. 18:30

Published 11/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 5,00

prev. € 4,00

Risk

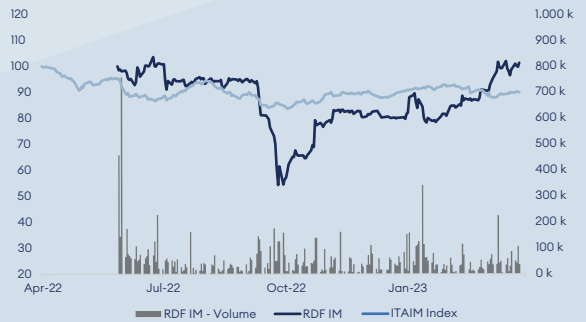


Medium

Upside potential

295,1%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,27
Target price	€ 5,00
Upside/(Downside) potential	295,1%
Ticker	RDF IM
Market Cap (€/mln)	€ 10,68
EV (€/mln)	€ 11,31
Free Float	30,29%
Share Outstanding	8.440.080
52-week high	€ 1,37
52-week low	€ 0,67
Average daily volumes (3 months)	51.500

Key Financials (€m)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	4,0	8,7	12,5	24,5
VoP	4,5	8,8	12,6	24,6
EBITDA	1,7	1,3	2,8	8,8
EBIT	1,1	0,7	1,7	7,3
Net Profit	0,3	0,2	1,1	5,8
EBITDA margin	37,3%	14,9%	22,3%	35,8%
EBIT margin	25,2%	8,0%	13,1%	29,7%
Net Profit margin	6,0%	1,7%	8,8%	23,4%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	17,16%	26,80%	87,29%	N.A.
to FTSE Italia Growth	18,33%	26,96%	82,70%	N.A.
to Euronext STAR Milan	20,78%	24,39%	73,53%	N.A.
to FTSE All-Share	19,87%	18,91%	59,43%	N.A.
to EUROSTOXX	17,26%	19,54%	61,77%	N.A.
to MSCI World Index	16,24%	21,50%	74,71%	N.A.

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/Sales	2,9x	1,3x	0,9x	0,5x
EV/EBITDA	6,7x	8,7x	4,0x	1,3x
P/E	39,3x	71,2x	9,7x	1,9x

FY22A Results

Nel bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2022, Redelfi ha comunicato ricavi di vendita pari a € 3,96 mln. Il valore della produzione è pari a € 4,51 mln, più che triplicando il risultato dell'esercizio precedente. L'EBITDA di periodo è stato pari a € 1,68 mln, in netta crescita rispetto al dato del 31 dicembre 2021 negativo per € 0,82 mln. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,55 mln, ammonta a € 1,14 mln, in crescita rispetto al valore negativo del FY21A e con un EBIT margin del 25,2%. Positivo anche il Net Income, pari a € 0,27 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 8,75 mln ed un EBITDA pari a € 1,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 14,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 43,85 mln (CAGR FY22A - FY26E: 76,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 23,55 mln (corrispondente ad una marginalità del 53,7%), in crescita rispetto a € 1,68 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 37,3%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Redelfi sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 52,4 mln. L'*equity value* di Redelfi utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 32,0 mln (incluso un *discount* pari al 25,0%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 42,2 mln. Il target price è di € 5,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	3,96	8,70	12,50	24,50	43,80
Other Revenues	0,55	0,05	0,05	0,05	0,05
Value of Production	4,51	8,75	12,55	24,55	43,85
COGS	0,00	0,10	0,15	0,20	0,25
Services	1,57	3,05	4,85	10,00	13,40
Use of Asset Owned by Others	0,14	0,20	0,25	0,30	0,35
Employees	0,99	3,40	3,75	4,00	4,90
Other Operating Expenses	0,12	0,70	0,75	1,25	1,40
EBITDA	1,68	1,30	2,80	8,80	23,55
<i>EBITDA Margin</i>	37,3%	14,9%	22,3%	35,8%	53,7%
Extraordinary Items	(0,41)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adjusted	1,27	1,30	2,80	8,80	23,55
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	28,2%	14,9%	22,3%	35,8%	53,7%
D&A	0,55	0,60	1,15	1,50	1,55
EBIT	1,14	0,70	1,65	7,30	22,00
<i>EBIT Margin</i>	25,2%	8,0%	13,1%	29,7%	50,2%
Financial Management	(0,76)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	0,00
EBT	0,38	0,65	1,60	7,25	22,00
Taxes	0,10	0,50	0,50	1,50	2,60
Net Income	0,27	0,15	1,10	5,75	19,40
Minorities	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	8,13	13,85	11,60	10,80	10,00
Account receivable	2,45	0,20	0,55	2,00	2,60
Account payable	0,47	0,20	0,30	1,15	1,40
Operating Working Capital	1,98	0,00	0,25	0,85	1,20
Other receivable	0,93	0,35	0,30	1,00	5,95
Other payable	0,87	0,65	0,65	0,65	0,65
Net Working Capital	2,04	(0,30)	(0,10)	1,20	6,50
Severance Indemnities & Other Provisions	0,31	0,60	0,80	1,05	1,30
NET INVESTED CAPITAL	9,85	12,95	10,70	10,95	15,20
Share Capital	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Reserves	8,53	8,80	8,95	10,05	15,80
Net Income	0,27	0,15	1,10	5,75	19,40
Equity	9,22	9,37	10,47	16,22	35,62
Cash & Cash Equivalent	1,98	(1,58)	1,37	6,47	21,12
Short Term Financial Debt	0,51	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Financial Debt	2,09	2,00	1,60	1,20	0,70
Net Financial Position	0,63	3,58	0,23	(5,27)	(20,42)
SOURCES	9,85	12,95	10,70	10,95	15,20

