

Data produzione: 10 Maggio 2021 - h. 18,30

Data pubblicazione: 11 Maggio 2021 - h. 7,00

<b>KI Group</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 0,62</b>	<b>Initiation of Coverage</b>
		<b>Risk: High</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,00%	-17,39%	-12,84%	-56,82%
to FTSE AIM Italia	-5,05%	-34,03%	-57,67%	-93,59%
to FTSE STAR Italia	-3,33%	-24,03%	-40,58%	-110,86%
to FTSE All-Share	-1,41%	-24,00%	-31,79%	-99,52%
to FTSE Small Caps	0,15%	-30,28%	-52,59%	-109,81%

## Stock Data

Price	€ 0,19
Target price	€ 0,62
Upside/(Downside) potential	228,3%
Bloomberg Code	KI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 1,95
EV (€m)	€ 12,29
Free Float	62,53%
Share Outstanding	10.284.092
52-week high	€ 0,55
52-week low	€ 0,18
Average daily volumes (3m)	59.200

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	10,3	16,0	19,8	24,2
VoP	11,7	17,8	22,0	26,5
EBITDA adj	-2,5	0,0	0,8	1,7
EBIT	-4,9	-1,3	-0,3	0,5
Net Profit adj	-4,2	-1,4	-0,4	0,6
EBITDA margin adj	-21,4%	0,0%	3,7%	6,5%
EBIT margin	-42,0%	-7,3%	-1,3%	1,8%
Net Profit margin adj	-36,1%	-8,1%	-1,8%	2,2%

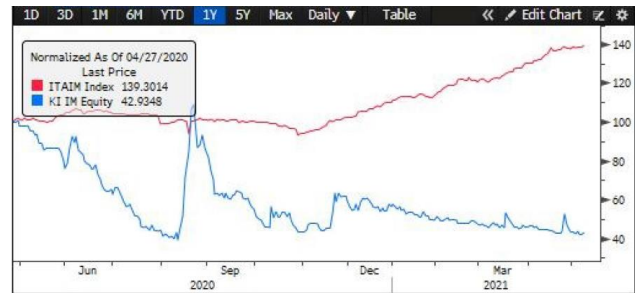
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	n.m.	n.m.	15,1	7,1
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	n.m.	25,7
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	3,4

## Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

## Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



## Company Overview

KI Group Holding S.p.A. nasce nel 1974 a Torino. Oggi la società è uno dei primari operatori italiani integrato nella distribuzione all'ingrosso, produzione e vendita al dettaglio di prodotti biologici e naturali. Il Gruppo, dopo oltre 40 anni di esperienza nel settore, è arrivato ad avere un portafoglio comprendente oltre 2.800 prodotti che distribuisce in oltre 5.700 diversi negozi. I prodotti offerti da KI Group coprono un ampio spettro di categorie merceologiche: prodotti alimentari biologici e biodinamici (ortofruttili, "freschi" e "secchi"), integratori alimentari naturali, cosmetici biologici o naturali, detersivi ecologici e oggettistica naturale.

## Market

Il valore del mercato interno del biologico in Italia nel 2020 è stato pari a € 4.3 bn, le vendite relative ai prodotti BIO, avvengono tramite 4 canali principali: Distribuzione Moderna (47% del totale), negozi specializzati (21%), food service e altri canali (15%) e altri canali (17%). Le stime per i prossimi anni sono altrettanto positive. Secondo il presidente di FederBio, il Green deal europeo, con le strategie "Farm to fork" e "Biodiversità 2030", si propone obiettivi molto ambiziosi, fra cui la riduzione del 50% dell'uso dei pesticidi e degli antibiotici negli allevamenti, entro il 2030. Ma anche l'aumento fino a triplicarle delle superfici destinate all'agricoltura biologica, attualmente pari al 7,8%.

## Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di KI Group 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 €6,3 mln. L'equity value di KI Group utilizzando i market multiples risulta essere pari €6,5 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 6,4 mln. Iniziamo pertanto la copertura di KI Group con un target price di € 0,62 per azione, rating BUY e rischio High.

Data produzione: 10 Maggio 2021 - h. 18,30

Data pubblicazione: 11 Maggio 2021

<b>KI Group</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 0,62</b>	<b>Initiation of Coverage</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,00%	-17,39%	-12,84%	-56,82%
to FTSE AIM Italia	-5,05%	-34,03%	-57,67%	-93,59%
to FTSE STAR Italia	-3,33%	-24,03%	-40,58%	-110,86%
to FTSE All-Share	-1,41%	-24,00%	-31,79%	-99,52%
to FTSE Small Caps	0,15%	-30,28%	-52,59%	-109,81%

#### Stock Data

Price	€ 0,19
Target price	€ 0,62
Upside/(Downside) potential	228,3%
Bloomberg Code	KI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 1,95
EV (€m)	€ 12,29
Free Float	62,53%
Share Outstanding	10.284.092
52-week high	€ 0,55
52-week low	€ 0,18
Average daily volumes (3m)	59.200

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	10,3	16,0	19,8	24,2
VoP	11,7	17,8	22,0	26,5
EBITDA adj	-2,5	0,0	0,8	1,7
EBIT	-4,9	-1,3	-0,3	0,5
Net Profit adj	-4,2	-1,4	-0,4	0,6
EBITDA margin adj	-21,4%	0,0%	3,7%	6,5%
EBIT margin	-42,0%	-7,3%	-1,3%	1,8%
Net Profit margin adj	-36,1%	-8,1%	-1,8%	2,2%

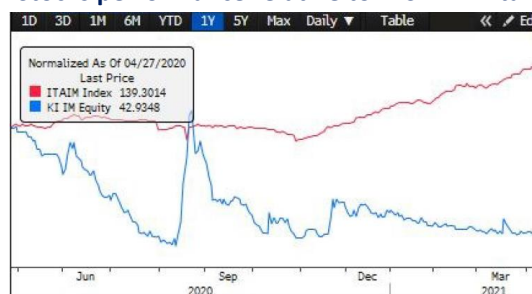
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	n.m.	n.m.	15,1	7,1
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	n.m.	25,7
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	3,4

#### Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### Company Overview

Ki Group Holding S.p.A. nasce nel 1974 a Torino. Oggi la società è un gruppo di operatori italiani integrati nella distribuzione e vendita al dettaglio di prodotti biologici e naturali. Dopo oltre 40 anni di esperienza nel settore, è arrivato a un portafoglio comprendente oltre 2.800 prodotti che distribuisce attraverso 5.700 diversi negozi. I prodotti offerti da Ki Group coprono un ampio spettro di categorie merceologiche: prodotti alimentari (vegetariani, bio, biodinamici (ortofruttilicoli, "freschi" e "secchi")), integratori naturali, cosmetici biologici o naturali, detergenti ecologici e naturali.

