

<b>RENERGETICA</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Ren Energy</b>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: €5,29</b> (prev. €4,40)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	4,09%	-7,05%	12,30%	135,61%
to FTSE AIM Italia	7,85%	6,48%	24,20%	151,12%
to FTSE STAR Italia	4,02%	-6,38%	14,97%	132,21%
to FTSE All-Share	2,03%	-8,09%	10,35%	123,17%
to EUROSTOXX	1,77%	-9,29%	8,35%	125,08%
to MSCI World Index	4,06%	-6,53%	10,75%	130,57%

#### Stock Data

Price	€ 3,56
Target price	€ 5,29
Upside/(Downside) potential	49%
Bloomberg Code	REN IM EQUITY
Market Cap (€m)	26,17
EV (€m)	31,15
Free Float	18,38%
Share Outstanding	7.351.000
52-week high	€ 4,72
52-week low	€ 1,38
Average daily volumes (3m)	5.848

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
VoP	6,6	9,7	13,0	17,0
EBITDA	2,9	3,9	5,4	7,7
EBIT	1,5	2,8	4,4	6,8
Net Profit	0,9	1,9	3,1	4,9
EPS (€)	0,13	0,26	0,42	0,67
EBITDA margin	44,2%	40,2%	41,2%	45,0%
EBIT margin	22,8%	28,9%	33,5%	39,7%

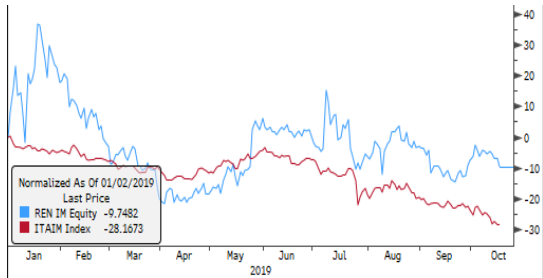
Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	10,6	8,0	5,8	4,1
EV/EBIT (x)	20,5	11,1	7,2	4,6
P/E (x)	28,0	14,0	8,5	5,3

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

[mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### 1H19A Results

I risultati del 1H19A sono stati molto positivi, superiori sia ai risultati del 1H18A pro-forma, sia alle nostre aspettative di crescita. Il valore della produzione è stato pari a €4,7 mln, in crescita del 115% YoY. In linea con la strategia precedentemente annunciata, che vedeva un graduale mutamento del mix dei servizi offerti dal 2018 al 2022, l'80% del VdP è stato riconducibile ad attività di Development, mentre il restante 20% è legato alle altre attività del Gruppo, in particolare Asset Management e vendita di energia.

#### Estimates Update

Stimiamo un CAGR 19-22E di circa 27,3% con un VoP che passa da €9,7 mln nel FY19E a €20 mln nel FY22E. Nella revisione delle stime abbiamo tenuto in considerazione la continua espansione internazionale del Gruppo e le condizioni favorevoli dei mercati nei quali il Gruppo è presente. Infatti, come dichiarato nella sezione "Evoluzione Prevedibile della Gestione", Renergetica continua la negoziazione di accordi e lo sviluppo di nuove trattative su tutti e quattro i mercati di riferimento.

#### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Renergetica 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 €41,2 mln. L'equity value di Renergetica utilizzando i market multiples risulta essere pari €36,5 mln (inclusendo un discount pari al 25%). L'equity value medio è pari a €38,9 mln. Il target price è quindi di €5,29 (prev. €4,40). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Value of Production</b>	<b>2,53</b>	<b>6,65</b>	<b>9,70</b>	<b>13,00</b>	<b>17,00</b>	<b>20,00</b>	<b>23,00</b>
COGS	0,34	0,02	0,40	0,60	0,80	0,95	1,10
Services	1,13	2,56	3,60	4,55	5,20	5,80	6,30
Use of asset owned by others	0,15	0,26	0,40	0,50	0,70	0,75	0,80
Employees	0,53	0,63	1,00	1,40	1,90	2,20	2,40
Other Operating Expenses	0,05	0,24	0,40	0,60	0,75	0,75	0,80
<b>EBITDA</b>	<b>0,32</b>	<b>2,94</b>	<b>3,90</b>	<b>5,35</b>	<b>7,65</b>	<b>9,55</b>	<b>11,60</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,7%</i>	<i>44,2%</i>	<i>40,2%</i>	<i>41,2%</i>	<i>45,0%</i>	<i>47,8%</i>	<i>50,4%</i>
D&A	0,09	1,42	1,10	1,00	0,90	0,80	0,70
<b>EBIT</b>	<b>0,23</b>	<b>1,52</b>	<b>2,80</b>	<b>4,35</b>	<b>6,75</b>	<b>8,75</b>	<b>10,90</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,0%</i>	<i>22,8%</i>	<i>28,9%</i>	<i>33,5%</i>	<i>39,7%</i>	<i>43,8%</i>	<i>47,4%</i>
Financial Management	(0,06)	(0,51)	(0,30)	(0,25)	(0,20)	(0,15)	(0,10)
Extraordinary Management	0,00	(0,08)	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
<b>EBT</b>	<b>0,17</b>	<b>0,93</b>	<b>2,50</b>	<b>4,10</b>	<b>6,55</b>	<b>8,60</b>	<b>11,80</b>
Taxes	0,02	0,00	0,63	1,03	1,64	2,15	2,95
<b>Net Income</b>	<b>0,15</b>	<b>0,93</b>	<b>1,88</b>	<b>3,08</b>	<b>4,91</b>	<b>6,45</b>	<b>8,85</b>
<b>Minorities Net Income</b>	<b>0,00</b>	<b>0,08</b>	<b>0,16</b>	<b>0,26</b>	<b>0,41</b>	<b>0,54</b>	<b>0,74</b>
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>1,10</b>	<b>9,51</b>	<b>8,20</b>	<b>7,50</b>	<b>6,90</b>	<b>6,40</b>	<b>6,00</b>
Account receivable	0,94	2,30	3,20	3,50	3,70	3,85	4,00
Work in Progress	0,00	2,76	6,51	8,00	10,00	13,00	14,00
Account payable	0,85	0,85	0,90	1,00	1,05	1,10	1,20
<b>Operating Working Capital</b>	<b>0,09</b>	<b>4,21</b>	<b>8,81</b>	<b>10,50</b>	<b>12,65</b>	<b>15,75</b>	<b>16,80</b>
Other Receivable	1,85	1,86	1,60	1,70	2,10	2,50	2,70
Other Payable	1,11	1,28	0,60	0,65	0,70	0,80	0,80
<b>Net Working Capital</b>	<b>0,83</b>	<b>4,79</b>	<b>9,81</b>	<b>11,55</b>	<b>14,05</b>	<b>17,45</b>	<b>18,70</b>
Severance Indemnities & Provision	0,12	1,04	1,95	2,00	2,00	2,10	2,10
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>1,81</b>	<b>13,26</b>	<b>16,06</b>	<b>17,05</b>	<b>18,95</b>	<b>21,75</b>	<b>22,60</b>
Share Capital	0,09	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	2,01
Reserves and Retained Profits	0,12	3,30	4,16	5,87	8,69	13,19	19,10
Net Profit	0,15	0,86	1,72	2,82	4,50	5,91	8,11
<b>Equity</b>	<b>0,35</b>	<b>5,16</b>	<b>6,88</b>	<b>9,70</b>	<b>14,20</b>	<b>20,11</b>	<b>29,22</b>
<b>Minorities Equity</b>	<b>0,00</b>	<b>0,08</b>	<b>0,24</b>	<b>0,50</b>	<b>0,91</b>	<b>1,45</b>	<b>2,19</b>
Cash and Cash Equivalent	0,14	1,22	2,06	2,84	4,21	6,96	15,37
Financial Debt	1,59	9,24	11,00	9,70	7,90	7,00	6,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>1,45</b>	<b>8,02</b>	<b>8,94</b>	<b>6,86</b>	<b>3,69</b>	<b>0,04</b>	<b>(9,37)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>1,81</b>	<b>13,26</b>	<b>16,06</b>	<b>17,05</b>	<b>18,80</b>	<b>21,60</b>	<b>22,04</b>
<b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	
<b>EBIT</b>	<b>1,52</b>	<b>2,80</b>	<b>4,35</b>	<b>6,75</b>	<b>8,75</b>	<b>10,90</b>	
Taxes	0,00	0,63	1,03	1,64	2,15	2,95	
<b>NOPAT</b>	<b>1,52</b>	<b>2,18</b>	<b>3,33</b>	<b>5,11</b>	<b>6,60</b>	<b>7,95</b>	
D&A	1,42	1,10	1,00	0,90	0,80	0,70	
Change in receivable	(1,35)	(0,90)	(0,30)	(0,20)	(0,15)	(0,15)	
Change in Contract Work in Progress	(2,76)	(3,75)	(1,49)	(2,00)	(3,00)	(1,00)	
Change in payable	(0,00)	0,05	0,10	0,05	0,05	0,10	
<b>Change in OWC</b>	<b>(4,12)</b>	<b>(4,60)</b>	<b>(1,69)</b>	<b>(2,15)</b>	<b>(3,10)</b>	<b>(1,05)</b>	
Other Changes	0,16	(0,42)	(0,05)	(0,35)	(0,30)	(0,20)	
Change in Provision	0,92	0,91	0,05	0,00	0,10	0,00	
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>(0,10)</b>	<b>(0,84)</b>	<b>2,64</b>	<b>3,51</b>	<b>4,10</b>	<b>7,40</b>	
Investments	(9,83)	0,21	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(9,93)</b>	<b>(0,63)</b>	<b>2,34</b>	<b>3,21</b>	<b>3,80</b>	<b>7,10</b>	
Financial Management	(0,51)	(0,30)	(0,25)	(0,20)	(0,15)	(0,10)	
Extraordinary Management	(0,08)	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	
Change in Financial Debt	7,65	1,76	(1,30)	(1,80)	(0,90)	(1,00)	
Change in Equity	3,95	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>1,08</b>	<b>0,84</b>	<b>0,79</b>	<b>1,21</b>	<b>2,75</b>	<b>8,00</b>	