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	1,14	0,70	1,65	7,30	22,00
Taxes	0,10	0,50	0,50	1,50	2,60
NOPAT	1,03	0,20	1,15	5,80	19,40
D&A	0,55	0,60	1,15	1,50	1,55
Change in receivable	(2,09)	2,25	(0,35)	(1,45)	(0,60)
Change in payable	0,24	(0,27)	0,10	0,85	0,25
Change in others	0,04	0,36	0,05	(0,70)	(4,95)
Change in NWC	(1,81)	2,34	(0,20)	(1,30)	(5,30)
Change in provisions	0,07	0,29	0,20	0,25	0,25
OPERATING CASH FLOW	-0,16	3,42	2,30	6,25	15,90
Capex	(3,1)	(6,3)	1,1	(0,7)	(0,7)
FREE CASH FLOW	(3,30)	(2,90)	3,40	5,55	15,15
Financial Management	(0,76)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	0,00
Change in Debt to Bank	0,42	(0,60)	(0,40)	(0,40)	(0,50)
Change in Equity	3,31	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,33)	(3,55)	2,95	5,10	14,65

Source: Redelfi and Integrae SIM estimates

Company Overview

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.

FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	4,51	1,68	37,3%	1,14	0,25	0,63
FY22E	3,65	0,55	15,1%	0,10	(0,60)	0,08
<i>Change</i>	23,7%	206,3%	22,2%	N.M.	N.A.	N.A.

Source: Integrae SIM

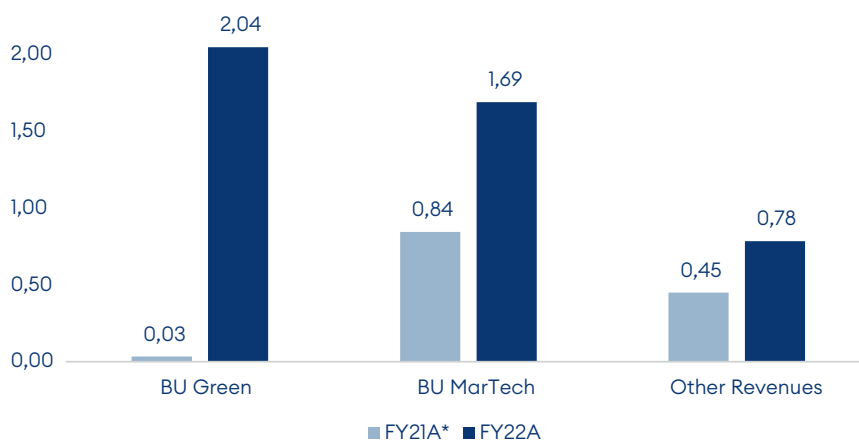
Tramite comunicato stampa, Davide Sommariva, Presidente di Redelfi, ha dichiarato: “Al momento dell’IPO abbiamo rappresentato ai Soci sottoscrittori un progetto pluriennale; abbiamo poi incrementato il nostro commitment nei confronti del mercato con la presentazione di un ambizioso piano industriale nel Novembre 2022 e, ad oggi, possiamo presentare con soddisfazione i primi risultati. Riteniamo che il processo di crescita sia appena all’inizio e, pertanto, confidiamo di dare ai nostri Azionisti ulteriori elementi di gratificazione.”