#### Market

Il valore del mercato interno del biologico in Italia nel 2020 è stimato in 4.3 bn, le vendite relative ai prodotti BIO, avvengono attraverso i canali principali: Distribuzione Moderna (47% del totale), negozi di alimentari (21%), food service e altri canali (15%) e altri canali (17%). Nei prossimi anni sono altrettanto positive. Secondo il presidente della Commissione Europea, il Green deal europeo, con le strategie "Farm to fork" e "Bio 2030", si propone obiettivi molto ambiziosi, fra cui la riduzione dell'uso dei pesticidi e degli antibiotici negli allevamenti, entro il 2030, e anche l'aumento fino a triplicare delle superfici destinate all'agricoltura biologica, attualmente pari al 7,8%.

#### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Ki Group Holding S.p.A. utilizzando la metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC includeva anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a €6,3 mln. L'equity value di Ki Group utilizzando i multipli risulta essere pari €6,5 mln (incluso un discount per il rischio di liquidità). Ne risulta un equity value medio pari a € 6,4 mln. Iniziamo la nostra copertura di Ki Group con un target price di € 0,62 per azione, con un rischio High.

## 1. Company Overview

### 1.1 L'attività

Ki Group Holding S.p.A. nasce nel 1974 a Torino e, a livello italiano, rappresenta un primario operatore integrato nella distribuzione all'ingrosso, produzione e vendita al dettaglio di prodotti biologici e naturali. Il Gruppo, dopo oltre 40 anni di esperienza nel settore, è arrivato ad avere un portafoglio comprendente oltre 2.800 prodotti che distribuisce in oltre 5.700 diversi negozi. I prodotti offerti da Ki Group coprono un ampio spettro di categorie merceologiche: prodotti alimentari biologici e biodinamici (ortofruttili, "freschi" e "secchi"),

integratori alimentari naturali, cosmetici biologici o naturali, detersivi ecologici e oggettistica naturale.

Tutti i prodotti commercializzati da Ki Group hanno l'obiettivo di soddisfare le esigenze di una vasta platea di clienti: salutisti in generale, vegetariani, intolleranti ed allergici (celiaci inclusi), macrobiotici e coloro che si prendono cura del corpo e della casa in modo naturale. Tra tutti questi prodotti, è possibile trovare prodotti contrassegnati con marchi di terzi (*distributed brands*) e propri (own brands).

L'attività di Ki Group consiste, da un lato, nello stabilire e mantenere accordi distributivi con produttori selezionati di prodotti biologici e naturali, sia italiani sia esteri, interessati a penetrare nei canali specializzati in Italia, e dall'altro, nel mettere in atto adeguate strategie e programmi di marketing e vendita, indirizzati sia ai punti vendita specializzati sia al consumatore finale, e finalizzati alla creazione di valore per i marchi del proprio portafoglio prodotti. Infatti, l'assortimento di Ki Group si compone di numerosi prodotti scelti tra marchi italiani ed esteri dopo un'accurata fase di valutazione. I prodotti in linea con gli standard qualitativi richiesti diventano oggetto di un piano commerciale mirato definito con i fornitori partner.

Oltre a questo, grazie all'esperienza maturata nel settore, Ki Group propone strumenti di marketing in grado di supportare l'attività dei punti vendita e la scelta dei consumatori. Le iniziative di marketing si sviluppano su due pilastri: Trade Marketing Support, Consumer Marketing.

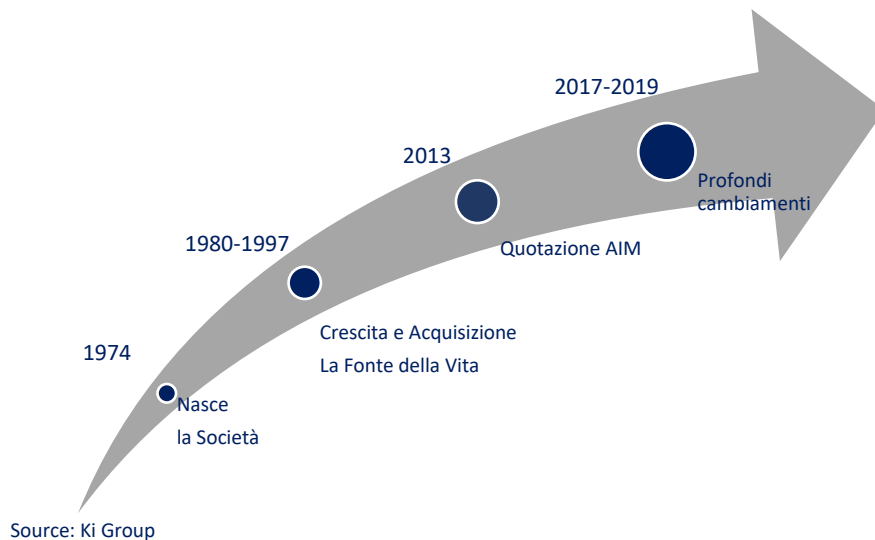
**Fig. 1 – Ki Group main brands and distributed brands**



