

RENERGETICA	Italy	FTSE AIM Italia	Ren Energy
Rating: BUY	Target Price: Euro 2,28	Inizio copertura	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	14,00%	7,60%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	16,10%	16,00%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	14,55%	27,18%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	11,70%	17,85%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	13,25%	16,95%	N/A	N/A
to MSCI World Index	15,10%	18,55%	N/A	N/A

Stock Data (al 26/11/2018)

Price	€ 1,64
Target price	€ 2,28
Upside/(Downside) potential	39,02%
Bloomberg Code	REN IM EQUITY
Market Cap (€m)	12,05
EV (€m)	13,5
Free Float	18,38%
Share Outstanding	7.351.000
52-week high	€ 1,79
52-week low	€ 1,38
Average daily volumes (1m)	300.000

Key Financials (€m)	2017A	2018E	2019E	2020E
Sales	4,6	5,7	9,1	11,5
EBITDA	1,7	1,7	3,1	5,0
EBIT	1,1	0,9	2,2	4,0
Net Profit	0,9	0,9	0,3	4,5
EPS (€)	0,12	0,12	0,04	0,61
EBITDA margin	36,8%	29,8%	34,3%	43,5%
EBIT margin	23,8%	15,8%	24,3%	34,8%

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA (x)	7,9	7,9	4,4	2,7
EV/EBIT (x)	12,3	15,0	6,1	3,4
P/E (x)	13,4	13,4	40,2	2,7

Alessio Rocchi

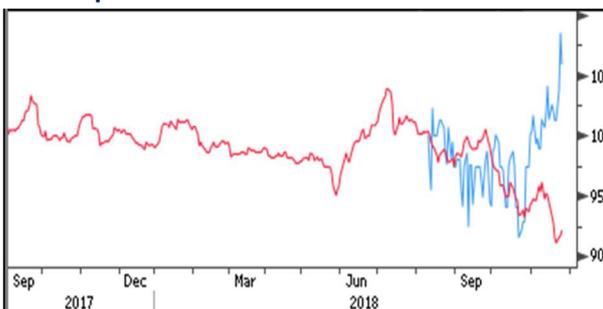
+39 02 87208 786

alessio.rocchi@integraesim.it

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia

Company overview

Renergetica opera nel mercato delle energie rinnovabili come Project Developer, IPP e Industrial Engineer e sviluppatore di applicazioni per reti ibride. L'esperienza e le referenze di Renergetica coprono diversi segmenti: impianti fotovoltaici, parchi eolici, mini-impianti idroelettrici e impianti di cogenerazione a biomassa. La società copre tutte le fasi della filiera delle energie rinnovabili: dagli studi di fattibilità, all'autorizzazione e costruzione degli impianti fino alla gestione delle operazioni degli impianti della stessa.

Market

Renergetica svolge la propria attività principalmente in quattro mercati: Italia, Cile e USA e recentemente anche in Colombia. Il mercato italiano è un mercato storico per il Gruppo con redditività di alto livello per tutte le linee di business. Il mercato negli USA rimane il più grande dopo quello cinese. Il mercato cileno è attualmente uno dei mercati più interessanti anche grazie ad obiettivi governativi. La Colombia presenta un mercato in fase iniziale molto promettente per lo sviluppo simile a quello cileno.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione sulla base di due metodologie: DCF e multipli di un campione di società comparabili. Il DCF restituisce un equity value pari a € 21,5 mln (WACC 8,65% che include un rischio specifico del 2,5%). Il metodo dei multipli (EV/EBITDA, EV/SALES), restituisce un valore pari a €16,08 mln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della inferiore capitalizzazione di Renergetica rispetto ai peers individuati. Pertanto l'equity value calcolato tramite il metodo dei multipli risulta pari a €12,06 mln. L'equity value di Renergetica risulta pari a €16,78 mln, quindi €2,28 ad azione. Rating BUY e Risk Medium.

