

Data produzione: 07 Settembre 2020 - h 18.30

Data pubblicazione: 08 Settembre 2020 - h 7.00

| RENERGETICA                | Italy                                     | FTSE AIM Italia | Ren Energy          |
|----------------------------|-------------------------------------------|-----------------|---------------------|
| <b>Rating: BUY</b> (unch.) | <b>Target Price: € 7,90</b> (prev. €6,50) | <b>Update</b>   | <b>Risk: Medium</b> |

| Stock performance   | 1M     | 3M     | 6M     | 1Y     |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| absolute            | 0,00%  | 7,19%  | 68,05% | 27,71% |
| to FTSE AIM Italia  | -1,15% | 12,59% | 64,89% | 45,24% |
| to FTSE STAR Italia | -5,17% | -3,47% | 39,24% | 11,22% |
| to FTSE All-Share   | -1,02% | 9,40%  | 60,74% | 37,45% |
| to EUROSTOXX        | -1,88% | 8,76%  | 56,06% | 32,90% |
| to MSCI World Index | -1,85% | 2,32%  | 47,78% | 17,56% |

#### Stock Data

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| Price                       | € 4,47        |
| Target price                | € 7,90        |
| Upside/(Downside) potential | 77%           |
| Bloomberg Code              | REN IM EQUITY |
| Market Cap (€m)             | 32,86         |
| EV (€m)                     | 39,89         |
| Free Float                  | 18,03%        |
| Share Outstanding           | 7.351.000     |
| 52-week high                | € 4,92        |
| 52-week low                 | € 2,40        |
| Average daily volumes (3m)  | 13.000        |

| Key Financials (€m) | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| VoP                 | 9,4   | 11,5  | 15,5  | 16,5  |
| EBITDA              | 4,2   | 4,0   | 7,5   | 8,1   |
| EBIT                | 3,0   | 3,1   | 6,8   | 7,5   |
| Net Profit          | 1,8   | 2,2   | 5,4   | 6,1   |
| EPS (€)             | 0,24  | 0,30  | 0,73  | 0,83  |
| EBITDA margin       | 44,3% | 34,8% | 48,4% | 49,1% |
| EBIT margin         | 31,8% | 27,0% | 43,9% | 45,5% |
| Net Profit margin   | 19,1% | 19,1% | 34,8% | 37,0% |

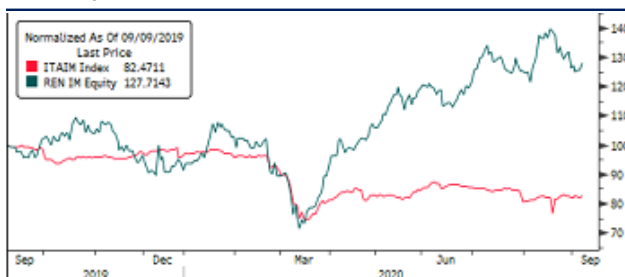
| Main Ratios   | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA (x) | 9,6   | 10,0  | 5,3   | 4,9   |
| EV/EBIT (x)   | 13,4  | 12,9  | 5,9   | 5,3   |
| P/E (x)       | 18,3  | 14,9  | 6,1   | 5,4   |

**Mattia Petracca**

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### 1H20A Results

Il VoP, pari a € 5,57 mln (€ 4,68 mln al 30 giugno 2019), ha fatto registrare una significativa crescita del 19%, rimanendo sostanzialmente in linea con le nostre aspettative per il full year 2020E. Il 69% del fatturato è generato sul mercato italiano (58% nel 2019) e il restante 31% all'estero: il 3% dalle attività in Cile (9% nel 2019), il 23% dalle attività negli Stati Uniti (32% nel 2019) e il restante 6% dal mercato colombiano (1% nel 2019). L'EBITDA è pari a € 2,57 mln (€ 2,16 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 46,1%, in linea con quello registrato al 30 giugno 2019. EBIT pari a € 2,08 mln (€ 1,7 mln al 30 giugno 2019). L'EBIT Margin è passato da 35,7% a 37,3%.