Source: Ki Group

## 1.2 Storia Societaria

**Fig. 2 – Company Story**



- Nel 1974, la Società nasce a Torino ed è tra le prime in Italia a distribuire prodotti biologici, biodinamici e naturali. Infatti, Pietro Bianchi con il suo laboratorio muove i primi passi nel mondo dell'alimentazione biologica confezionando biscotti, farine e cereali biologici.
- Negli anni '80 e '90, la Società cresce a ritmi importanti, nel 1988 inizia il processo di trasformazione e crescita che vede il suo apice nel 1997 con l'acquisizione del 100% della società La Fonte della Vita, specializzata nella produzione di proteine vegetali biologiche (es. Tofu, Seitan, Tempeh). Le sinergie create delle due Società supportano una crescita costante.
- Dopo essere entrata a far parte di Bioera S.p.a nel 2006, nel 2013, a coronazione di un processo di crescita di quasi 40 anni, arriva la quotazione sul mercato AIM Italia. La quotazione avviene in data 18/11/2013, ad un prezzo di collocamento pari a € 6,50, per una raccolta complessiva di € 5 mln circa.
- Nel 2016, la GDO entra nel mercato del BIO e le vendite del canale specializzato iniziano a subire forti contrazioni. In risposta a queste difficoltà, KI inizia un processo di *turnaround* volto a rinnovare il *management team*, orientandolo alle nuove logiche di mercato. Inoltre, al fine di distinguersi dal principale competitor NaturaSi, la Società vira verso il mercato dei punti vendita "indipendenti", ovvero fuori dal raggio di azione del gruppo NaturaSi affiancandoli a farmacie ed erboristerie. Nel 2019, a testimonianza della volontà di trasformarsi rispetto al passato, la Società provvede ad un *restyle* del logo. Con il *restyle* del logo e della nuova grafica a marchio KI l'azienda decide di mostrare una nuova immagine moderna, finalizzata al rilancio nel mercato di riferimento.

### 1.3 Azionisti e Struttura

**Fig. 3 – Shareholders**

Azionisti	Quota di partecipazione
Bioera S.p.a.	28,04%
Pronti Gianluca	7,98%
Azioni Proprie	1,27%
Azioni Residue oggetto di recesso	0,18%
Mercato	62,53%

Source: Ki Group

Ki Group Holding è public company (62,53% mercato) di cui Bioera S.p.A. detiene la maggioranza relativa della azioni con una quota pari al 28,04%. Il 7,98% fa capo a Gianluca Pronti e l'1,27% sono azioni proprie. La quota rimanente, pari all' 0,18% riguarda le azioni oggetto di recesso.

## 2. Il Business Model

## 2.1 Business Process

Il business distributivo di Ki Group segue un processo basato su tre *step*: *scouting*, produzione o acquisto e marketing e commercializzazione.

**Fig. 4 – Business Process**



Source: Ki Group, elaborazione Integrae SIM

- Il sistema di *scouting* portato avanti dalla Società è di fondamentale importanza per la riuscita finale dei prodotti, infatti, la fase di *scouting* è mirata alla ricerca di prodotti in grado di:
  - soddisfare le attuali esigenze del mercato;
  - anticipare i nuovi trend di mercato;
  - cavalcare i trend futuri di mercato.
- La fase successiva allo *scouting* è quella di produzione o acquisto dei prodotti da commercializzare. Infatti, la Società svolge questa duplice funzione: produzione tramite i *brand* del Gruppo e acquisto da altre Società per quanto riguarda i prodotti di altri *brand* distribuiti. L'attività, dunque, consiste anche nello stabilire e mantenere accordi distributivi con produttori selezionati di prodotti biologici e naturali.
- La fase di commercializzazione e marketing, una volta conclusa la fase di produzione e acquisto, si basa sull'attività di 22 agenti trade (dedicati ai canali alimentare biologico ed erboristeria), 22 agenti farma (dedicati al canale farmaceutico) e 12 addetti *customer care*. Tale articolazione costituisce uno dei punti di forza di Ki Group, in quanto consente all'azienda di presidiare efficacemente il numeroso ed eterogeneo parco clienti di cui dispone, garantendo al tempo stesso un'adeguata penetrazione per quanto riguarda i prodotti commercializzati. La Società distribuisce i propri prodotti sia B2B sia B2C. Il canale B2C è implementato tramite *web selling*, mentre il canale B2B è implementato tramite: Trade, Farma, Gdo ed Export. Oltre alla robusta struttura di vendita, Ki Group si avvale di programmi marketing di promozione e comunicazione pubblicitaria, mirati all'ampliamento ed alla fidelizzazione sia della propria clientela di negozi, sia dei consumatori target appartenenti ai vari segmenti di cui è costituito il mercato di riferimento.

## 2.3 Portafoglio Prodotti

È possibile suddividere il portafoglio prodotti di Ki Group in tre differenti categorie di prodotto principali: prodotti alimentari secchi, prodotti alimentari freschi ed integratori alimentari e cosmesi. In queste tre categorie, possiamo individuare alcuni prodotti esemplificativi:

- **Prodotti alimentari secchi**, rientrano in questa categoria prodotti come: pasta di grano duro, bevande a base di soia, croissant di farro, cicoria torrefatta e olio di cocco;
- **Prodotti alimentari freschi**, rientrano in questa categoria prodotti come: burger di seitan con spinaci, yogurt di soia, gnocchi alla zucca, parmigiano e “tofumini” alle erbe;
- **Integratori alimentari e cosmesi**, rientrano in questa categoria prodotti come: magnesio supremo, original silicea, integratori per la voce e integratori per il transito intestinale.

Di seguito alcuni esempi della propria produzione distribuiti da Ki Group:

- Tofu



Solo fagioli di soia italiani che danno origine ad un prodotto simile al formaggio per consistenza e profilo nutrizionale, ma senza grassi saturi e ricco di proteine.

- Seitan



È un alimento 100% vegetale a base di glutine estratto da grano tenero Manitoba mediante un processo di “lavaggio” e quindi di cottura. È simile per consistenza e apporto proteico alla carne (15-20%), ma è privo di grassi saturi ed è altamente proteico.