Source: Renergetica e elaborazioni Integrae SIM

## 1.1 1H19A Results

**Table 2 – 1H19A vs 1H18A**

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>1H19A</b>	<b>4,68</b>	<b>2,16</b>	<b>46,2%</b>	<b>1,67</b>	<b>1,29</b>	<b>8,42</b>
1H18A pro-forma	2,17	0,81	37,1%	0,28	0,13	6,87*
<i>Change</i>	<i>115,2%</i>	<i>168,0%</i>	<i>24,5%</i>	<i>507,6%</i>	<i>865,7%</i>	<i>-22,5%</i>

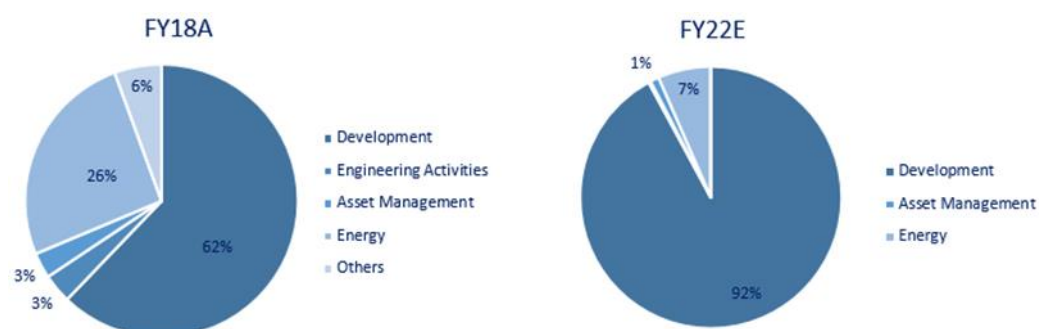
\*Dati riferiti al 31.12.18

Source: Renergetica

I risultati del 1H19A sono stati molto positivi, superiori sia ai risultati del 1H18A pro-forma, sia alle nostre aspettative di crescita.