Nel bilancio consolidato d’esercizio chiuso al 31 dicembre 2022, Redelfi ha comunicato ricavi di vendita pari a € 3,96 mln, più che triplicando il risultato dell’esercizio precedente. Il valore della produzione è pari a € 4,51 mln, facendo registrare un importantissima crescita del 270,9% rispetto al bilancio consolidato pro-forma al 31 dicembre 2021, in cui si riportava un dato pari a € 1,22 mln.

Al contrario degli esercizi precedenti, in cui il maggior contributo al fatturato è derivato dall’attività di consulenza della controllata Enginius (BU MarTech), il 2022 ha visto la BU Green, orientata verso il mercato energetico con riferimento all’investimento in Comunità Energetiche Rinnovabili (CER) e sviluppo di BESS park, essere il motore trainante del Gruppo, con € 2,04 mln di fatturato generati. La BU MarTech non riscontra comunque alcun rallentamento della domanda di consulenza verso terzi, anzi contribuisce in maniera maggiore alle aspettative con € 1,70 mln generati, facendo registrare +100,0% rispetto ai € 0,84 mln dell’esercizio precedente e con un eccesso di € 0,40 mln rispetto all’intervallo delle guidance di business plan, condivise dalla Società nel mese di Novembre 2022.

L’esercizio FY22A vede quindi un importante contributo delle due BU principali, al quale si aggiungono gli altri ricavi (€ 0,55 mln) derivanti dal riconoscimento di maggiori crediti di imposta, anche per effetto di alcuni cambiamenti normativi, e i ricavi derivanti dalle vendite e incrementi di immobilizzazioni riconducibili alla BU MarTech, che riguardano affitti degli immobili di proprietà del Gruppo, per totali altri ricavi pari a € 0,78 mln.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY21A VS FY22A (€/MLN)



Source: Redelfi, FY21A pro-forma

La BU Green è, come anticipato e coerentemente con le linee guida del piano industriale 2022-2026, la divisione che registra la crescita maggiore, principalmente grazie agli ingenti investimenti messi in atto per accelerare l'espansione nel settore dello sviluppo di BESS park negli Stati Uniti, mercato geografico di riferimento per il settore e in cui il Gruppo era già presente attraverso la controllata Redelfi Corp.

In data 17 novembre 2022, infatti, è stata costituita a New York, in collaborazione con Elio Energy Group LLC, la joint venture BESS Power Corp., avente ad oggetto appunto lo sviluppo di BESS park stand alone negli USA. L'operazione segna un momento di svolta per il business del Gruppo, che si focalizza sull'andamento della BU Green. Nei primi mesi del 2023, le quote detenute (65,0%) sono state condivise in maniera paritetica con Altea Green Power, società italiana attiva nello sviluppo e realizzazioni di impianti rinnovabili, per incrementare la capacità di investimento e le competenze tecniche. Ad oggi, le due società hanno sviluppato un piano quadriennale che vede una *pipeline* di impianti per un totale di 1,4 GW, per un investimento complessivo di circa € 5,00 mln; di questi, 800 MW sono già in fase di sviluppo, in seguito all'avvio dei progetti in pipeline inseriti nelle società veicolo Lund Storage Center 1 LLC, Stantonville Storage Center LLC e Plomosa Storage Center LLC.