Summary

1. Company Overview	3
1.1 L'attività	3
1.2 Gli azionisti	3
1.3 Le linee di business	4
2. Il mercato	6
3. Economics & Financials	8
4. La valutazione	11
4.1 I modelli adottati	11
4.2 Il modello DCF	11
4.3 I multipli	12

1. Company Overview

1.1 L'attività

Renergetica opera nel mercato delle energie rinnovabili come Project Developer, IPP e Industrial Engineer e sviluppatore di applicazioni per reti ibride. L'esperienza e le referenze di Renergetica coprono diversi segmenti: impianti fotovoltaici, parchi eolici, mini-impianti idroelettrici e impianti di cogenerazione a biomassa.

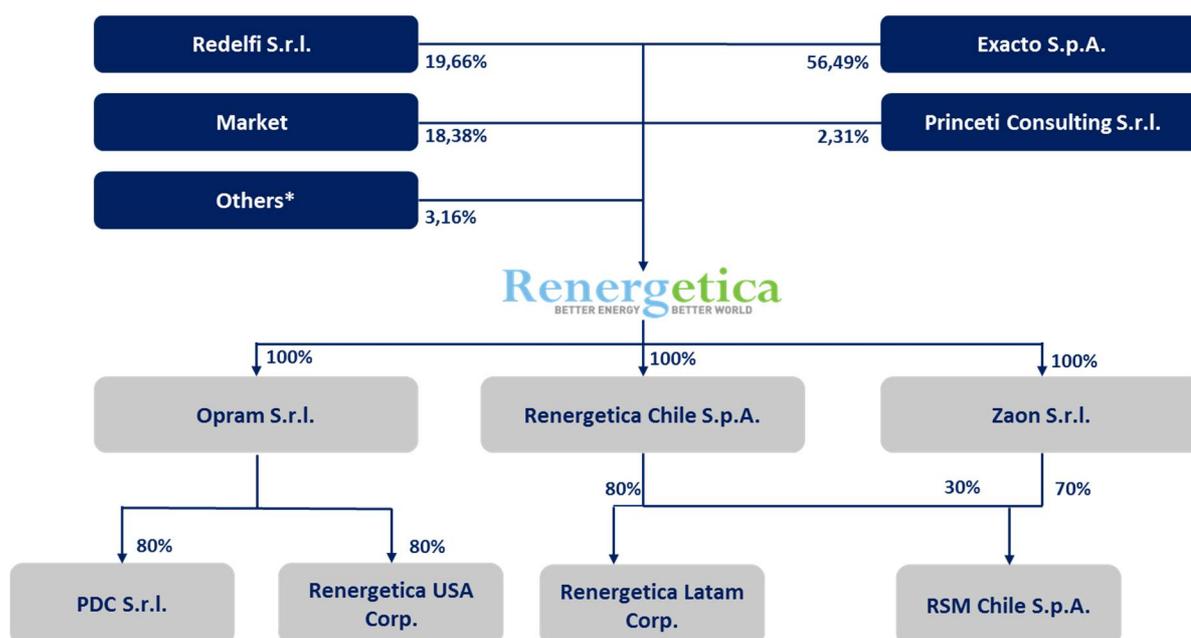
Renergetica si caratterizza come una "PMI Innovativa", e, in quanto tale, gode dei benefici e degli incentivi forniti dal D.L. 3/2015. La società copre tutte le fasi della filiera delle energie rinnovabili: dagli studi di fattibilità, all'autorizzazione e costruzione degli impianti fino alla gestione delle operazioni degli impianti della stessa.

A sua volta Renergetica detiene il 100% di Opram S.r.l., Renergetica Chile S.p.A. e Zaon S.r.l.; quest'ultime due rispettivamente al 30% e al 70% detengono le quote di RSM Chile S.p.A. (che si focalizza sulla crescita nel mercato cileno), mentre Opram S.r.l. detiene l'80% di PDC S.r.l. (società che opera nel settore delle centrali termoelettriche che utilizzano fonti di energia sia rinnovabili che convenzionali) l'80% di Renergetica USA Corp., che si concentra sul mercato del Nord America. A seguito dell'espansione nell'area Colombiana, nel 2018, Renergetica Chile S.p.A. ha istituito la società Renergetica Latam Corporation, controllata per l'80%.