Il valore della produzione è stato pari a €4,7 mln, in crescita del 115% YoY. In linea con la strategia precedentemente annunciata, che vedeva un graduale mutamento del mix dei servizi offerti dal 2018 al 2022 (vedi Chart 1), l'80% del VdP è stato riconducibile ad attività di *Development*, mentre il restante 20% è legato alle altre attività del Gruppo, in particolare *Asset Management* e vendita di energia.

**Chart 1 – Sales Breakdown**



Source: Renergetica e Integrae SIM

L'incremento dell'attività di *Development* è stato possibile grazie a:

- **Italia:** sono stati sottoscritti importanti contratti per lo sviluppo di nuove *pipeline* sul mercato italiano, ora in forte ripresa, anche grazie ad un *pricing* per mWp in trend crescente.
- **USA:** continua la forte crescita anche grazie al basso rischio Paese che caratterizza il territorio statunitense. Sono presenti nuovi impianti in *pipeline* e vi sono già contratti in essere.
- **Cile:** è intervenuta una "*change in law*" relativa alla gestione della rete che ha coinvolto nuovi progetti e, che, da una parte ha favorito la crescita del settore e facilitato l'ingresso per i nuovi *player*, dall'altro, ha comportato un rallentamento degli investimenti e conseguentemente degli sviluppi. Ciò ha causato uno *shift* dei lavori per i nuovi impianti di ca. 6/9 mesi, ma ad oggi la *pipeline* risulta ripartita.  
Possiamo comunque ritenere che i risultati sul mercato italiano e quelli sul mercato cileno possano compensarsi.
- **Colombia:** il mercato colombiano è invece ancora in una fase embrionale, sia per quanto riguarda gli investimenti, sia per quanto riguarda il contesto normativo. Nonostante ciò, vi sono diversi progetti in fase di sviluppo: in particolare, vi è un forte *focus* sull'*hybrid* fotovoltaico-idroelettrico, in quanto, a causa dell'alternanza meteorologica, l'idroelettrico utilizzato fino ad ora non risulta più sufficiente per coprire l'intero fabbisogno energetico del Paese.

La marginalità risulta anch'essa in crescita significativa: se l'EBITDA *Margin* è ora pari al 46,2% (in crescita di oltre il 24% rispetto al 37,1% del 1H18A), l'EBITDA in valore assoluto mostra una *triple-digit growth*, passando da €0,8 mln nel 1H18A a €2,2 mln nel primo semestre dell'esercizio in corso.

La crescita a tripla cifra interessa altresì tutte le altre principali grandezze economiche.

La NFP è invece in aumento, passando da €6,9 mln a €8,4 mln nel 1H19A. Tale peggioramento è principalmente ascrivibile ai maggiori investimenti legati all'ampliamento della *pipeline* in Italia, USA e Colombia.

## 1.2 New Estimates FY19E-FY22E

**Table 3 – Estimates Updates FY19E-FY22E**

€/mln	FY19E	FY20E	FY21E
<b>VoP</b>			
New	9,7	13,0	17,0
Old	9,7	12,5	15,5
Change	0,0%	4,0%	9,7%
<b>EBITDA</b>			
New	3,9	5,4	7,7
Old	3,9	5,1	7,5
Change	0,0%	4,9%	2,0%
<b>EBITDA %</b>			
New	40,2%	41,2%	45,0%
Old	40,2%	40,8%	48,4%
Change	0,0%	0,9%	-7,0%
<b>EBIT</b>			
New	2,8	4,4	6,8
Old	2,8	4,1	6,6
Change	0,0%	6,1%	2,3%
<b>Net Income</b>			
New	1,9	3,1	4,9
Old	1,9	2,9	4,8
Change	0,0%	6,5%	2,3%
<b>NFP</b>			
New	8,9	6,9	3,7
Old	5,0	5,2	4,3
Change	-79,5%	32,2%	-14,0%

Source: Integrae SIM

Stimiamo un CAGR 19-22E di circa 27,3% con un valore della produzione che passa da €9,7 mln nel FY19E a €20 mln nel FY22E.