- Gastronomia Pronta



Burger, medaglioni, bocconcini, pesti, creme, spezzatini, arrostiti sono tutti accomunati da un’attenzione speciale nella scelta degli ingredienti e da formulazioni dall’inconfondibile “tocco italiano”.

- Silicea Plus





Gli ingredienti selezionati di Original silicea capsula plus contribuiscono a mantenere le ossa, i capelli, le unghie e la pelle sani. La pratica formulazione in capsule è ideale per l'uso fuori casa, in viaggio o in ufficio. Adatto anche a vegani e vegetariani.

- Le bevande vegetali



Negli ultimi anni molte persone hanno sostituito il latte vaccino con le “bevande vegetali” – usiamo questa definizione perché una sentenza della Corte di giustizia europea del 2017 ha stabilito che “latte” si possa utilizzare solo per i derivati animali e non per quelli vegetali.

Ecco i 4 principali motivi che possono portare a preferirle al latte:



- Non contengono lattosio, grassi saturi e colesterolo;
- Contengono grassi “buoni” e fibre vegetali;
- Contengono vitamine del gruppo B, importanti per il metabolismo, il sistema nervoso e il funzionamento del fegato;
- Hanno un minor impatto ambientale.

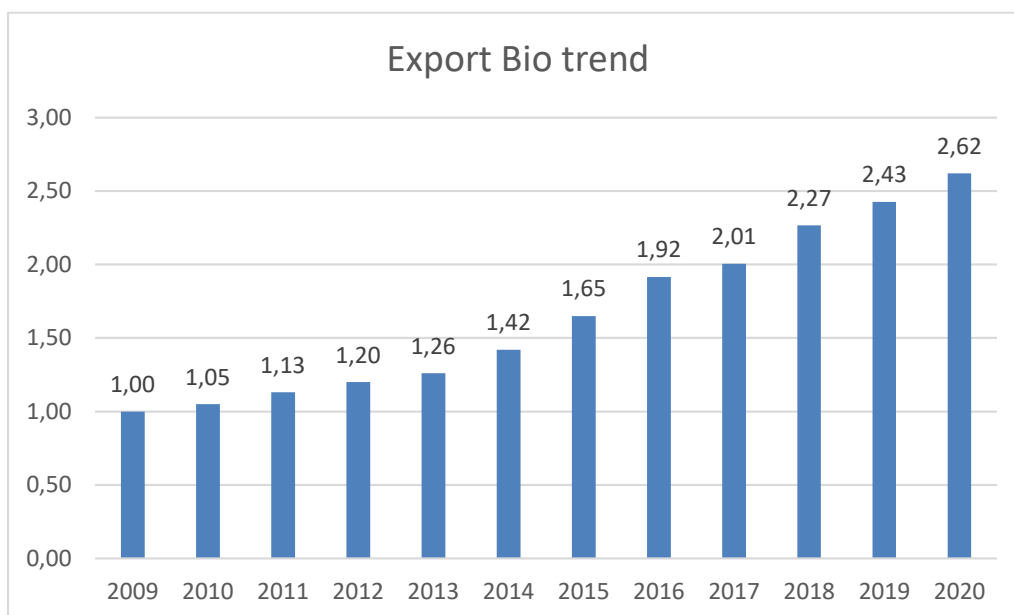
### 3. Il mercato

Nel 2020 il totale del mercato bio in Italia ha raggiunto € 6,9 bn (dati Nomisma per Osservatorio Sana). Il mercato interno, pari a 4,3 miliardi di euro, è più che raddoppiato in dieci anni (+118%). Le vendite relative ai prodotti BIO, avvengono tramite 4 canali principali: Distribuzione Moderna, negozi specializzati, food service e altri canali. La quota relativa alla distribuzione moderna, che secondo la definizione di Federdistribuzione risulta essere composta da un universo articolato di imprese che svolgono la propria attività attraverso diverse formule del commercio, sia alimentari che non alimentari: centri commerciali e ipermercati, supermercati grandi e piccoli, grandi magazzini, grandi superfici specializzate, discount, Cash & Carry, catene di negozi, franchising, online, è pari a circa 47% del totale. I negozi specializzati generano una quota pari a circa il 21% del totale, mentre gli operatori del food service generano circa il 15% del valore complessivo. Il restante 17% è generato tramite altri canali, tra i quali rientrano: piccoli negozi di vicinato, farmacie e parafarmacie, mercatini ed altri canali.

Più che positiva, nonché superiore a quella registrata dall'export agroalimentare nel suo complesso, la performance dell'export bio: nel 2019 le vendite di prodotti agroalimentari italiani bio sui mercati internazionali, confermando il loro ruolo rilevante nel paniere dei prodotti Made in Italy (6% sull'export agroalimentare italiano totale), hanno raggiunto quota 2.43 bn, mettendo a segno una crescita del 7% rispetto all'anno precedente contro una variazione del +4% registrata dall'export agroalimentare nel suo complesso (€ 43 bn nel 2019). Nel 2020 l'export di prodotti biologici dovrebbe aver raggiunto € 2,62 bn (stime Nomisma) mantenendo un ritmo di crescita del 8% rispetto al 2019.

Per il settore agroalimentare italiano, l'export risulta una risorsa molto importante e il segmento BIO di questo mercato mostra una propensione all'export leggermente maggiore rispetto al mercato complessivo. Infatti, la quota di ricavi generati tramite export nel mercato agroalimentare italiano è pari al 21% circa, mentre la quota di ricavi generati tramite export nel segmento BIO è pari al 23%.

**Fig. 5 – Export**



Source: Osservatorio SANA 2020 a cura di Nomisma

La quota di ricavi da export di prodotti agroalimentari del segmento BIO generata tramite la vendita in altri Paesi europei è pari a circa 77%. La restante parte, pari al 23%, è riconducibile alla vendita in altre zone del mondo, tra queste, risultano significative le quote relative a: USA, Giappone e Cina.

Le stime per i prossimi anni sono altrettanto positive. Secondo il presidente di FederBio, il Green deal europeo, con le strategie “Farm to fork” e “Biodiversità 2030”, si propone obiettivi molto ambiziosi, fra cui la riduzione del 50% dell’uso dei pesticidi e degli antibiotici negli allevamenti, entro il 2030. Ma anche l’aumento fino a triplicarle delle superfici destinate all’agricoltura biologica, attualmente pari al 7,8% della superficie agricola utile, a livello comunitario. In questo quadro sarebbe lecito aspettarsi scelte importanti da parte del mondo politico per sostenere un settore fondamentale in cui l’Italia è all’avanguardia.

#### 4. Posizionamento Competitivo

Nello svolgimento del proprio business, il Gruppo compete con alcuni importanti *player* del mercato italiano ed internazionale. Il mercato in cui opera Ki Group è molto competitivo e comprende numerose realtà sempre più evolute a livello di business. Il Gruppo, tuttavia, presenta alcuni importanti elementi distintivi rispetto ai competitor: valori, assortimento ed insight:

- **Valori.** La Società basa il proprio business su:
  - **Sostenibilità:** dal punto di vista ambientale (packaging sostenibile, trasporti basse emissioni, sede a emissioni zero), commerciale (fiducia di clienti e fornitori) e finanziaria (“Creazione e condivisione del profitto” e politiche di remunerazione del Board);
  - **Benessere:** tramite la qualità dei prodotti e la qualità del servizio verso consumatori e fornitori;
  - **Innovazione:** in termini di innovazione dei prodotti e dei processi;
- **Assortimento.** La Società vanta un importante assortimento di prodotti grazie alla distribuzione di prodotti a marchio KI e Buon Bio e di prodotti bio, di terzi, di qualità:
  - I prodotti KI e Buon Bio si distinguono per una qualità intrinseca elevata del prodotto biologico, oltre che per un assortimento scelto in maniera esclusiva per i consumatori KI;
  - La distribuzione di prodotti di terzi si distingue soprattutto per essere alternativa e complementare ai prodotti a marchio KI e Buon Bio. Sfruttando una esperienza di oltre 40 anni nella ricerca e selezione dei migliori prodotti biologici sul mercato, Ki Group cerca sempre di garantire la migliore qualità per i suoi consumatori;
- **Insight.** Il Gruppo lavora da oltre 40 anni nel settore ed è pioniere del biologico, biodinamico e naturale. Inoltre, tramite il *brand*, il *packaging*, i colori, l’approccio creativo ed estetico, la ricerca dell’innovazione e della qualità, il Gruppo cerca di rappresentare l’essenza del business del biologico.

#### 4.1 Swot

**Strengths:**

- Grande esperienza nel settore;
- Capacità di instaurare rapporti con i fornitori;
- Capacità di proporre prodotti di alta qualità in linea con le esigenze del mercato;
- Sostenibilità ed innovazione;
- Importanti competenze ed esperienza del management;
- Rete commerciale adeguatamente sviluppata.

**Weaknesses:**

- Patrimonio netto negativo;
- Difficoltà di adattamento ad un mercato in continua evoluzione;
- Marginalità molto inferiore rispetto ai maggiori *competitor*.

**Opportunities:**

- Rafforzamento della presenza nei canali caratteristici;
- Sviluppo nei canali ancora poco presidiati quali GDO ed Export;
- Sviluppo del canale *web selling*.

**Threats:**

- Ingresso di nuovi competitor in un mercato in forte crescita;
- Ruolo sempre più importante della GDO nel settore;
- Possibili difficoltà legate all'epidemia Covid 19;
- Forza sempre crescente di alcuni dei maggiori competitor.

## 5 Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A*	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	26,28	10,33	16,00	19,84	24,20	29,05
Other Revenues	1,52	1,32	1,80	2,12	2,25	2,50
<b>Value of Production</b>	<b>27,80</b>	<b>11,66</b>	<b>17,80</b>	<b>21,96</b>	<b>26,45</b>	<b>31,55</b>
COGS	17,07	6,73	10,78	13,31	16,03	19,11
Services	7,67	4,40	3,69	4,10	4,65	5,43
Employees	2,93	2,02	1,70	2,01	2,18	2,47
Other Operating Expenses	1,84	2,67	1,63	1,73	1,87	2,12
<b>EBITDA</b>	<b>-1,71</b>	<b>-4,16</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,81</b>	<b>1,73</b>	<b>2,41</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-6,2%</i>	<i>-35,6%</i>	<i>0,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,6%</i>
Adjustment	0,00	1,66	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBITDA Adj.</b>	<b>-0,50</b>	<b>-2,50</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,81</b>	<b>1,73</b>	<b>2,41</b>
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-21,4%</i>	<i>0,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,6%</i>
D&A	1,09	0,74	1,30	1,10	1,25	1,40
<b>EBIT</b>	<b>-2,80</b>	<b>-4,90</b>	<b>-1,31</b>	<b>-0,29</b>	<b>0,48</b>	<b>1,01</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>-10,1%</i>	<i>-42,0%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>1,8%</i>	<i>3,2%</i>
Financial Management	(0,22)	(0,44)	(0,15)	(0,25)	(0,20)	(0,20)
<b>EBT</b>	<b>-3,01</b>	<b>-5,34</b>	<b>-1,46</b>	<b>-0,54</b>	<b>0,28</b>	<b>0,81</b>
Taxes	0,27	-0,13	-0,01	-0,15	-0,30	-0,55
<b>Net Income</b>	<b>-3,29</b>	<b>-5,20</b>	<b>-1,45</b>	<b>-0,39</b>	<b>0,58</b>	<b>1,36</b>
<b>Adjusted Net Income</b>	<b>-3,85</b>	<b>-4,21</b>	<b>-1,45</b>	<b>-0,39</b>	<b>0,58</b>	<b>1,36</b>

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Fixed Assets</b>	<b>4,42</b>	<b>3,94</b>	<b>19,62</b>	<b>19,69</b>	<b>19,46</b>	<b>18,49</b>
Account receivable	4,66	1,64	3,20	3,50	3,85	4,77
Inventories	1,56	0,72	1,63	1,35	1,62	1,94
Account payable	8,85	5,58	5,00	5,00	5,50	6,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(2,63)</b>	<b>(3,22)</b>	<b>(0,17)</b>	<b>(0,15)</b>	<b>(0,03)</b>	<b>0,71</b>
Other receivable	1,38	2,01	5,00	5,50	6,80	8,20
Other payable	2,93	3,27	4,20	4,50	5,20	5,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>(4,18)</b>	<b>(4,48)</b>	<b>0,63</b>	<b>0,85</b>	<b>1,57</b>	<b>3,91</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	2,37	2,64	2,00	2,70	2,80	3,00
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>-2,14</b>	<b>-3,19</b>	<b>18,25</b>	<b>17,84</b>	<b>18,23</b>	<b>19,40</b>
Share Capital	0,71	0,73	0,75	0,75	0,75	0,75
Reserves	-8,11	-8,04	10,06	8,61	8,23	8,81
Net Income	-3,85	-5,20	-1,45	-0,39	0,58	1,36
Third Parties Equity	1,37	0,41	0,45	0,48	0,50	0,55
<b>Equity</b>	<b>-9,88</b>	<b>-12,10</b>	<b>9,81</b>	<b>9,46</b>	<b>10,05</b>	<b>11,47</b>
Cash & Cash Equivalent	0,09	0,04	0,07	0,12	0,12	0,17
Short Term Debt to Bank	5,25	2,31	2,00	2,00	1,90	1,80
M/L Term Debt to Bank	2,58	6,64	6,50	6,50	6,40	6,30
<b>Net Financial Position</b>	<b>7,75</b>	<b>8,91</b>	<b>8,43</b>	<b>8,38</b>	<b>8,18</b>	<b>7,93</b>
<b>SOURCES</b>	<b>-2,14</b>	<b>-3,19</b>	<b>18,24</b>	<b>17,84</b>	<b>18,23</b>	<b>19,40</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY23E
EBIT		-4,90	-1,31	-0,29	0,48	1,01
Taxes		-0,13	-0,01	-0,15	-0,30	-0,55
<b>NOPAT</b>		<b>-4,77</b>	<b>-1,30</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,78</b>	<b>1,56</b>
D&A		0,74	1,30	1,10	1,25	1,40
Change in receivable		3,02	(1,56)	(0,30)	(0,35)	(0,93)
Change in inventories		0,84	(0,91)	0,28	(0,28)	(0,31)
Change in payable		-3,27	-0,58	0,00	0,50	0,50
Change in others		-0,29	-2,06	-0,20	-0,60	-1,60
<i>Change in NWC</i>		<i>0,30</i>	<i>-5,11</i>	<i>-0,22</i>	<i>-0,72</i>	<i>-2,34</i>
Change in provisions		0,27	-0,64	0,70	0,10	0,20
<b>OPERATING CASH FLOW</b>		<b>-3,45</b>	<b>-5,74</b>	<b>1,44</b>	<b>1,41</b>	<b>0,82</b>
Capex		(0,3)	(17,0)	(1,2)	(1,0)	(0,4)
<b>FREE CASH FLOW</b>		<b>(3,71)</b>	<b>(22,73)</b>	<b>0,27</b>	<b>0,39</b>	<b>0,39</b>
Financial Management		(0,44)	(0,15)	(0,25)	(0,20)	(0,20)
Change in Debt to Bank		1,12	(0,45)	0,00	(0,20)	(0,20)
Change in Equity		3,94	23,32	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>		<b>0,91</b>	<b>(0,01)</b>	<b>0,02</b>	<b>(0,01)</b>	<b>(0,01)</b>

Source: stime Integrae SIM. \*Dati 2019A: Pro-Forma

## 5.1 FY20A Results

Il Gruppo Ki opera nel settore della distribuzione all'ingrosso, produzione e commercializzazione di prodotti biologici e naturali. La principale partecipata, con una quota di partecipazione pari al 48,4% del capitale sociale al 31 dicembre 2020 e controllata sino al 31 dicembre 2020 in forza di un patto parasociale, che rappresenta il 100,0% dei ricavi consolidati, è Ki Group S.r.l., società operante quale distributore all'ingrosso di prodotti biologici e naturali; la società, nel corso del 2020, ha completato una profonda attività di riorganizzazione interna, avviata già nell'esercizio precedente.

Il bilancio consolidato del Gruppo Ki al 31 dicembre 2020 (ad oggi costituito dalla capogruppo Ki Group Holding S.p.A. e dalle società controllate al 100,0% La Fonte della Vita S.r.l. e al 100,0% Organic Food Retail S.r.l., presenta ricavi in flessione del 60,8% YoY pari ad € 10,3 mln rispetto agli € 26,3 mln del 2019 "riesposto" per considerare anche per tale periodo i risultati economici di Organic Oils Italia S.r.l., società ceduta il 20 aprile 2020, tra le discontinued operation. L'Ebitda è negativo per € 4,2 mln rispetto al dato negativo di € 1,7 mln del 2019 ed un risultato netto in perdita per € 4,2 mln rispetto alla perdita di € 3,9 mln del 2019. L'Ebitda, al netto di oneri non ricorrenti e principalmente per effetto della significativa contrazione del fatturato, risulta negativo per € 2,5 mln (rispetto al dato negativo di € 0,5 mln del 31 dicembre 2019), quale effetto per € 0,7 mln al risultato della capogruppo Ki Group Holding S.p.A., per € 1,4 mln al risultato di Ki Group S.r.l., € 0,3 milioni al risultato di La Fonte della Vita S.r.l. (società posta in liquidazione nel mese di gennaio 2020) e per € 0,1 mln al risultato di Organic Food Retail S.r.l. (società in liquidazione).