1.2 Gli azionisti

Il Gruppo Renergetica è controllato al 56,49% da Exacto S.p.A., al 19,66% da Redelfi S.r.l., al 2,31% da Pinceti Consulting S.r.l., per il 3,16% da altri piccoli azionisti facenti parte del Management, mentre il restante 18,38% rappresenta il flottante appartenente al mercato.

Fig. 1 – La struttura del gruppo



*Part of the Management

Fonte: Renergetica

1.3 Le linee di business

Al fine di differenziare il business e quindi ridurre i rischi complessivi, il Gruppo si sviluppa su quattro linee di business:

- **Development:** Questa linea di business, che nel 2017 ha garantito il 52% del valore della produzione, è volta all'ottenimento delle autorizzazioni necessarie per la realizzazione di impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili, investendo in proprio e svolgendo indagini ambientali e studi di connessione. Il Gruppo opera costituendo una special purpose vehicle ("SPV") dedicata ad ogni specifico impianto e dotandola dei diritti di utilizzo e delle autorizzazioni necessarie per la costruzione e il successivo esercizio dell'impianto.
- **Power Generation:** Questa linea di business, che rappresenta il 21% dei ricavi nel 2017, si occupa della gestione del portafoglio impianti del Gruppo e ne cura i relativi ricavi; attualmente il portafoglio si compone di quattro impianti fotovoltaici con sede a Lomello, Conselice, Spigno Monferrato e Biella, per un totale di circa 3 MWp.;
- **Engineering Activities:** Questa linea di business svolge attività di ingegneria per conto terzi che includono studi di fattibilità, progettazione preliminare e di dettaglio, supervisione della costruzione, messa in servizio e collaudi ed altre attività specialistiche offerte alla propria clientela, quali due diligence tecniche e check up di impianti. All'interno di questa linea di business, troviamo anche le "Hybrid Grids" ossia il mercato delle reti e dei sistemi ibridi. In merito, il Gruppo ha sviluppato in-house l'innovativa piattaforma tecnologica HGSC, che consente di massimizzare l'utilizzo dell'energia a basso costo delle fonti rinnovabili, integrandole con le fonti tradizionali di energia. Nel 2017, l'Engineering Activities hanno assicurato il 21% del fatturato;
- **Asset Management:** Questa linea di business è focalizzata sulla gestione tecnico amministrativa e patrimoniale di impianti rinnovabili di proprietà di terzi (investitori finanziari e industriali, clienti dell'Emittente); in particolare, mediante tale attività, il Gruppo effettua la supervisione tecnica e cura, allo stesso modo, gli aspetti commerciali e gli adempimenti amministrativi, quali analisi e reporting, necessari per l'esercizio commerciale dei singoli impianti.

Le attività di business svolte delle varie compagnie del gruppo sono:

- **Renergetica S.p.A.:** Development, Asset Management, Engineering Activities e Hybrid Grids;
- **PDC S.r.l.:** Engineering Activities;
- **Renergetica USA Corp.:** Development;
- **Renergetica Chile S.p.A.:** Development, Asset Management e Engineering Activities;
- **RSM Chile S.p.A.:** Development;
- **ZAON S.r.l.:** Power Generation;
- **Renergica Latam Corp.:** Development.

Fig. 2 – Breakdown per business activity

COMPANIES AND BUSINESS ACTIVITIES					
GROUP'S COMPANY \ BUSINESS ACTIVITY	DEVELOPMENT	POWER GENERATION	ASSET MANAGEMENT	ENGINEERING ACTIVITIES	HYBRID GRIDS
Renergetica S.p.A.	●		●	●	●
PDC S.r.l.				●	
Renergetica USA Corporation	●				
Renergetica Chile S.p.A.	●		●	●	
RSM Chile S.p.A.	●				
ZAON S.r.l.		●			
Renergetica Latam Corporation	●				

Fonte: Renergetica

Renergetica risulta essere principalmente attiva nel segmento dell'energia fotovoltaica ed eolica, seguita dall'idroelettrica, dalle biomasse e dal termoelettrico. In particolare, i segmenti di mercato in cui operano le diverse società sono: Renergetica S.p.A. in Wind, Solar e Hydro Power; PDC S.r.l. in Biomass, Hydro Power e Thermo Electric; Renergetica USA Corp. in Wind e Solar Power; Renergetica Chile S.p.A. in Solar Power; RSM Chile S.p.A. in Wind e Solar Power e ZAON S.r.l. in Solar Power; Renergetica Latam Corporation al momento in Solar Power.