Più a rilento procedono invece gli investimenti nel BESS sul mercato italiano, anche se si iniziano a riscontrare aumenti della domanda da parte di equity investors interessati ad approfittare delle prime opportunità di acquisto dei progetti sviluppati. L'attività italiana del Gruppo Redelfi si concentra, attraverso la controllata CerLab Srl, principalmente sul segmento CER (Comunità Energetiche Rinnovabili), riguardante l'investimento e la gestione delle comunità energetiche stesse, nel limite massimo di legge di una potenza pari a 1 MW. Con il delinearsi del quadro normativo, le CER, oltre ad avere una notevole valenza ESG, consentiranno in maniera maggiore risparmi sulla bolletta elettrica per tutti i membri l'accesso ad incentivi da parte del GSE.

La BU MarTech, attiva tramite la controllata Enginius, ha per oggetto lo sviluppo di piattaforme software innovative e prodotti IoT, a cui si affianca la consulenza verso terzi, che rappresenta il core business della BU. Con l'acquisizione dell'80,0% di Dreaming Lab da parte di Enginius, si sono consolidate le competenze di questa divisione a livello tecnologico e geografico, e ciò ha consentito un aumento del fatturato MarTech da € 0,84 mln del FY21A a € 1,69 mln del FY22A; nei prossimi anni, l'obiettivo è quello di finalizzare il lancio dei prodotti propri Jarions e Adest, previsto rispettivamente nel 2024 e nel 2025.

L'EBITDA di periodo è stato pari a € 1,68 mln, in netta crescita rispetto al dato del 31 dicembre 2021 negativo per € 0,82 mln. L'EBITDA FY22A è risultato nettamente superiore rispetto a quanto previsto nelle guidance del business plan condivise nel mese di novembre e alle stime del nostro ultimo report, in cui si attendeva un valore pari a € 0,55 mln. Questa differenza è riconducibile, oltre allo scostamento del valore della produzione per i motivi già illustrati, anche per effetto dello slittamento al 2023 dell'acquisizione del progetto Lund Storage Center LLC per lo sviluppo di un impianto BESS in Texas (USA), con annesso risparmio in termini di costi per circa € 0,40 mln. Di conseguenza, l'EBITDA margin di periodo è pari al 37,3%.

Negli schemi si riporta anche il valore dell'EBITDA Adjusted, pari a € 1,27 mln che non tiene conto del credito di imposta derivante dai costi sostenuti durante il processo di quotazione sul mercato EGM, per un importo pari a € 0,41 mln. Questo perché, nonostante la Società avesse correttamente presentato al MISE la relativa pratica a ottobre 2022, non è stato ancora ricevuto il riconoscimento ufficiale da parte dell'ente, pertanto si ritiene opportuno dare evidenza anche di questo effetto per una corretta rappresentazione.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,55 mln, ammonta a € 1,14 mln, in crescita rispetto al valore negativo del FY21A e con un EBIT margin del 25,2%. Positivo anche il Net Income, pari a € 0,27 mln, ovviamente in calo rispetto all'esercizio 2021 in cui si era contabilizzata la plusvalenza derivante dalla partecipazione in Renergetica SpA da parte di Redelfi, che aveva fruttato € 7,00 mln circa.

A livello patrimoniale, si denota un lieve peggioramento della NFP, che passa dal valore cash positive del FY21A pari a € 0,12 mln al valore al 31 dicembre 2022 pari a € 0,63 mln di debito. La differenza è riconducibile agli investimenti effettuati in BESS Power Corp. per l'avvio dei progetti sopracitati, i cui costi erano inizialmente previsti ad inizio 2023.

Si segnala anche la cessione della quota di maggioranza del capitale della società Piano Green Srl, acquisita a giugno 2022 con il fine di dare un boost all'attività della BU GreenTech. La cessione deriva dalla necessità da parte del Gruppo di dare priorità all'accelerata del BESS sul mercato italiano, anche se si è mantenuta una partecipazione minoritaria pari al 10,0% del capitale sociale. L'operazione sposta il focus dalla BU GreenTech, che entrerà a regime non prima della fine dell'esercizio 2024, anno in cui dovrebbero essere ultimati lo sviluppo del portale e la definizione del business model.

FY23E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY26E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
VoP				
New	8,8	12,6	24,6	43,9
Old	8,8	12,6	24,6	43,9
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA				
New	1,3	2,8	8,8	23,6
Old	1,3	2,8	8,8	23,6
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA %				
New	14,9%	22,3%	35,8%	53,7%
Old	14,9%	22,3%	35,8%	53,7%
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT				
New	0,7	1,7	7,3	22,0
Old	0,7	1,7	7,3	22,0
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income				
New	0,2	1,1	5,8	19,4
Old	0,2	1,1	5,8	19,4
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NFP				
New	3,6	0,2	(5,3)	(20,4)
Old	4,4	1,0	(4,5)	(19,6)
Change	N.A	N.A	N.A	N.A

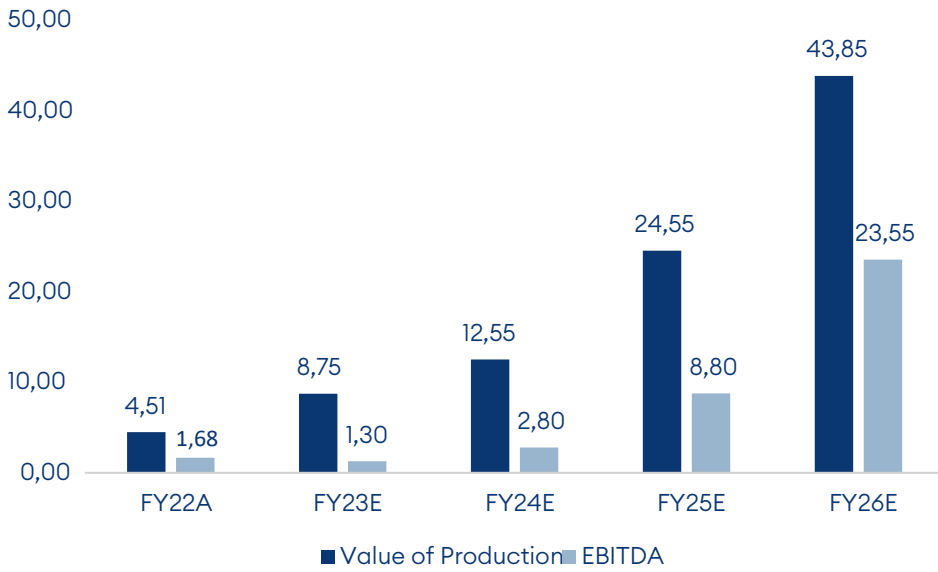
Source: *Integrae SIM*

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 8,75 mln ed un EBITDA pari a € 1,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 14,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 43,85 mln (CAGR FY22A - FY26E: 76,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 23,55 mln (corrispondente ad una marginalità del 53,7%), in crescita rispetto a € 1,68 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 37,3%).

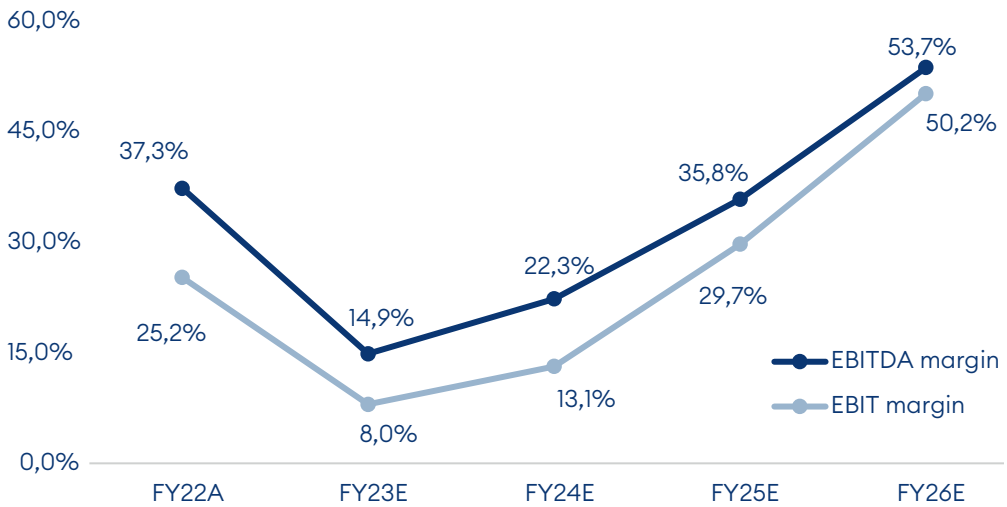
Modifichiamo esclusivamente le nostre aspettative relative alla NFP, che secondo le nostre stime raggiungerà, nel FY26E, un valore cash positive pari a € 20,42 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A - 26E