Gli oneri non ricorrenti fanno riferimento all'esito sfavorevole alla capogruppo Ki Group Holding della sentenza di primo grado emessa con riferimento al contenzioso attivato dal Fallimento di BioNature S.r.l. in liquidazione, sentenza contro la quale la Società ha proposto appello (si veda comunicato stampa del 27 ottobre 2020). Escludendo i risultati netti di Organic Oils Italia e gli oneri non ricorrenti rilevati nell'esercizio 2020 di cui sopra, il risultato netto delle attività in funzionamento del 2019 è stato pari ad una perdita di € 3,5 mln.

la Società ha ricevuto due pareri da parte di primari studi legali aventi ad oggetto una disamina del contenzioso in essere con il Fallimento BioNature S.r.l., della sentenza di primo grado sfavorevole alla Società, nonché della linea difensiva adottata dalla Società, con una valutazione dei possibili esiti dell'appello instaurato. Tali pareri evidenziano che la sentenza di primo grado inerente tale contenzioso non abbia correttamente considerato le plurime e valide argomentazioni della Società per contestare la richiesta avanzata dalla curatela del Fallimento. Alla luce di ciò, pertanto, gli Amministratori hanno ritenuto di riapprovare il progetto bilancio di esercizio della Società per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2020, valutando la passività potenziale scaturente dal contenzioso in oggetto come possibile, date le incertezze insite in ogni contenzioso, procedendo ad accantonare a un fondo rischi, a titolo prudenziale, e per un importo pari a circa € 0,5 mln.

Il Gruppo non ha usufruito della Deroga prevista dall'art. 60, comma 7-bis, del Decreto Legge 104/2020 ("Decreto Agosto") e non ha pertanto proceduto con la sospensione degli ammortamenti nel corso dell'esercizio.

Il patrimonio netto consolidato al 31 dicembre 2020 risulta negativo per € 13,1 mln (negativo per € 9,9 mln al 31 dicembre 2019). Il patrimonio netto consolidato, al 1 gennaio 2021, risulta positivo per € 10,1 mln quale effetto del deconsolidamento della quota di partecipazione detenuta dal Gruppo in Ki Group S.r.l.

La posizione finanziaria netta (debito) del Gruppo ammonta ad € 8,9 milioni al 31 dicembre 2020 (€7,1 mln al netto della quota della Organic Oils al 31 dicembre 2019), dei quali € 6,6 mln scadenti oltre i 12 mesi € 2,3 mln scadenti entro 12 mesi (di cui €1,25 mln relativi a debiti bancari e € 1,11 mln costituiti da linee autoliquidanti). Il rimborso del debito bancario a medio termine in scadenza nell'esercizio 2020 è stato pressoché interamente oggetto di moratoria da parte degli istituti di credito in considerazione della situazione di emergenza sanitaria da Covid-19;

L'attivo corrente è pari ad € 4,4 mln ed un passivo corrente pari ad €13,4 mln, mentre il valore del patrimonio netto è negativo per € 13,1 mln. Con riferimento allo sbilancio netto corrente, pari ad € 9,0 mln, si segnala che lo stesso è attribuibile:

- per Euro 2,5 milioni alla capogruppo Ki Group Holding S.p.A.;
- per Euro 5,9 milioni alla controllata Ki Group S.r.l.;
- per Euro 0,5 milioni alla controllata La Fonte della Vita S.r.l..

A fronte di tale situazione, gli amministratori delle società del Gruppo hanno individuato le seguenti modalità di copertura, in gran parte ad oggi già attivate:

**Ki Group Holding S.p.A.:**

- massimi € 2,1 mln, attraverso la già deliberata operazione di aumento di capitale a servizio della conversione di warrant (si veda assemblea degli azionisti del 12 novembre 2020). Ai sensi del contratto di investimento sottoscritto con Negma Group Limited, è previsto che l'investitore debba procedere alla conversione mensile di warrant (ad oggi già sottoscritti) per un importo minimo mensile di € 0,1 mln, sino all'importo massimo di € 2,5 mln - dal 1° gennaio 2021 a fine aprile, Negma Group ha già proceduto alla conversione di warrant per un controvalore di € 0,4 mln;
- € 1,6 mln per effetto dell'avvenuta opposizione alla sentenza di primo grado sfavorevole alla Società nel contenzioso attivato dal fallimento di BioNature S.r.l. per la quale è stato appostato un debito di pari importo. Gli Amministratori, sulla base anche di ulteriori preliminari pareri legali richiesti a riguardo a primario studio legale italiano, hanno infatti ragionevole aspettativa che l'esito della sentenza di primo grado possa essere ribaltata in appello a favore della Società (si veda comunicato stampa del 27 ottobre 2020).

**Ki Group S.r.l.:**

- € 0,7 mln, mediante incasso del credito residuo verso soci per l'avvenuta sottoscrizione, il 30 ottobre 2020, di un aumento di capitale da complessivi € 2,0 mln, a pagamento, offerto in opzione ai soci. L'ammontare è stato regolarmente incassato nel mese di febbraio 2021;
- € 2,7 mln, attraverso emissione di un bond, di pari importo, sottoscritto lo scorso 18 marzo 2021 da InvItalia (Agenzia Nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa S.p.A.) ai sensi dell'art. 26 della c.d. "Legge Rilancio" (si veda comunicato stampa del 19 marzo 2021);
- -€ 1,0 mln, di cui al credito d'imposta riconosciuto alla società sempre in relazione alla c.d. "Legge Rilancio";
- € 0,5 mln, attraverso un'ulteriore proposta di aumento di capitale, a pagamento, da deliberarsi;
- € 1,7 mln, dalla cessione dell'immobile di proprietà, ormai non più strategico per la società tenuto conto dell'intervenuta cessione da parte del Gruppo della partecipazione in Organic Oils Italia S.r.l. (attuale conduttore dell'immobile);
- € 0,3 mln, mediante accordi di saldo e stralcio di posizioni debitorie pregresse, ad oggi già definite e sottoscritte per € 0,1 mln;

- € 0,2 mln, mediante riscadenziamento a medio-lungo termine di altri debiti commerciali e verso terzi, ad oggi già definiti e sottoscritti per € 0,1 mln.