Fig. 3 – Breakdown per market segment

COMPANIES AND MARKET SEGMENT				
GROUP'S COMPANY \ MARKET SEGMENT	WIND POWER	SOLAR POWER	BIOMASS	THERMO ELECTRIC
Renergetica S.r.l.	●	●		
PDC S.r.l.			●	●
Renergetica USA Corporation	●	●		
Renergetica Chile S.p.A.		●		
RSM Chile S.p.A.	●	●		
ZAON S.r.l.		●		
Renergetica Latam Corporation		●		

Fonte: Renergetica

2. Il mercato

Renenergetica svolge la propria attività principalmente in quattro mercati: Italia, Cile e USA e recentemente anche in Colombia.

Il mercato domestico italiano è un mercato storico per il Gruppo con referenze positive, reputazione e redditività di alto livello per tutte le Linee di Business; in particolare ci sono nuove opportunità di crescita per la linea Development sul mercato Grid Parity, in particolare nel segmento fotovoltaico. Inoltre, la generazione di elettricità da fonti rinnovabili non programmabili, principalmente solare ed eolica, dovrebbe aumentare dal 14% nel 2016 al 28% nel 2030 grazie all'adozione della nuova *Strategia Energetica Nazionale*.

Il mercato delle energie rinnovabili cileno è attualmente uno dei mercati più interessanti per le energie rinnovabili, anche grazie ad obiettivi governativi che hanno fissato un target del 70% delle stesse sul totale entro il 2050 tale da classificarsi 8° nell'indice EY Renewable Energy Attractiveness. Grazie all'elevata irradiazione, alle favorevoli condizioni climatiche, ad un interessante prezzo dell'energia, il segmento solare ha raggiunto una redditività stabile senza necessità di incentivi. La strategia di Renenergetica, focalizzata sul segmento PMGD (Pequeños Medios de Generación Distribuida) nella zona centrale del Cile, si è dimostrata efficace e apprezzata dagli investitori internazionali che operano in Cile. Inoltre, la pipeline solare in fase di sviluppo garantisce ricavi stabili per i prossimi tre anni.

Nonostante l'incertezza politica introdotta dalla nuova Amministrazione, il mercato delle energie rinnovabili negli USA rimane il più grande dopo la Cina. La forte domanda da parte dei clienti di green energy, il crescente impegno delle utility per la decarbonizzazione, e incentivi governativi rilevanti, sono fattori chiave per sostenere lo sviluppo delle energie rinnovabili a breve e lungo termine. Il mercato USA è segmentato nei diversi mercati statali, caratterizzati da diverse fasi dello sviluppo delle energie rinnovabili. La pipeline fotovoltaica dell'Emittente, con un mix di impianti di medie e di grandi dimensioni, consente a Renenergetica di raggiungere una quota di mercato in crescita con ricavi significativi nei prossimi 5 anni.

La Colombia presenta un mercato in fase iniziale molto promettente per lo sviluppo di impianti di energia rinnovabili, in quanto caratterizzato da driver simili a quelli cileni, quali l'alta irradiazione solare, l'elevato consumo elettrico e un prezzo dell'energia elettrica che consente adeguati ritorni senza incentivi. Le principali debolezze di questo mercato sono la mancanza di uno specifico processo per l'autorizzazione di progetti di energia rinnovabile e la presenza di una molteplicità di operatori senza un comune processo di interconnessione.

Tra le strategic lines del prossimo futuro, vi è la penetrazione del mercato africano. Quest'ultimo sta infatti crescendo ad un ritmo senza precedenti, con una domanda expected di elettricità triplicata entro il 2030. Gli investimenti per le energie rinnovabili (esclusi i grandi impianti idroelettrici) tra il 2015 e il 2030 sono valutati a 380 miliardi di dollari; in particolare il segmento fotovoltaico dovrebbe raggiungere oltre 90 GW di capacità installata entro il 2030, con un modello di sviluppo di generazione di energia decentralizzato e basato su reti ibride.

Il mercato Microgrid è uno dei più promettenti, con una crescita prevista da 19 miliardi di dollari nel 2016 a 39 miliardi nel 2022 (CAGR 12,45%). Il segmento remote/off grid, che è uno degli obiettivi per lo sviluppo della linea di business "Development" di Renenergetica, crescerà nello stesso periodo da 9,9 miliardi di dollari a 24,9 miliardi, con un CAGR del 13,5%. È previsto che l'area africana diventi una delle principali per lo sviluppo di Micro e Hybrid Grid.

Fig. 4 – I competitors

Headquarter	 Italy	 England	 Hong Kong	 Ireland	 Germany
Business Lines	Investment, EPC, Development, O&M	Development and building solar systems for investors, industrial and residential owners	Develops, owns and operates solar parks	Development, Financing, Building	Development, EPC and O&M
References	Central America, Europe, Africa, Asia	Europe, Chile, USA, Central America	Europe, Asia, Canada, USA, South America, Africa	Canada, South Africa, Chile, Ireland	Germany, Italy, France, Poland, Romania, Finland
Sectors					
Target	Industrial	Residential - Industrial	Industrial	Industrial	Industrial
Financial Highlights 2016	<ul style="list-style-type: none"> Sales €18,6M Ebitda margin -14,3% 	<ul style="list-style-type: none"> Sales €24,3M Ebitda margin 2,1% 	<ul style="list-style-type: none"> Sales €79,1M Ebitda margin 40,5% 	<ul style="list-style-type: none"> Sales €31,6M Ebitda margin -41,7% 	<ul style="list-style-type: none"> Sales €60,8M Ebitda margin 37,4%

Fonte: Elaborazione Integrae SIM

3. Economics & Financials

Fig. 5 – Conto Economico (Dati in €/000)

CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENT	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Renergetica	ACT	ACT	FCST	FCST	FCST	FCST
Revenues from Development	375,0	2.396,9	3.700	7.500	10.000	11.500
Revenues from Engineering Activities	1.305,3	972,4	330	350	375	400
Revenues from Asset Management	228,2	205,3	200	200	200	200
Revenues from Power Generation	909,5	980,0	950	950	950	950
Other Revenues	59,8	68,4	550	50	0	0
Commercial VoP	2.877,8	4.623,0	5.730	9.050	11.525	13.050
Total Variable Costs	(1.415,6)	(1.681,3)	(1.850)	(3.700)	(3.900)	(4.100)
Management&Personnel	(662,1)	(736,9)	(1.500)	(1.500)	(1.800)	(1.900)
Other Costs	(683,3)	(479,6)	(700)	(750)	(800)	(850)
EBITDA	116,9	1.725,2	1.680	3.100	5.025	6.200
EBITDA Margin	4,1%	37,3%	29,3%	34,3%	43,6%	47,5%
Intangible Amortization	(44,1)	(153,5)	(300)	(350)	(400)	(450)
Tangible Amortization	(471,6)	(474,5)	(500)	(550)	(600)	(650)
EBIT	(398,7)	1.097,3	880	2.200	4.025	5.100
EBIT Margin	-13,9%	23,7%	15,4%	24,3%	34,9%	39,1%
Financial Income	94,3	57,5	0	0	0	0
Financial Expenses	(321,1)	(321,8)	(210)	(225)	(250)	(300)
Extraordinary Income	0,0	533,3	500	0	0	0
Extraordinary Losses	0,0	(381,6)	(350)	0	0	0
EBT	(625,5)	984,6	820	1.975	3.775	4.800
Taxes	(42,4)	(22,7)	(82)	(296)	(755)	(960)
Net Income	(667,9)	961,9	902	2.271	4.530	5.760
Net Income Margin	-23,2%	20,8%	15,7%	25,1%	39,3%	44,1%