Nella revisione delle stime abbiamo tenuto in considerazione la continua espansione internazionale del Gruppo e le condizioni favorevoli dei mercati nei quali il Gruppo è presente. Infatti, come dichiarato nella sezione di bilancio dedicata all' "Evoluzione Prevedibile della Gestione", Renergetica continua la negoziazione di accordi e lo sviluppo di nuove trattative su tutti e quattro i mercati di riferimento, con un numero maggiore di MWp in fase di autorizzazione: ciò garantisce una maggiore stabilità dei ricavi derivanti dal *Development*, già a partire dal 2020.

Il Gruppo intende inoltre continuare gli investimenti volti al raggiungimento di una posizione di *leadership* nel mercato dell'*hybrid*; in proposito, si segnalano:

- Nel mese di luglio, la sottoscrizione di un contratto con TANESCO (Tanzania Electric Supply Company Limited) avente ad oggetto la consulenza per lo sviluppo di una rete ibrida (solare/eolica/diesel) in Mafia Island (Tanzania);
- Nel mese di settembre, la sottoscrizione di una *Letter of Intent* con la società canadese Sandspring Resources Ltd, operante nel settore minerario, per la realizzazione e il finanziamento di un impianto di generazione ibrido al servizio di una miniera d'oro in Guyana inglese. Il Gruppo qui operare anche in qualità di co-investitore, prendendo parte ad un progetto unico a livello mondiale sia per dimensione che per innovazione del *business model*.

Inoltre, dato che l'*hybrid*, così come il *green*, sono due mercati in forte crescita a livello internazionale, riteniamo che Renergetica continuerà il processo di internazionalizzazione, anche attraverso l'ingresso in nuove aree geografiche (Sud America, Europa, Africa e India).

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

WACC		5,22%
Risk Free Rate	0,86% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,62
D/E (average)	122,22% Beta Relevered	1,17
Ke	8,95% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,22%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		41,2
FCFO actualized	12,6	25%
TV actualized DCF	37,6	75%
<b>Enterprise Value</b>	<b>50,2</b>	100%
NFP (FY18A)	8,0	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €41,2 mln.**

**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		3,7%	4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%
2,5%		142,5	100,1	76,8	62,0	51,7	44,2	38,5
2,0%		102,3	78,4	63,3	52,9	45,2	39,4	34,7
1,5%		80,1	64,7	54,1	46,3	40,3	35,6	31,7
1,0%		66,2	55,3	47,3	41,2	36,4	32,5	29,2
0,5%		56,5	48,4	42,2	37,2	33,2	29,9	27,1
0,0%		49,5	43,1	38,1	34,0	30,6	27,8	25,3
-0,5%		44,1	39,0	34,8	31,4	28,4	25,9	23,8

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market Multiples

I nostri panel sono composti da società operanti negli stessi settori di Renergetica, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

**Table 8 – Peer Stock Performance**

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
Innergex Renewable Energy Inc.	-1,2%	4,8%	9,3%	17,3%	34,4%
Falck Renewables S.p.A.	4,1%	4,3%	-7,3%	27,6%	74,3%
Borallex Inc.	0,4%	-0,3%	13,1%	23,4%	42,1%
PNE WIND AG	-0,8%	14,0%	45,0%	62,2%	67,5%
Volitalia	-2,8%	1,2%	-3,8%	1,4%	27,0%
Exelon Corporation	0,8%	-3,8%	-3,2%	-3,4%	9,1%
Duke Energy Corp.	1,5%	1,3%	9,1%	10,9%	18,4%
<b>Peer Median</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,3%</b>	<b>9,1%</b>	<b>17,3%</b>	<b>34,4%</b>
SNC-Lavalin Group Inc.	-5,4%	-11,5%	-29,8%	-46,5%	-58,8%
Fluor Corp.	-2,3%	-13,3%	-40,4%	-51,0%	-39,1%
Tecnicas Reunidas SA	-6,5%	-1,4%	6,3%	-11,1%	12,5%
<b>Peer Median</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-11,5%</b>	<b>-29,8%</b>	<b>-46,5%</b>	<b>-39,1%</b>
<b>RENERGETICA</b>	<b>2,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>-7,0%</b>	<b>12,3%</b>	<b>11,3%</b>