#### Estimates Update

Alla luce dei dati pubblicati nella relazione semestrale, confermiamo le nostre precedenti stime sia per l'anno in corso, sia per i prossimi anni. In particolare, crediamo che la Società, nel full year 2020E, possa generare: un valore della produzione pari a € 11,5 mln, un EBITDA pari a € 4,0 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 34,8%), EBIT pari a € 3,1 mln (corrispondente ad un EBIT margin del 27,0%) e Net Profit pari a € 2,2 mln. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 17,5 mln (CAGR 19A-23E: 16,9%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 8,8 mln (corrispondente ad una marginalità del 50,3%), in crescita rispetto a € 4,15 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 44,3%).

#### 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 €60,1 mln. L'equity value di Renergetica utilizzando i market multiples risulta essere pari €56,2 mln (inclusendo un discount pari al 25%). L'equity value medio è pari a €58,1 mln. Il target price è quindi di €7,90 (prev. €6,50). 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>FY19A</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>9,37</b>  | <b>11,50</b> | <b>15,50</b> | <b>16,50</b> | <b>17,50</b> |
| COGS                                         | 0,34         | 0,02         | 0,02         | 0,05         | 0,05         | 0,05         | 0,05         |
| Services                                     | 1,13         | 2,56         | 3,40         | 4,20         | 4,60         | 4,80         | 5,00         |
| Use of asset owned by others                 | 0,15         | 0,26         | 0,28         | 0,60         | 0,60         | 0,65         | 0,65         |
| Employees                                    | 0,53         | 0,63         | 1,21         | 1,75         | 1,85         | 2,00         | 2,10         |
| Other Operating Expenses                     | 0,05         | 0,24         | 0,32         | 0,90         | 0,90         | 0,90         | 0,90         |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>0,32</b>  | <b>2,94</b>  | <b>4,15</b>  | <b>4,00</b>  | <b>7,50</b>  | <b>8,10</b>  | <b>8,80</b>  |
| <i>EBITDA Margin</i>                         | <i>12,7%</i> | <i>44,2%</i> | <i>44,3%</i> | <i>34,8%</i> | <i>48,4%</i> | <i>49,1%</i> | <i>50,3%</i> |
| D&A                                          | 0,09         | 1,42         | 1,18         | 0,90         | 0,70         | 0,60         | 0,50         |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>0,23</b>  | <b>1,52</b>  | <b>2,98</b>  | <b>3,10</b>  | <b>6,80</b>  | <b>7,50</b>  | <b>8,30</b>  |
| <i>EBIT Margin</i>                           | <i>9,0%</i>  | <i>22,8%</i> | <i>31,8%</i> | <i>27,0%</i> | <i>43,9%</i> | <i>45,5%</i> | <i>47,4%</i> |
| Financial Management                         | (0,06)       | (0,59)       | (0,96)       | (0,60)       | (0,65)       | (0,55)       | (0,40)       |
| <b>EBT</b>                                   | <b>0,17</b>  | <b>0,93</b>  | <b>2,02</b>  | <b>2,50</b>  | <b>6,15</b>  | <b>6,95</b>  | <b>7,90</b>  |
| Taxes                                        | 0,02         | 0,00         | 0,23         | 0,30         | 0,75         | 0,85         | 1,00         |
| <b>Net Income</b>                            | <b>0,15</b>  | <b>0,93</b>  | <b>1,79</b>  | <b>2,20</b>  | <b>5,40</b>  | <b>6,10</b>  | <b>6,90</b>  |
| <b>Minorities Net Income</b>                 | <b>0,00</b>  | <b>0,08</b>  | <b>0,08</b>  | <b>0,10</b>  | <b>0,24</b>  | <b>0,28</b>  | <b>0,31</b>  |

| <b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b> | <b>FY17A</b> | <b>FY18A</b> | <b>FY19A</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>6,27</b>  | <b>5,70</b>  | <b>4,20</b>  | <b>3,60</b>  | <b>3,20</b>    |
| Account receivable                        | 0,94         | 2,30         | 1,73         | 1,90         | 2,30         | 2,40         | 2,50           |
| Work in Progress                          | 0,00         | 2,76         | 7,81         | 15,00        | 20,00        | 17,00        | 12,00          |
| Account payable                           | 0,85         | 0,85         | 0,63         | 0,70         | 0,75         | 0,80         | 0,85           |
| <b>Operating Working Capital</b>          | <b>0,09</b>  | <b>4,21</b>  | <b>8,91</b>  | <b>16,20</b> | <b>21,55</b> | <b>18,60</b> | <b>13,65</b>   |
| Other Receivable                          | 1,85         | 1,86         | 1,47         | 1,50         | 1,55         | 1,60         | 1,65           |
| Other Payable                             | 1,11         | 1,28         | 1,42         | 1,45         | 1,50         | 1,55         | 1,60           |
| <b>Net Working Capital</b>                | <b>0,83</b>  | <b>4,79</b>  | <b>8,96</b>  | <b>16,25</b> | <b>21,60</b> | <b>18,65</b> | <b>13,70</b>   |
| Severance Indemnities & Provision         | 0,12         | 1,04         | 0,94         | 0,95         | 1,00         | 1,05         | 1,05           |
| <b>NET INVESTED CAPITAL</b>               | <b>1,81</b>  | <b>13,26</b> | <b>14,29</b> | <b>21,00</b> | <b>24,80</b> | <b>21,20</b> | <b>15,85</b>   |
| Share Capital                             | 0,09         | 1,01         | 1,01         | 1,01         | 1,01         | 1,01         | 1,01           |
| Reserves and Retained Profits             | 0,12         | 3,30         | 4,38         | 6,09         | 8,19         | 13,35        | 19,17          |
| Net Profit                                | 0,15         | 0,86         | 1,71         | 2,10         | 5,16         | 5,82         | 6,59           |
| <b>Equity</b>                             | <b>0,35</b>  | <b>5,16</b>  | <b>7,09</b>  | <b>9,20</b>  | <b>14,35</b> | <b>20,18</b> | <b>26,76</b>   |
| <b>Minorities Equity</b>                  | <b>0,00</b>  | <b>0,08</b>  | <b>0,16</b>  | <b>0,26</b>  | <b>0,51</b>  | <b>0,78</b>  | <b>1,09</b>    |
| Cash and Cash Equivalent                  | 0,14         | 1,22         | 2,29         | 1,96         | 2,56         | 9,76         | 19,01          |
| Financial Debt                            | 1,59         | 9,24         | 9,32         | 13,50        | 12,50        | 10,00        | 7,00           |
| <b>Net Financial Position</b>             | <b>1,45</b>  | <b>8,02</b>  | <b>7,03</b>  | <b>11,54</b> | <b>9,94</b>  | <b>0,24</b>  | <b>(12,01)</b> |
| <b>TOTAL SOURCES</b>                      | <b>1,81</b>  | <b>13,26</b> | <b>14,29</b> | <b>21,00</b> | <b>24,80</b> | <b>21,20</b> | <b>15,85</b>   |

| <b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)</b>  | <b>FY18A</b>  | <b>FY19A</b>  | <b>FY20E</b>  | <b>FY21E</b>  | <b>FY22E</b> | <b>FY23E</b> |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>EBIT</b>                            | <b>1,52</b>   | <b>2,98</b>   | <b>3,10</b>   | <b>6,80</b>   | <b>7,50</b>  | <b>8,30</b>  |
| Taxes                                  | 0,00          | 0,23          | 0,30          | 0,75          | 0,85         | 1,00         |
| <b>NOPAT</b>                           | <b>1,52</b>   | <b>2,75</b>   | <b>2,80</b>   | <b>6,05</b>   | <b>6,65</b>  | <b>7,30</b>  |
| D&A                                    | 1,42          | 1,18          | 0,90          | 0,70          | 0,60         | 0,50         |
| Change in receivable                   | (1,35)        | 0,57          | (0,17)        | (0,40)        | (0,10)       | (0,10)       |
| Change in Contract Work in Progress    | (2,76)        | (5,05)        | (7,19)        | (5,00)        | 3,00         | 5,00         |
| Change in payable                      | (0,00)        | (0,22)        | 0,07          | 0,05          | 0,05         | 0,05         |
| <b>Change in OWC</b>                   | <b>(4,12)</b> | <b>(4,70)</b> | <b>(7,29)</b> | <b>(5,35)</b> | <b>2,95</b>  | <b>4,95</b>  |
| Other Changes                          | 0,16          | 0,53          | 0,00          | 0,00          | 0,00         | 0,00         |
| Change in Provision                    | 0,92          | (0,10)        | 0,01          | 0,05          | 0,05         | 0,00         |
| <b>OPERATING CASH FLOW</b>             | <b>(0,10)</b> | <b>(0,35)</b> | <b>(3,58)</b> | <b>1,45</b>   | <b>10,25</b> | <b>12,75</b> |
| Investments                            | (9,83)        | 2,07          | (0,33)        | 0,80          | 0,00         | (0,10)       |
| <b>FREE CASH FLOW</b>                  | <b>(9,93)</b> | <b>1,72</b>   | <b>(3,91)</b> | <b>2,25</b>   | <b>10,25</b> | <b>12,65</b> |
| Financial Management                   | (0,59)        | (0,96)        | (0,60)        | (0,65)        | (0,55)       | (0,40)       |
| Change in Financial Debt               | 7,65          | 0,08          | 4,18          | (1,00)        | (2,50)       | (3,00)       |
| Change in Equity                       | 3,95          | 0,23          | 0,00          | 0,00          | 0,00         | 0,00         |
| <b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b> | <b>1,08</b>   | <b>1,07</b>   | <b>(0,33)</b> | <b>0,60</b>   | <b>7,20</b>  | <b>9,25</b>  |

Source: Renergetica and Integrae SIM

## 1.1 1H20A Results

**Table 2 – 1H20A vs 1H19A**

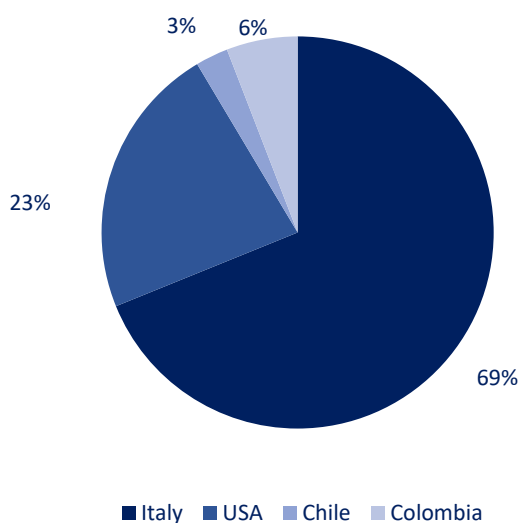
| (€/mln)       | VoP          | EBITDA       | EBITDA %     | EBIT         | Net Income   | NFP           |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>1H20A</b>  | <b>5,57</b>  | <b>2,57</b>  | <b>46,1%</b> | <b>2,08</b>  | <b>1,49</b>  | <b>6,94</b>   |
| <b>1H19A</b>  | 4,68         | 2,16         | 46,2%        | 1,67         | 1,29         | 8,42          |
| <i>Change</i> | <i>19,0%</i> | <i>19,0%</i> | <i>0,0%</i>  | <i>24,6%</i> | <i>15,5%</i> | <i>-17,6%</i> |

Source: Renergetica

Nonostante il periodo di difficoltà legato all’epidemia Covid 19, i risultati semestrali della Società risultano ottimi. Questo è stato possibile, secondo quanto dichiarato nel fascicolo di bilancio, poiché anche nel periodo di massima difficoltà *“la continuità lavorativa all’interno del Gruppo è stata presente sia ai livelli base, rispettando le tempistiche prefissate per i processi produttivi, sia a livello manageriale, concludendo importanti accordi commerciali e strutturando un prestito obbligazionario a sostegno dello sviluppo pluriennale”*

Il Valore della Produzione, pari a € 5,57 mln (€ 4,68 mln al 30 giugno 2019), ha fatto registrare una significativa crescita del 19%, rimanendo sostanzialmente in linea con le nostre aspettative per il *full year 2020E*.

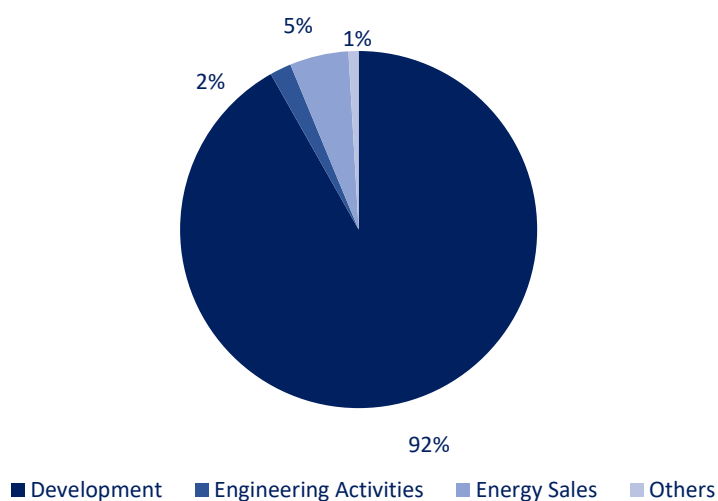
**Chart 1 – Sales Breakdown by Geographical Area**



Source: Renergetica

Il 69% del fatturato è generato sul mercato italiano (58% nel 2019) e il restante 31% all’estero: il 3% dalle attività in Cile (9% nel 2019), il 23% dalle attività negli Stati Uniti (32% nel 2019) e il restante 6% dal mercato colombiano (1% nel 2019).

**Chart 2 – Revenues Breakdown by Business Lines**



Source: Renergetica

In linea con le strategie della Società, la maggior parte dei ricavi prodotti nella prima metà del 2020E, risultano riconducibili al segmento Development che ha generato una quota di ricavi pari al 92% del totale. La vendita di energia ha, invece, prodotto una quota di ricavi pari al 5% del totale. Di residuale importanza la business line Engineering Activities che ha generato solamente il 2% dei ricavi totali.

L'EBITDA è pari a € 2,57 mln (€ 2,16 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 46,1%, in linea con quello registrato al 30 giugno 2019.

L'EBIT è pari a € 2,08 mln (€ 1,7 mln al 30 giugno 2019) dopo ammortamenti e accantonamenti per € 0,5 mln. L'EBIT Margin è passato da 35,7% a 37,3%.

Il Risultato Netto complessivo si attesta a € 1,49 mln in crescita di circa il 15% rispetto al 30 giugno 2019, dopo oneri finanziari di € 0,3 mln.

La Posizione Finanziaria Netta risulta in miglioramento rispetto ai dati della precedente relazione semestrale e pari a € 6,94 mln (€ 8,42 mln al 30 giugno 2019).

## 1.2 Estimates FY19E-FY23E

**Table 3 – Estimates Updates FY20E-FY23E**

| €/mln             | FY20E | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>VoP</b>        |       |       |       |       |
| New               | 11,5  | 15,5  | 16,5  | 17,5  |
| Old               | 11,5  | 15,5  | 16,5  | 17,5  |
| Change            | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| <b>EBITDA</b>     |       |       |       |       |
| New               | 4,0   | 7,5   | 8,1   | 8,8   |
| Old               | 4,0   | 7,5   | 8,1   | 8,8   |
| Change            | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| <b>EBITDA %</b>   |       |       |       |       |
| New               | 34,8% | 48,4% | 49,1% | 50,3% |
| Old               | 34,8% | 48,4% | 49,1% | 50,3% |
| Change            | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| <b>EBIT</b>       |       |       |       |       |
| New               | 3,1   | 6,8   | 7,5   | 8,3   |
| Old               | 3,1   | 6,8   | 7,5   | 8,3   |
| Change            | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| <b>Net Income</b> |       |       |       |       |
| New               | 2,2   | 5,4   | 6,1   | 6,9   |
| Old               | 2,2   | 5,4   | 6,1   | 6,9   |
| Change            | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| <b>NFP</b>        |       |       |       |       |
| New               | 11,5  | 9,9   | 0,2   | -12,0 |
| Old               | 11,5  | 9,9   | 0,2   | -12,0 |
| Change            | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |

Source: Integrae SIM

Alla luce dei dati pubblicati nella relazione semestrale, confermiamo le nostre precedenti stime sia per l'anno in corso, sia per i prossimi anni. In particolare, crediamo che la Società, nel *full year* 2020E, possa generare: un valore della produzione pari a € 11,5 mln, un EBITDA pari a € 4,0 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 34,8%), EBIT pari a € 3,1 mln (corrispondente ad un EBIT margin del 27,0%) e Net Profit pari a € 2,2 mln.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 17,5 mln (CAGR 19A-23E: 16,9%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 8,8 mln (corrispondente ad una marginalità del 50,3%), in crescita rispetto a € 4,15 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 44,3%). Per gli anni successivi al 2020E, inoltre, ci aspettiamo un netto miglioramento della NFP.

## 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           |         |                          | 6,58% |
|----------------|---------|--------------------------|-------|
| Risk Free Rate | 0,28%   | $\alpha$ (specific risk) | 2,50% |
| Market Premium | 8,46%   | Beta Adjusted            | 0,74  |
| D/E (average)  | 100,00% | Beta Relevered           | 1,28  |
| Ke             | 9,05%   | Kd                       | 5,70% |

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,58%.

**Table 5 – DCF Valuation**

| DCF Equity Value        |             |  | 60,1 |
|-------------------------|-------------|--|------|
| FCFO actualized         | 13,6        |  | 19%  |
| TV actualized DCF       | 58,0        |  | 81%  |
| <b>Enterprise Value</b> | <b>71,6</b> |  | 100% |
| NFP (FY20E)             | 11,5        |  |      |

Source: Integrae SIM

Per il calcolo del DCF, abbiamo preso in considerazione la NFP20E, per includere la nuova emissione di debito comunicata in data 7 agosto 2020. Anche il costo del debito è stato aggiornato alla luce di tale emissione, per questo motivo, il parametro Kd risulta pari al 5,7%.

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €60,1 mln.**

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

| €/mln           |       | WACC  |       |      |      |      |      |      |
|-----------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
|                 |       | 5,1%  | 5,6%  | 6,1% | 6,6% | 7,1% | 7,6% | 8,1% |
| Growth rate (g) | 2,5%  | 135,9 | 111,8 | 94,5 | 81,4 | 71,1 | 62,8 | 56,1 |
|                 | 2,0%  | 114,3 | 96,6  | 83,2 | 72,7 | 64,3 | 57,4 | 51,6 |
|                 | 1,5%  | 98,7  | 85,1  | 74,4 | 65,8 | 58,7 | 52,8 | 47,8 |
|                 | 1,0%  | 87,0  | 76,0  | 67,3 | 60,1 | 54,0 | 48,9 | 44,5 |
|                 | 0,5%  | 77,8  | 68,8  | 61,5 | 55,3 | 50,1 | 45,6 | 41,7 |
|                 | 0,0%  | 70,4  | 62,9  | 56,6 | 51,2 | 46,7 | 42,7 | 39,2 |
|                 | -0,5% | 64,3  | 57,9  | 52,5 | 47,8 | 43,7 | 40,1 | 37,0 |

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 – Market Multiples – Renewables**

| Company name                   | EV/EBITDA (x) |             |             | EV/EBIT (x) |             |             | P/E (x)     |             |             |
|--------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                | FY20E         | FY21E       | FY22E       | FY20E       | FY21E       | FY22E       | FY20E       | FY21E       | FY22E       |
| Innervex Renewable Energy Inc. | 14,1          | 12,7        | 13,7        | 37,4        | 32,0        | N/A         | N/M         | 60,7        | 65,8        |
| Falck Renewables S.p.A.        | 12,8          | 11,7        | 11,0        | 23,5        | 21,0        | 19,2        | 45,6        | 37,7        | 31,6        |
| Boralex Inc.                   | 12,0          | 12,1        | 12,0        | 37,6        | 45,1        | N/A         | 68,4        | 62,0        | 34,7        |
| PNE WIND AG                    | 30,9          | 18,2        | 12,6        | 91,6        | 39,4        | 23,0        | N/M         | 217,2       | 41,8        |
| Voltaia                        | 22,3          | 17,6        | 12,8        | 31,9        | 26,1        | 18,3        | 62,0        | 47,9        | 24,8        |
| Exelon Corporation             | 9,0           | 8,5         | 8,4         | 16,3        | 15,4        | 15,3        | 12,3        | 12,4        | 12,1        |
| Duke Energy Corp.              | 11,7          | 10,9        | 10,4        | 20,4        | 19,0        | 18,3        | 15,6        | 15,2        | 14,5        |
| <b>Peer Median</b>             | <b>12,8</b>   | <b>12,1</b> | <b>12,0</b> | <b>31,9</b> | <b>26,1</b> | <b>18,3</b> | <b>45,6</b> | <b>47,9</b> | <b>31,6</b> |

**Table 7.2 – Market Multiples – Engineering**

| Company name           | EV/EBITDA (x) |            |            | EV/EBIT (x) |            |            | P/E (x)     |            |            |
|------------------------|---------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
|                        | FY20E         | FY21E      | FY22E      | FY20E       | FY21E      | FY22E      | FY20E       | FY21E      | FY22E      |
| SNC-Lavalin Group Inc. | 9,7           | 5,5        | 5,5        | 23,6        | 7,7        | 8,2        | 52,5        | 12,6       | 11,4       |
| Fluor Corp.            | 3,2           | 3,0        | N/A        | 4,8         | 4,5        | N/A        | 8,4         | 6,8        | N/A        |
| Tecnicas Reunidas SA   | 1,5           | 1,1        | 1,4        | 2,1         | 1,4        | 1,8        | 10,7        | 5,9        | 6,5        |
| <b>Peer Median</b>     | <b>3,2</b>    | <b>3,0</b> | <b>3,4</b> | <b>4,8</b>  | <b>4,5</b> | <b>5,0</b> | <b>10,7</b> | <b>6,8</b> | <b>8,9</b> |

Source: Infinitals

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

| €/mln                                 | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Enterprise Value (EV)</b>          |             |             |             |
| EV/EBITDA                             | 32,0        | 56,8        | 62,3        |
| EV/EBIT                               | 56,8        | 103,9       | 87,3        |
| P/E                                   | 59,1        | 141,0       | 118,0       |
| <b>Equity Value</b>                   |             |             |             |
| EV/EBITDA                             | 20,5        | 46,8        | 62,1        |
| EV/EBIT                               | 45,3        | 94,0        | 87,1        |
| P/E                                   | 59,1        | 141,0       | 118,0       |
| <b>Equity Value post 25% discount</b> |             |             |             |
| EV/EBITDA                             | 15,4        | 35,1        | 46,6        |
| EV/EBIT                               | 34,0        | 70,5        | 65,3        |
| P/E                                   | 44,3        | 105,7       | 88,5        |
| <b>Average</b>                        | <b>31,2</b> | <b>70,4</b> | <b>66,8</b> |

Source: Integrae SIM

L'equity value di Renergetica, utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a €74,9 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 ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta **un equity value di €56,2 mln.**

## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

|                                     |             |
|-------------------------------------|-------------|
| <b>Average Equity Value (€/mln)</b> | <b>58,1</b> |
| Equity Value DCF (€/mln)            | 60,1        |
| Equity Value multiples (€/mln)      | 56,2        |
| <b>Target Price (€)</b>             | <b>7,90</b> |

Source: Integrae SIM

**L'equity value medio è pari a €58,1 mln. Il target price è quindi di €7,90 (prev. €6,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

**Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples**

| <b>Multiples</b> | <b>FY20E</b> | <b>FY21E</b> | <b>FY22E</b> |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| EV/EBITDA        | 16,3x        | 8,7x         | 8,0x         |
| EV/EBIT          | 21,0x        | 9,6x         | 8,7x         |
| P/E              | 26,4x        | 10,8x        | 9,5x         |

Source: Integrae SIM

**Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples**

| <b>Multiples</b> | <b>FY20E</b> | <b>FY21E</b> | <b>FY22E</b> |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| EV/EBITDA        | 10,0x        | 5,3x         | 4,9x         |
| EV/EBIT          | 12,9x        | 5,9x         | 5,3x         |
| P/E              | 14,9x        | 6,1x         | 5,4x         |

Source: Integrae SIM

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

**Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current 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 |
|------------|-------|----------------|--------------|--------|---------|
| 16/10/2019 | 3,56  | Buy            | 5,29         | Medium | Update  |
| 29/04/2020 | 3,75  | Buy            | 6,50         | 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 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:

- 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.