Fonte: Renergetica e stime Integræ SIM

Fig. 6 – Stato Patrimoniale (Dati in €/000)

CONSOLIDATED BALANCE SHEET	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Renergetica	ACT	ACT	FCST	FCST	FCST	FCST
Account receivable	1.362,8	2.375,2	4.200,0	5.400,0	6.200,0	6.500,0
Account payable	(500,5)	(1.204,6)	(800,0)	(900,0)	(1.000,0)	(1.100,0)
Operating Working Capital	862,3	1.170,7	3.400,0	4.500,0	5.200,0	5.400,0
Accrued and deferred Income	127,1	108,4	120,0	160,0	200,0	230,0
Receivable from Others	1.160,4	1.191,6	1.100,0	1.450,0	1.750,0	1.650,0
Other Activities	1.287,5	1.300,0	1.220,0	1.610,0	1.950,0	1.880,0
Accrued and deferred Liabilities	(83,6)	(92,6)	(95,0)	(100,0)	(110,0)	(130,0)
Payable from Others	(2.172,7)	(2.235,0)	(2.000,0)	(1.950,0)	(1.800,0)	(1.700,0)
Other Payable	(2.256,3)	(2.327,7)	(2.095,0)	(2.050,0)	(1.910,0)	(1.830,0)
Other Current Items	(968,8)	(1.027,7)	(875,0)	(440,0)	40,0	50,0
Net Working Capital	(106,5)	142,9	2.525,0	4.060,0	5.240,0	5.450,0
Intangible Asset	318,7	1.255,6	1.200,0	950,0	750,0	600,0
Tangible Asset	6.141,1	5.610,8	5.000,0	4.500,0	4.000,0	3.500,0
Financial Asset	1.322,0	1.296,7	500,0	500,0	500,0	500,0
Fixed Asset	7.781,8	8.163,2	6.700,0	5.950,0	5.250,0	4.600,0
Gross Capital	7.675,3	8.306,1	9.225,0	10.010,0	10.490,0	10.050,0
Provisions	(447,1)	(775,6)	(300,0)	(325,0)	(350,0)	(360,0)
Net Invested Capital	7.228,2	7.530,5	8.925,0	9.685,0	10.140,0	9.690,0
Cash and Cash Equivalent	(870,9)	(2.055,9)	(2.130,3)	(2.691,5)	(5.866,5)	(11.076,5)
Short-Term Payable to Banks	737,8	959,2	950,0	950,0	950,0	950,0
Short-term Net Financial Position	(133,1)	(1.096,8)	(1.180,3)	(1.741,5)	(4.916,5)	(10.126,5)
Medium-Long-Term Payable to Banks	5.968,6	5.665,6	5.050,0	4.100,0	3.200,0	2.200,0
Net Financial Position	5.835,5	4.568,9	3.869,7	2.358,5	(1.716,5)	(7.926,5)
Share Capital	93,0	189,8	1.005,3	1.005,3	1.005,3	1.005,3
Reserves and Retained Profits	1.967,7	1.809,9	3.148,0	4.050,0	6.321,2	10.851,2
Net Income	(667,9)	961,9	902,0	2.271,3	4.530,0	5.760,0
Net Asset	1.392,7	2.961,6	5.055,3	7.326,5	11.856,5	17.616,5
TOTAL SOURCES	7.228,2	7.530,5	8.925,0	9.685,0	10.140,0	9.690,0

Fonte: Renergetica e stime Integrae SIM

Fig. 7 – Cash Flow (Dati in €/000)