Source: Bloomberg

**Table 9.1 – Market Multiples – Renewables**

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Innergex Renewable Energy Inc.	14,5	13,0	12,9	29,8	25,8	N/A	95,5	50,0	45,0
Falck Renewables S.p.A.	9,8	9,2	8,4	15,8	15,2	14,6	28,9	26,9	21,9
Borallex Inc.	10,2	10,1	10,1	36,1	36,4	32,6	119,6	87,4	52,2
PNE WIND AG	7,0	2,1	6,1	11,6	2,4	8,6	49,5	4,7	20,1
Volitalia	12,4	6,3	4,9	20,5	9,3	7,4	143,4	33,0	20,8
Exelon Corporation	9,2	9,2	9,1	16,2	16,0	15,9	15,4	15,7	16,4
Duke Energy Corp.	13,4	12,5	11,9	21,7	20,6	20,2	19,5	18,7	17,8
<b>Peer Median</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>	<b>20,5</b>	<b>16,0</b>	<b>15,2</b>	<b>49,5</b>	<b>26,9</b>	<b>20,8</b>

**Table 9.2 – Market Multiples – Engineering**

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
SNC-Lavalin Group Inc.	9,1	5,4	5,4	13,0	7,0	7,4	N/M	10,5	9,8
Fluor Corp.	N/M	4,6	3,7	N/M	6,2	5,1	N/M	9,3	7,7
Tecnicas Reunidas SA	6,2	4,5	3,9	8,6	5,4	4,7	19,3	11,3	9,0
<b>Peer Median</b>	<b>7,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>10,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>19,3</b>	<b>10,5</b>	<b>9,0</b>

Source: Infinancials

**Table 10 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2019E	2020E	2021E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	34,7	36,9	49,9
EV/EBIT	43,8	48,3	68,5
P/E	64,5	57,4	73,2
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	25,8	30,1	46,2
EV/EBIT	34,8	41,4	64,8
P/E	64,5	57,4	73,2
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	19,3	22,6	34,7
EV/EBIT	26,1	31,1	48,6
P/E	48,4	43,0	54,9
<b>Average</b>	<b>31,3</b>	<b>32,2</b>	<b>46,1</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Renergetica, utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a circa €48,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Renergetica rispetto ai comparables, oltre che una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta **un equity value di €36,5 mln.**

### 2.3 Equity Value

**Table 11 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>38,9</b>
Equity Value DCF (€/mln)	41,2
Equity Value multiples (€/mln)	36,5
<b>Target Price (€)</b>	<b>5,29</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a €38,9 mln. Il target price è quindi di €5,29 (prev. €4,40). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

**Table 12 – Target Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	12,3x	8,9x	6,2x
EV/EBIT	17,1x	11,0x	7,1x
P/E	20,7x	12,6x	7,9x

Source: Integrae SIM

**Table 13 – Current Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	8,0x	5,8x	4,1x
EV/EBIT	11,1x	7,2x	4,6x
P/E	14,0x	8,5x	5,3x

Source: Integrae SIM



**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission)  
Regulation No. 11971/1999****Analyst/s certification**

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking transactions. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

**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
26/11/2018	1,64	Buy	2,28	Medium	Initiation of coverage
27/05/2019	3,23	Buy	4,40	Medium	Update

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM 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](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the

advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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 and/or target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ 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:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Renergetica S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Renergetica S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Renergetica S.p.A.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae.