

RENERGETICA	Italy	FTSE AIM Italia	Ren Energy
Rating: BUY (unch.)	Target Price: €4,40 (prev. €2,28)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	1,57%	-10,28%	93,41%	N/A
to FTSE AIM Italia	4,91%	-10,23%	94,63%	N/A
to FTSE STAR Italia	4,35%	-13,02%	81,14%	N/A
to FTSE All-Share	7,77%	-10,36%	84,93%	N/A
to EUROSTOXX	5,91%	-12,73%	86,61%	N/A
to MSCI World Index	5,32%	-10,30%	87,72%	N/A

Stock Data

Price	€ 3,23
Target price	€ 4,40
Upside/(Downside) potential	36%
Bloomberg Code	REN IM EQUITY
Market Cap (€m)	23,74
EV (€m)	31,76
Free Float	18,38%
Share Outstanding	7.351.000
52-week high	€ 4,72
52-week low	€ 1,38
Average daily volumes (3m)	8.424

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
VoP	6,6	9,7	12,5	15,5
EBITDA	2,9	3,9	5,1	7,5
EBIT	1,5	2,8	4,1	6,6
Net Profit	0,9	1,9	2,9	4,8
EPS (€)	0,13	0,26	0,39	0,65
EBITDA margin	44,2%	40,2%	40,8%	48,4%
EBIT margin	22,8%	28,9%	32,8%	42,6%

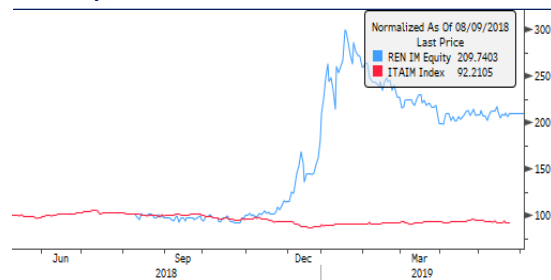
Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	10,8	8,1	6,2	4,2
EV/EBIT (x)	20,9	11,3	7,7	4,8
P/E (x)	25,4	12,7	8,2	4,9

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integrasim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY18A Results

I risultati del FY18A sono stati positivi, confermando il trend di crescita rispetto al FY17A e rispetto alle nostre stime. Il valore della produzione è stato pari a €6,6 mln, in crescita del 44% rispetto all'esercizio precedente e del 16% rispetto a quanto da noi previsto (€5,7 mln). L'incremento è stato possibile soprattutto grazie all'ingente crescita della domanda, sostenuta, nei mercati su cui opera il Gruppo, da condizioni favorevoli per lo sviluppo di impianti a fonti rinnovabili, con prezzi dell'energia ampiamente sufficienti a remunerare gli investimenti.

Estimates Update

Stimiamo un CAGR 18-22E di circa 28,63% con un Value of Production che passa da €6,6 mln nel FY18A a €18,2 mln nel FY22E. Attualmente il Gruppo ha in corso accordi e negoziazioni su tutti i mercati di riferimento e un maggior numero di MWp vendibili su più Paesi, in modo da potersi assicurare una continuità dei ricavi derivanti dall'attività di Development già a partire dal 2020, con conferma della marginalità sui valori attuali.