CASH FLOW	2017	2018	2019	2020	2021
Reenergetica	ACT	FCST	FCST	FCST	FCST
EBITDA	1725,2	1.753	3.100	5.025	6.200
Taxes	-22,7	(126)	(296)	(755)	(960)
GROSS CASH FLOW	1702,5	1.626	2.804	4.270	5.240
Change in trade receivable	(1.012)	(1.825)	(1.200)	(800)	(300)
Change in payable to providers	704	(405)	100	100	100
CHANGE IN OPERATING WORKING CAPITAL	(308)	(2.229)	(1.100)	(700)	(200)
Change in other current items	59,0	774	(435)	(480)	(10)
Change in Provisions	328,5	(476)	25	25	25
CHANGE IN WORKING CAPITAL	79	(1.931)	(1.510)	(1.155)	(185)
OPERATING CASH FLOW	1.782	(305)	1.294	3.115	5.055
Intangible investments	(1.090)	(244)	(100)	(200)	(300)
Tangible investments	56	111	(50)	(100)	(150)
Financial investments	25	797	0	0	0
CAPEX	(1.009)	663	(150)	(300)	(450)
FREE CASH FLOW FROM OPERATIONS (FCFO)	772	358	1.144	2.815	4.605
Change in medium-long term financial liabilities	(303)	(616)	(950)	(900)	(1.000)
Change in Equity	607	1.192	0	0	0
Financial Management	-264,3	(210)	(225)	(250)	(300)
Extraordinary Management	151,7	850	0	0	0
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	964	1.574	(31)	1.665	3.305

Fonte: Reenergetica e stime Integrae SIM

Stimiamo un CAGR 2017A-2021E del valore della produzione pari a circa il 30%.

Nel 2017 il Gruppo ha registrato un EBITDA margin del 37.3% e stimiamo possa raggiungere a fine piano una marginalità superiore al 47%.

Data la natura del business, gli ammortamenti impattano in modo poco significativo consentendo al gruppo di raggiungere nel 2017 un EBIT margin pari al 23.7%. Stimiamo che a fine piano (2021E), l'EBIT margin possa raggiungere circa il 39% grazie alle crescenti sinergie di gruppo ed economie di scala.

Abbiamo stimato che nel 2018 impatteranno sulla marginalità i costi di quotazione sul mercato FTSE AIM Italia. Tuttavia, già a partire dal 2019 stimiamo che la marginalità potrà tornare ai livelli del 2017.

Il rapporto NFP/EBITDA nel 2016 era pari a circa 50x, nel 2017 è migliorato fino a 2.7x e pensiamo che possa migliorare ulteriormente anno dopo anno passando da un circa 2.3x nel 2018F a 0.7x nel 2019F. Nel 2020F e nel 2021F crediamo che la NFP sarà negativa e che quindi ci sia un surplus di cassa rispetto ai debiti finanziari.

4. La valutazione

4.1 I modelli adottati

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

4.2 Il modello DCF

Abbiamo assunto i parametri della tabella precedente sulla base delle seguenti assumptions:

- il risk free rate è il rendimento medio lordo Rendistato (Banca d'Italia);
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari al 7,27%;
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 5 anni relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,46x. Precisiamo che la scelta del periodo temporale e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R2. Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,46x) è stato corretto sulla base della seguente formula: $Beta\ Adjusted = 0,46 * 0,67 + 1 * 0,33$ (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis – John Wiley & Sons, 2009), e in seguito levereggiato, risultando così pari 0,64x;
- il tasso di crescita "g" utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale all'1%;
- Alpha, ovvero il rischio specifico (uncorrelated specific risk) è stato posto pari al 2,5%.

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC del 8,65%.

Di seguito i dati di input:

Fig. 8 – I dati di input

Wacc calculation	
Risk Free Rate	2,58%
Market Premium	7,27%
Beta Unlevered	0,64
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
D/E (average)	66,67%
Beta Relevered	0,95
Ke	12,01%
Kd	5,00%
Wacc	8,65%

Fonte: Stime Integrae SIM

Fig. 9 – I dati di output

FCFO actualized	6.187
TV actualized DCF	19.196
Enterprise Value	25.383
NFP (2018F)	3.870
Equity Value	21.513

Fonte: Stime Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €21,5 mln.**

Fig. 10 – Sensitivity analysis (dati in €/mln)