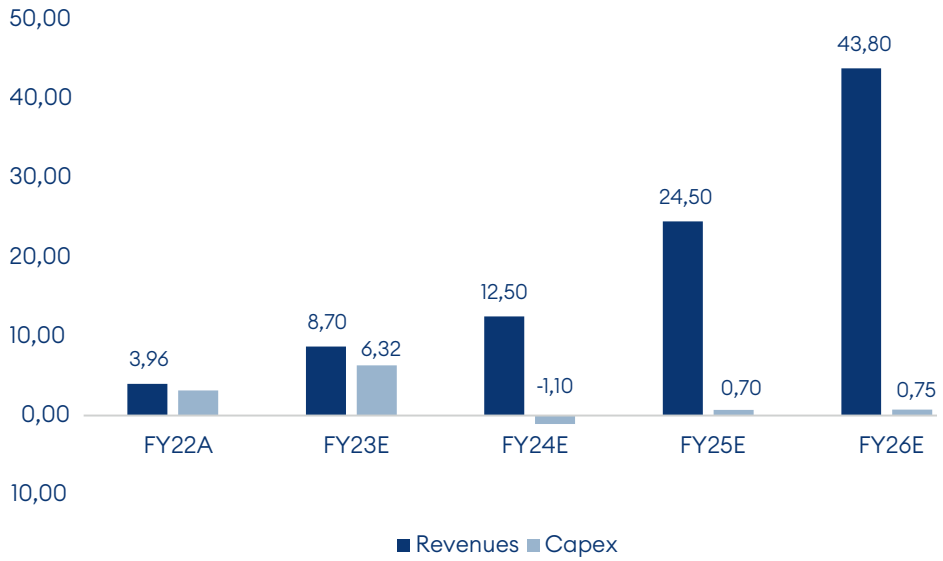
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A - 26E



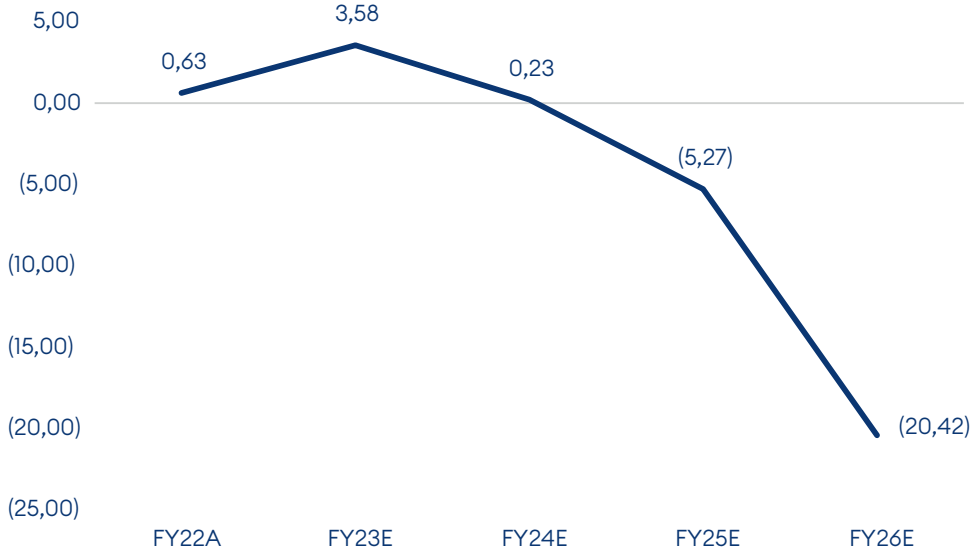
Source: Integrae SIM

CHART 5 - CAPEX FY22A - 26E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 6 - NFP FY22A - 26E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			11,90%
D/E 11,11%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 0,73	α (specific risk) 2,50%
K_d 2,00%	Market Premium 9,73%	β Relevered 0,78	K_e 13,06%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 11,90%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	11,9	23,0%
TV actualized DCF	40,6	77,0%
Enterprise Value	52,5	100%
NFP - Operating (FY22A)	0,1	
Equity Value	52,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 52,4 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
	2,5%	71,2	66,6	62,5	58,9	55,6	52,6	49,9
	2,0%	67,7	63,6	59,8	56,5	53,5	50,7	48,2
	1,5%	64,6	60,8	57,4	54,4	51,6	49,0	46,7
	1,0%	61,8	58,4	55,2	52,4	49,8	47,4	45,2
	0,5%	59,3	56,2	53,3	50,6	48,2	46,0	43,9
	0,0%	57,1	54,1	51,4	49,0	46,7	44,6	42,7
	-0,5%	55,0	52,3	49,8	47,5	45,4	43,4	41,6

Source: Integrae SIM

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 Green;
- Il secondo contenente Società appartenenti al mercato MarTech.

Queste Società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF Method. I panel sono composti da:

TABLE 7.1 – MARKET MULTIPLES GREEN

Company Name	EV/SALES			EV/EBITDA		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Enlight Renewable Energy Ltd	13,6x	10,0x	6,8x	20,8x	14,1x	9,8x
Iniziative Bresciane S.p.A.	5,6x	5,3x	N/A	7,8x	7,1x	N/A
Ameresco Inc.	2,6x	2,2x	1,9x	17,7x	13,6x	10,3x
Terna S.p.A.	8,4x	8,2x	7,8x	12,1x	11,4x	10,7x
Peer median	7,0x	6,7x	6,8x	14,9x	12,5x	10,3x

Source: *Infinitivals*

TABLE 7.2 – MARKET MULTIPLES MARTECH

Company Name	EV/SALES			EV/SALES		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Relatech SpA	0,7x	0,6x	0,6x	3,6x	3,0x	2,6x
Criteo SA	1,4x	1,3x	1,1x	5,1x	4,5x	3,8x
Agile Content SA	1,2x	1,1x	N/A	7,4x	5,6x	N/A
Peer median	1,2x	1,1x	0,8x	5,1x	4,5x	3,2x

Source: *Infinitivals*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/Sales	35,60	48,97	94,02
EV/EBITDA	11,72	21,60	53,11
Equity Value			
EV/Sales	32,02	48,74	99,29
EV/EBITDA	8,14	18,02	49,53
Equity Value post 25,0 discount			
EV/Sales	24,02	36,56	74,47
EV/EBITDA	6,11	13,52	37,15
Average	33,83	40,03	48,99

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Redelfi, utilizzando i market multiple EV/Sales e EV/EBITDA, risulta essere pari a circa € 42,60 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 32,00 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	42,20
Equity Value DCF (€/mln)	52,40
Equity Value multiples (€/mln)	32,00
Target Price (€)	5,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 42,20 mln. **Il target price è quindi di € 5,00 (prev. € 4,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/Sales	4,9x	3,4x	1,7x	1,0x
EV/EBITDA	32,5x	15,1x	4,8x	1,8x
P/E	281,2x	38,3x	7,3x	2,2x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/Sales	2,9x	1,3x	0,9x	0,5x
EV/EBITDA	6,7x	8,7x	4,0x	1,3x
P/E	39,3x	71,2x	9,7x	1,9x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
10/06/2022	1,24	Buy	3,20	Medium	Initiation of Coverage
21/06/2022	1,16	Buy	3,20	Medium	Breaking News
24/06/2022	1,25	Buy	3,20	Medium	Breaking News
08/07/2022	1,26	Buy	3,07	Medium	Breaking News
24/10/2022	1,02	U/R	U/R	Medium	Breaking News
15/11/2022	0,99	Buy	4,00	Medium	Update
16/12/2022	1,02	Buy	4,00	Medium	Breaking News
12/01/2023	1,02	Buy	4,00	Medium	Breaking News

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts

SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the 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 \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 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 INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

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

Conflict of interest

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

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