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 €31,6 mln. L'equity value di Renergetica utilizzando i market multiples risulta essere pari €33,1 mln (incluso un discount pari al 25%). L'equity value medio è pari a €32,3 mln. Il target price è quindi di €4,40 (prev. €2,28). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Value of Production	2,53	6,65	9,70	12,50	15,50	18,20
COGS	0,34	0,02	0,40	0,50	0,60	0,70
Services	1,13	2,56	3,30	4,20	4,50	5,20
Use of asset owned by others	0,15	0,26	0,50	0,50	0,50	0,50
Employees	0,53	0,63	1,00	1,50	1,60	1,80
Other Operating Expenses	0,05	0,24	0,60	0,70	0,80	0,90
EBITDA	0,320	2,94	3,90	5,10	7,50	9,10
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,7%</i>	<i>44,2%</i>	<i>40,2%</i>	<i>40,8%</i>	<i>48,4%</i>	<i>50,0%</i>
D&A	0,09	1,42	1,10	1,00	0,90	0,80
EBIT	0,23	1,52	2,80	4,10	6,60	8,30
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,0%</i>	<i>22,8%</i>	<i>28,9%</i>	<i>32,8%</i>	<i>42,6%</i>	<i>45,6%</i>
Financial Management	(0,06)	(0,51)	(0,30)	(0,25)	(0,20)	(0,15)
Extraordinary Management	0,00	(0,08)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	0,17	0,93	2,50	3,85	6,40	8,15
Taxes	0,02	0,00	0,63	0,96	1,60	2,04
Net Income	0,15	0,93	1,88	2,89	4,80	6,11
Minorities Net Income	0,00	0,08	0,16	0,24	0,40	0,51
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	1,10	9,51	8,20	7,50	6,90	6,40
Account receivable	0,94	2,30	2,70	2,50	2,70	3,00
Work in Progress	0,00	2,76	3,00	7,00	11,00	15,00
Account payable	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Operating Working Capital	0,09	4,21	4,85	8,65	12,85	17,15
Other Receivable	1,85	1,86	1,60	1,70	2,10	2,50
Other Payable	1,11	1,28	0,60	0,65	0,70	0,80
Net Working Capital	0,83	4,79	5,85	9,70	14,25	18,85
Severance Indemnities & Provision	0,12	1,04	1,95	2,00	2,05	2,10
NET INVESTED CAPITAL	1,81	13,26	12,10	15,20	19,10	23,15
Share Capital	0,09	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
Reserves and Retained Profits	0,12	3,30	4,16	5,87	8,52	12,92
Net Profit	0,15	0,86	1,72	2,65	4,40	5,60
Equity	0,35	5,16	6,88	9,52	13,92	19,52
Minorities Equity	0,00	0,08	0,24	0,48	0,88	1,39
Cash and Cash Equivalent	0,14	1,22	4,02	3,31	1,71	1,77
Financial Debt	1,59	9,24	9,00	8,50	6,00	4,00
Net Financial Position	1,45	8,02	4,98	5,19	4,29	2,23
TOTAL SOURCES	1,81	13,26	12,10	15,20	19,10	23,15
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	1,52	2,80	4,10	6,60	8,30	
Taxes	0,00	0,63	0,96	1,60	2,04	
NOPAT	1,52	2,18	3,14	5,00	6,26	
D&A	1,42	1,10	1,00	0,90	0,80	
Change in receivable	(1,35)	(0,40)	0,20	(0,20)	(0,30)	
Change in Contract Work in Progress	(2,76)	(0,24)	(4,00)	(4,00)	(4,00)	
Change in payable	(0,00)	0,00	0,00	0,00	0,00	
Change in OWC	(4,12)	(0,64)	(3,80)	(4,20)	(4,30)	
Other Changes	0,16	(0,42)	(0,05)	(0,35)	(0,30)	
Change in Provision	0,92	0,91	0,05	0,05	0,05	
OPERATING CASH FLOW	(0,10)	3,12	0,34	1,40	2,51	
Investments	(9,83)	0,21	(0,30)	(0,30)	(0,30)	
FREE CASH FLOW	(9,93)	3,33	0,04	1,10	2,21	
Financial Management	(0,51)	(0,30)	(0,25)	(0,20)	(0,15)	
Extraordinary Management	(0,08)	0,00	0,00	0,00	0,00	
Change in Financial Debt	7,65	(0,24)	(0,50)	(2,50)	(2,00)	
Change in Equity	3,95	0,00	0,00	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	1,08	2,80	(0,71)	(1,60)	0,06	

Source: Renergetica and Integrae SIM

1.1 FY18A Results

Table 2 – Actual vs. Forecast

FY2018 (€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
Actual	6,65	2,94	44,2%	1,52	0,93	8,02
Forecast	5,73	1,68	29,3%	0,88	0,90	3,87
Change	16,0%	74,9%	50,8%	72,6%	3,4%	-107,2%

Source: Renergetica

I risultati del FY18A sono stati molto positivi, superiori sia ai risultati del FY17A (non pro-formato) sia alle nostre stime.

Il valore della produzione è stato pari a €6,65 mln, in crescita del 163% YoY e del 16% rispetto a quanto da noi stimato (€5,73 mln). L'incremento è stato possibile soprattutto grazie all'ingente crescita della domanda, sostenuta, nei mercati su cui opera il Gruppo, da condizioni favorevoli per lo sviluppo di impianti a fonti rinnovabili, con prezzi dell'energia ampiamente sufficienti a remunerare gli investimenti. In particolare:

- **USA:** è diventato nel corso del 2018 il secondo mercato mondiale per lo sviluppo di energia da fonti rinnovabili. Renergetica in tale mercato ha visto crescere il proprio fatturato in modo esponenziale (€0,14 mln nel FY17A a €2,29 mln nel FY18A), grazie all'elevata domanda di energia verde da parte dei consumatori finali, al sistema d'incentivazione fiscale e alla presenza delle principali banche d'affari mondiali come investitori;
- **Italia:** il Gruppo aveva già iniziato a sviluppare una propria pipeline in vista della ripresa del mercato locale, sia per impianti "incentivati" sia per quelli in "grid parity". Infatti, i ricavi del Gruppo sul mercato italiano segnano un forte aumento (+92% YoY), da €1,33 mln a €2,56 mln.
- **Cile:** anche questo mercato mostra importanti segnali di crescita (+71% YoY). Nel FY18A, in questa area geografica, Renergetica ha registrato ricavi pari a €1,8 mln contro i €1,05 mln nel FY17A.

Chart 1 – Sales breakdown per geographical area



Source: Renergetica

Contribuiscono al Valore della Produzione anche:

- le variazioni dei lavori in corso su ordinazione, pari a €2,72 mln nel FY18A, relativi ad un accordo di vendita di ca. 120 MWp da consegnarsi nei prossimi due/tre esercizi (come si apprende dal fascicolo di bilancio)
- Altri ricavi e proventi, di cui:

- contributi ricevuti per l'attività di R&D e contributi riservati alle società quotate sull'AIM nell'anno pari a €0,59 mln;
- contributi per la tariffa incentivante relativa agli impianti fotovoltaici, pari a €1,5 mln.

Anche l'EBITDA, pari a €2,94 mln, è in considerevole aumento YoY (€1,7 mln nel FY17A) e del 74,9% rispetto a quanto da noi stimato (€1,68 mln). Tale miglioramento è soprattutto dovuto alla migliore efficienza operativa, riscontrabile nella diminuzione dell'incidenza dei costi operativi sul Valore della Produzione (56% nel FY18A vs. 87% nel FY17A). In particolare l'incidenza del costo del lavoro diminuisce del 55%, passando dal 21% nel FY17A al 9,4% nel FY18A. Di conseguenza si è assistito anche ad un miglioramento dell'Ebitda Margin, più che triplicato YoY (44,2% nel FY18A contro 12,7% nel FY17A non pro-forma), e rispetto a quanto stimato nel precedente report (29,3%).

L'utile netto di €0,93 mln si mantiene invece stabile rispetto al FY17A e in linea con le nostre stime.

La NFP è pari a €8,02 mln, in peggioramento rispetto alle nostre stime (€3,87 mln) e anche rispetto all'esercizio precedente (FY17A non pro-forma pari a €1,45 mln). Si segnala però che tale aumento dell'indebitamento netto è dovuto principalmente al debito finanziario derivante dall'incremento di valore della controllata Zaon Srl a seguito dell'esercizio della clausola di earn-out.

Con riferimento al capitale circolante netto, segnaliamo:

- l'incremento dei crediti commerciali da €0,94 mln a €2,3 mln è stato meno che proporzionale rispetto all'aumento del valore della produzione, in quanto i giorni medi di incasso sono leggermente diminuiti (DSO da 136 gg a 126 gg). Le nostre precedenti stime erano pari a €4,2 mln, in miglioramento di ca. 1,9 mln.
- le rimanenze, prima pari a €0, fanno ora riferimento ai lavori in corso su ordinazione per un valore di €2,76 mln
- i debiti commerciali rimangono pressoché in linea con il valore FY17A (€0,85 mln) e con il valore da noi stimato (€0,80), implicando una netta riduzione dei giorni di pagamento (DOP da 210,7 gg a 119,6 gg).

1.2 New Estimates FY19E-FY22E

Table 3 – Estimates Updates FY19E-FY22E

€/mln	FY19E	FY20E	FY21E
VoP			
New	9,7	12,5	15,5
Old	9,1	11,5	13,1
Change	7,2%	8,5%	18,8%
EBITDA			
New	3,9	5,1	7,5
Old	3,1	5,0	6,2
Change	25,8%	1,5%	21,0%
EBITDA %			
New	40,2%	40,8%	48,4%
Old	34,3%	43,6%	47,5%
Change	17,4%	-6,4%	1,9%
EBIT			
New	2,8	4,1	6,6
Old	2,2	4,0	5,1
Change	27,3%	1,9%	29,4%
Net Income			
New	1,9	2,9	4,8
Old	2,3	4,5	5,8
Change	-17,4%	-36,3%	-16,7%
NFP			
New	5,0	5,2	4,3
Old	2,4	-1,7	-7,9
Change	-111,2%	-402,4%	-154,1%

Source: Integrae SIM

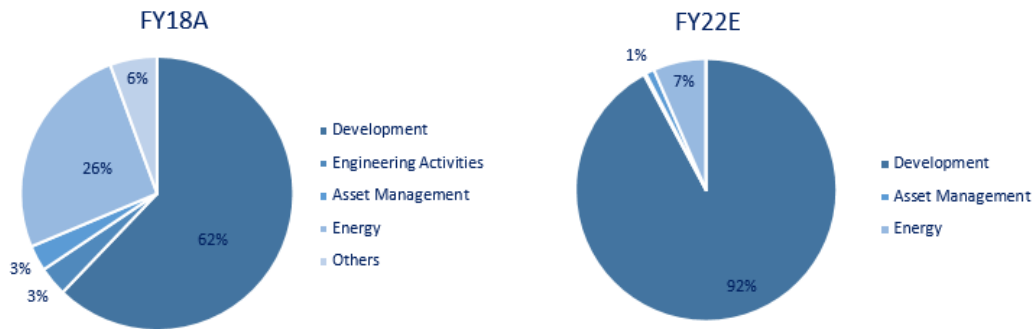
Stimiamo un CAGR 18-22E di circa 28,63% con un valore della produzione che passa da €6,6 mln nel FY18A a €18,2 mln nel FY22E.

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.

Si segnala inoltre che è stato considerato anche l'effetto positivo che l'ingresso nel mercato colombiano avrà sulla redditività del business. Tale mercato, infatti, si presenta 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 anche senza incentivi.

Nel documento di bilancio si legge che attualmente il Gruppo ha in corso accordi e negoziazioni su tutti i mercati di riferimento e un maggior numero di MWp vendibili su più Paesi, in modo da potersi assicurare una continuità dei ricavi derivanti dall'attività di Development già a partire dal 2020, con conferma della marginalità sui valori attuali.

Chart 1 – Sales Breakdown



Source: Renergetica e Integrae SIM

Come desumibile dalla sezione di bilancio dedicata all’evoluzione prevedibile della gestione, è inoltre da considerare che il Gruppo genererà nuove risorse finanziarie, attraverso la dismissione di almeno un impianto fotovoltaico a fronte delle rilevanti proposte già avanzategli, oltre che estinguere il relativo debito decennale stipulato in fase di project financing.

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		5,65%
Risk Free Rate	2,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,60
D/E (average)	122,22% Beta Relevered	1,13
Ke	9,92% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,65%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		31,6
FCFO actualized	5,3	13%
TV actualized DCF	34,3	87%
Enterprise Value	39,6	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 €31,6 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%
Growth rate (g)	2,5%	99,1	74,1	58,6	48,0	40,3	34,4	29,9
	2,0%	75,5	59,7	48,9	41,0	35,1	30,4	26,7
	1,5%	60,7	49,8	41,8	35,8	31,0	27,2	24,1
	1,0%	50,7	42,6	36,4	31,6	27,8	24,6	21,9
	0,5%	43,4	37,1	32,2	28,3	25,1	22,3	20,0
	0,0%	37,9	32,9	28,9	25,6	22,8	20,5	18,4
	-0,5%	33,5	29,4	26,1	23,3	20,9	18,8	17,1

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 7.1 – Peers Main Ratios - Renewables

FY2018	RENERGETICA	Innergex Renewable Energy Inc.	Falck Renewables SpA	Boralex Inc.	PNE WIND AG	Voltaia	Exelon Corp.	Duke Energy Corp.	Peer Median
Country	Italy	Canada	Italy	Canada	Germany	France	USA	USA	
Mkt Cap (€/mln)	22,94	1.870	1.012	1.638	185	524	47.460	63.307	1.638
EV (€/mln)	30,95	4.618	1.625	3.340	205	933	78.214	111.690	3.340
Growth YoY									
Net Sales	163%	44,1%	16,4%	14,3%	-19,9%	0,3%	7,1%	4,1%	7,1%
Ebitda	818%	28,9%	N/A	1,9%	-42,4%	N/A	0,5%	-3,0%	0,5%
Ebit	569%	26,0%	53,2%	-39,8%	-66,3%	N/A	-11,3%	-16,7%	-14,0%
Net Income	536%	10,9%	117,0%	N/A	N/A	1399,5%	-46,9%	-12,8%	10,9%
Profitability									
ROE	16,3%	6,6%	9,3%	-4,6%	-0,4%	0,5%	7,6%	6,9%	6,6%
ROI	8,6%	3,9%	6,8%	1,1%	1,1%	2,0%	5,4%	4,0%	3,9%
ROIC	10,6%	4,3%	8,7%	1,5%	2,0%	5,2%	5,7%	4,7%	4,7%
ROCE	11,5%	6,6%	9,3%	-4,6%	-0,4%	0,5%	7,6%	6,9%	6,6%
ROA	7,0%	0,6%	2,8%	-0,8%	-0,2%	0,2%	2,0%	2,0%	0,6%
EBITDA %	22,8%	66,8%	N/A	57,4%	18,1%	40,5%	27,4%	38,3%	39,4%
EBIT %	14,0%	37,0%	34,4%	12,3%	8,5%	23,5%	11,2%	19,6%	19,6%
Net Income %	0,0%	5,7%	13,1%	-7,5%	-1,1%	4,7%	5,6%	10,9%	5,6%
Dividend Yield	0,0%	5,0%	1,8%	3,6%	1,7%	N/A	3,0%	4,3%	3,3%
EPS	0,13	0,21	0,15	-0,45	-0,01	0,17	2,08	3,76	0,17
Capital Structure									
Debt/Asset	0,52 x	0,73 x	0,48 x	0,72 x	0,36 x	0,46 x	0,31 x	0,40 x	0,46 x
Debt/Equity	1,53 x	4,91 x	1,40 x	3,79 x	0,75 x	1,07 x	1,10 x	1,32 x	1,32 x
Interest Coverage	3,72 x	1,17 x	N/A	0,49 x	0,74 x	1,48 x	2,46 x	2,24 x	1,32 x
NFP/EBITDA	2,73 x	12,02 x	N/A	11,83 x	2,04 x	4,93 x	3,56 x	6,13 x	5,53 x
Equity/Asset	0,30 x	0,15 x	0,35 x	0,19 x	0,48 x	0,43 x	0,28 x	0,30 x	0,30 x
Asset Utilization									
Quick Ratio	4,15 x	0,28 x	1,75 x	0,53 x	1,44 x	0,87 x	0,65 x	0,09 x	0,65 x
Fixed Asset Turnover	0,70 x	0,15 x	0,32 x	0,17 x	0,91 x	0,30 x	0,47 x	0,27 x	0,30 x
Asset Turnover	0,38 x	0,11 x	0,21 x	0,11 x	0,19 x	0,20 x	0,30 x	0,17 x	0,19 x

Source: Bloomberg

Table 7.2 – Peers Main Ratios - Engineering

FY2018	RENERGETICA	SNC-Lavalin Group Inc.	Fluor Corp.	Tecnicas Reunidas SA	Peer Median
Country	Italy	Canada	USA	Spain	
Mkt Cap (€/mln)		4.694	4.124	1.361	4.124
EV (€/mln)		5.837	3.650	1.291	3.650
Growth YoY					
Net Sales	163%	8,0%	-1,8%	-13,3%	-1,8%
Ebitda	818%	N/A	13,4%	-50,2%	-18,4%
Ebit	569%	N/A	22,4%	-58,0%	-17,8%
Net Income	536%	N/A	17,5%	-69,7%	-26,1%
Profitability					
ROE	16,3%	-33,2%	7,1%	3,0%	3,0%
ROI	8,6%	-15,2%	6,3%	4,1%	4,1%
ROIC	10,6%	-16,0%	10,0%	6,3%	6,3%
ROCE	11,5%	-33,2%	7,1%	3,0%	3,0%
ROA	7,0%	-10,3%	2,5%	0,3%	0,3%
EBITDA %	44,2%	-8,3%	3,9%	1,4%	1,4%
EBIT %	22,8%	-12,7%	2,7%	1,0%	1,0%
Net Income %	14,0%	-13,1%	1,2%	0,3%	0,3%
Dividend Yield	0,0%	1,5%	2,9%	N/A	2,2%
EPS	0,13	-7,50	1,60	0,22	0,22
Capital Structure					
Debt/Asset	0,52 x	0,28 x	0,19 x	0,13 x	0,19 x
Debt/Equity	1,53 x	1,00 x	0,54 x	1,36 x	1,00 x
Interest Coverage	3,72 x	-6,46 x	6,76 x	3,99 x	3,99 x
NFP/EBITDA	2,73 x	-3,63 x	-0,10 x	-3,18 x	-3,18 x
Equity/Asset	0,30 x	0,28 x	0,35 x	0,10 x	0,28 x
Asset Utilization					
Quick Ratio	4,15 x	0,38 x	0,99 x	1,06 x	0,99 x
Fixed Asset Turnover	0,70 x	14,66 x	18,19 x	111,62 x	18,19 x
Asset Turnover	0,38 x	0,73 x	2,10 x	1,16 x	1,16 x

Source: Bloomberg

Table 8 – Peer Stock Performance

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
Innervex Renewable Energy Inc.	-1,3%	-2,5%	-4,2%	12,0%	11,4%
Falck Renewables S.p.A.	4,1%	12,6%	29,2%	69,2%	52,0%
Boralex Inc.	0,4%	0,4%	0,1%	3,4%	12,8%
PNE WIND AG	0,4%	0,2%	-2,6%	1,9%	1,4%
Volitalia	-1,9%	-2,8%	13,8%	22,8%	22,9%
Exelon Corporation	1,1%	-0,4%	4,1%	13,8%	15,8%
Duke Energy Corp.	1,7%	-0,1%	1,3%	6,0%	8,5%
Peer Median	0,4%	-0,1%	1,3%	12,0%	12,8%
SNC-Lavalin Group Inc.	-6,4%	-24,7%	-27,9%	-48,7%	-44,1%
Fluor Corp.	-3,0%	-30,2%	-23,5%	-26,7%	-11,0%
Tecnicas Reunidas SA	-6,4%	-13,8%	-1,1%	3,0%	9,6%
Peer Median	-6,4%	-24,7%	-23,5%	-26,7%	-11,0%
RENERGETICA	2,5%	1,6%	-10,3%	93,4%	1,0%

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.	13,8	13,2	12,7	28,4	28,3	N/A	53,1	40,6	51,1
Falck Renewables S.p.A.	7,1	6,8	6,1	11,3	11,2	10,6	23,2	21,6	16,8
Boralex Inc.	10,0	9,7	9,9	34,4	33,2	N/A	96,2	60,9	20,8
PNE WIND AG	7,3	2,1	6,3	11,3	2,5	8,1	22,0	3,2	11,8
Voltalia	11,4	6,6	5,1	19,4	10,1	7,5	119,9	18,8	11,0
Exelon Corporation	9,2	9,0	8,8	16,1	15,9	15,8	15,1	15,1	15,1
Duke Energy Corp.	11,8	11,1	10,6	20,1	18,8	18,1	17,9	16,9	16,2
Peer Median	10,0	9,0	8,8	19,4	15,9	10,6	23,2	18,8	16,2

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.	10,8	10,0	10,0	11,9	11,2	13,0	15,0	13,3	12,9
Fluor Corp.	8,4	6,0	5,5	11,6	7,9	7,3	22,9	13,7	10,4
Tecnicas Reunidas SA	6,9	5,9	5,8	7,9	6,6	6,5	14,8	11,5	10,4
Peer Median	8,4	6,0	5,8	11,6	7,9	7,3	15,0	13,3	10,4

Source: Infinancials

Table 10 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	35,7	38,2	54,6
EV/EBIT	43,4	48,8	59,2
P/E	35,7	46,4	63,6
Equity Value			
EV/EBITDA	30,7	33,0	50,3
EV/EBIT	38,4	43,6	54,9
P/E	35,7	46,4	63,6
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	23,0	24,8	37,7
EV/EBIT	28,8	32,7	41,2
P/E	26,8	34,8	47,7
Average	26,2	30,8	42,2

Source: Integrae SIM

L'equity value di Renergetica, utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a circa €44,1 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 €33,1 mln.**

2.3 Equity Value

Table 11 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	32,3
Equity Value DCF (€/mln)	31,6
Equity Value multiples (€/mln)	33,1
Target Price (€)	4,40

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a €32,3 mln. Il target price è quindi di €4,40 (prev. €2,28). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 12 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	4,3x	5,2x	5,4x
EV/EBIT	2,5x	3,3x	4,4x
P/E	17,2x	11,2x	6,7x

Source: Integrae SIM

Table 13 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	8,1x	6,2x	4,2x
EV/EBIT	11,3x	7,7x	4,8x
P/E	12,7x	8,2x	4,9x

**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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

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

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ 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

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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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 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.