		WACC						
		7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
TV	2,5%	35,47	31,78	28,73	26,18	24,01	22,14	20,50
	2,0%	32,27	29,18	26,59	24,39	22,49	20,83	19,38
	1,5%	29,64	27,01	24,77	22,84	21,16	19,69	18,38
	1,0%	27,44	25,16	23,21	21,50	20,00	18,67	17,49
	0,5%	25,57	23,58	21,85	20,32	18,98	17,77	16,69
	0,0%	23,95	22,20	20,65	19,28	18,06	16,97	15,98
	-0,5%	22,55	20,99	19,60	18,36	17,24	16,24	15,32

Fonte: Stime Integrae SIM

4.3 I multipli

Il nostro campione è formato da due gruppi di società (Renewable Energy ed Engineering) che operano negli stessi settori di Renergetica, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste le società con i multipli per il periodo 2018-19F (Fonte: Infinancials), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

Fig. 11 – Comparables – Forecast multiples

Renewable Energy	EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2018	2019	2018	2019
PLT energia SpA	5,1	5,0	10,8	10,1
Innergex Renewable Energy Inc.	11,8	10,1	22,3	16,8
Falck Renewables S.p.A.	7,1	7,1	11,4	12,1
Boralex Inc.	11,4	8,9	39,0	24,9
PNE WIND AG	6,7	4,7	11,5	7,2
Volitalia	12,1	7,9	20,9	11,5
Exelon Corporation	9,2	8,9	15,7	15,3
Duke Energy Corp.	12,2	11,3	20,0	19,0
Peer median	10,3	8,4	17,9	13,7

Engineering	EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2018	2019	2018	2019
SNC-Lavalin Group Inc.	10,4	9,4	11,1	9,9
Fluor Corp.	8,3	6,1	11,6	7,8
Toshiba Plant Systems & Servic...	N/A	N/A	N/A	N/A
Tecnicas Reunidas SA	11,6	6,3	15,2	7,5
Peer median	10,4	6,3	11,6	7,8

Fonte: Stime Integrae SIM

Fig. 12 – Multiples valuation

<i>Dati in €/000</i>			
	2018E	2019E	
Ebitda	1.680	3.100	
Ebit	880	2.200	
NFP (2018E)	3.870	2.359	
<hr/>			
Market Multiples	2018E	2019E	
EV/EBITDA Renewable Energy	10,3x	8,4x	
EV/EBITDA Engineering	10,4x	6,3x	
EV/EBIT Renewable Energy	17,9x	13,7x	
EV/EBIT Engineering	11,6x	7,8x	
<hr/>			
Enterprise Value (EV)	2018E	2019E	
EV/EBITDA	17.401	22.708	
EV/EBIT	12.960	23.689	
<hr/>			
Equity Value	2018E	2019E	
EV/EBITDA	13.531	20.349	
EV/EBIT	9.091	21.330	
<hr/>			
Equity Value post discount 25%	2018E	2019E	
EV/EBITDA	10.148	15.262	
EV/EBIT	6.818	15.998	
<hr/>			
Media	8.483	15.630	12.056

Fonte: Stime Integrae SIM

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €16,08 mln. A questo, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo un **valore di €12,06 mln.**

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che presumibilmente caratterizzerà il titolo post quotazione. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analysis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%). Lo sconto di liquidità, diversamente dalla sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001).

Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" per i titoli quotati caratterizzati da contenuti

volumi di scambi, tali da renderne meno efficiente la formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr. Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss.gg.).

Abbiamo prudenzialmente considerato i multipli EV/EBITDA e EV/EBIT per i soli anni 2018 e 2019 non avendo informazioni dettagliate dei comparables indicati circa la loro politica di investimenti e degli ammortamenti conseguenti.

Pertanto la valutazione di Renergetica risulta essere pari alla media delle due metodologie: Equity Value €16,78mln, Target price €2,28, Rating Buy, Risk Medium.

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 operations. 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 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 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). 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 on the risk associated with 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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
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 SpA prefers to use for evaluating 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 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 is prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

On the Integrae SIM website you can find the archive of the last 12 months regarding 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 SIM.