**La Fonte della Vita S.r.l.:**

- minimi € 0,5 mln attraverso un'operazione di aumento di capitale del valore minimo di € 0,5 milioni, aperto anche a terzi, con il duplice fine di revocarne lo stato di liquidazione.

Nel comunicato stampa del 15/4, si legge che *"...gli Amministratori ritengono che le azioni ed i provvedimenti descritti in assenza del buon esito dei quali sussistono significative incertezze riguardanti la capacità della Società e del Gruppo a continuare ad operare in un futuro prevedibile, siano ragionevolmente attuabili nell'arco dei prossimi mesi, tenuto conto anche dell'ormai avvenuta realizzazione e/o attivazione di gran parte di essi.*

*Peraltro, il Gruppo continuerà a cogliere opportunità di nuova finanza a medio-lungo termine in sostituzione di quella in scadenza, onde rafforzare la coerenza tra duration dell'attivo e duration del debito, come comprovato anche dai nuovi finanziamenti a medio-lungo termine assunti dalla controllata Ki Group S.r.l. nel corso dell'esercizio 2020.*

*Alla luce di quanto sopra esposto, gli Amministratori ritengono che, subordinatamente all'effettiva realizzazione delle azioni intraprese, il Gruppo abbia la ragionevole aspettativa di continuare ad operare in un futuro prevedibile e, pertanto, pur considerando le significative incertezze legate all'attuale contesto economico e finanziario di mercato, sulla base degli scenari descritti, il bilancio consolidato ed il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020 sono stati redatti sulla base del presupposto della continuità aziendale..."*

5.2 Le stime per il 2021-24E

Le nostre stime per il periodo 2021-24, tengono conto di quanto riportato nel comunicato stampa del 15/4. In particolare per il 2021 il management prevede che il Gruppo porti a compimento la generale riorganizzazione delle proprie attività al fine di rafforzare il business condotto per il tramite delle proprie partecipate.

Successivamente alla chiusura dell'esercizio, il management ha continuato a lavorare in questa direzione. Di seguito i fatti maggiormente significativi:

- **Cambiamento sostanziale azionisti rilevanti Ki Group Holding S.p.A.** Al 15 aprile, la capogruppo Ki Group Holding S.p.A. ha ricevuto da Negma Group Limited richiesta di conversione di n. 2.941.609 Warrant A dei n. 40.000.000 emessi in ossequio alla delibera dell'assemblea straordinaria degli azionisti della Società del 12 novembre 2020; per maggiori informazioni riguardanti il contratto di investimento sottoscritto con Negma Group, si rimanda ai comunicati stampa diffusi dalla Società in data 21 ottobre e 12 novembre 2020.
- **Deconsolidamento di Ki Group S.r.l. In data 11 settembre 2020, Umbria S.r.l., socio di Ki Group S.r.l.** con una quota di partecipazione rappresentativa del 46,5% del capitale sociale di quest'ultima e parte insieme alla controllata Ki Group Holding S.p.A. di un patto parasociale relativo alla governance di Ki Group S.r.l., aveva comunicato la propria intenzione di non rinnovare tale accordo alla sua naturale prima scadenza del 31 dicembre 2020.

Poiché tale patto consentiva al Gruppo di mantenere il controllo su Ki Group S.r.l., con la scadenza dello stesso a far data dal 1 gennaio 2021 è venuto meno il controllo di fatto del Gruppo su Ki Group S.r.l. e, di conseguenza, quest'ultima non fa più parte del perimetro di consolidamento del Gruppo Ki. Per effetto di tale evento, il Gruppo ha beneficiato nell'esercizio 2021 di un significativo provento (€ 23,3 mln pari alla differenza tra le attività e le passività nette oggetto di deconsolidamento e il fair value della quota di partecipazione in Ki Group S.r.l. al 1 gennaio 2021) che permetterà un



riequilibrio del patrimonio netto consolidato, positivo per € 10,1 mln al 1° gennaio 2021 per effetto del deconsolidamento della quota di partecipazione detenuta dal Gruppo in Ki Group S.r.l.

- **Cessione della controllata Organic Food Retail S.r.l.** Il 15 aprile 2021, il CdA di Ki Group Holding S.p.A. ha approvato la cessione a Umbria S.r.l., parte correlata al Gruppo, dell'intera quota di partecipazione detenuta nella controllata Organic Food Retail S.r.l. al valore simbolico di 1 euro. La controllata, inattiva ed in stato di liquidazione, presenta al 31 dicembre 2020 un valore del patrimonio netto negativo per € 0,2 mln e, di fatto, nessuna attività operativa.

Al bilancio consolidato al 31 dicembre 2020 la controllata Organic Food Retail S.r.l. ha contribuito con ricavi pari a zero (€ 0,1 mln al 31 dicembre 2019), un Ebitda negativo per € 0,1 mln (nullo nell'esercizio 2019) ed una PFN pari ad € 0,1 mln (€ 0,1 mln al 31 dicembre 2019).

Non è previsto che l'operazione genererà alcuna plusvalenza/minusvalenza significativa per il Gruppo. L'operazione si configura quale "operazione esigua" ai sensi della vigente Procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla Società, e pertanto esente dall'applicazione della procedura medesima.

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 11,7 mln del 2020A a € 31,5 mln del 2024E (CAGR20A-24E: 28,3%), grazie anche ai seguenti principali driver di crescita:

- **Mantenimento della presenza nei canali caratteristici (Trade e Farma),** tramite:
  - Revisione assortimento con focus su item con buoni volumi di vendita e ad alta marginalità (latte vegetale, proteine vegetali, prodotti fitoterapici);
  - Inserimento di nuovi prodotti strategici (spalmabili, legumi italiani, cosmesi biologica);
  - Riallineamento degli ordini dei punti vendita e diversificazione di canali di vendita (distributori, farmacie e food service)
- **Crescita nei canali GDO e Export** tramite:
  - Identificazione delle categorie "need" (Prima Colazione, Fast Meal, Baby Food, Cosmesi) e valorizzazione del brand Buon Bio;
  - Identificazione dei *key clients* per un allargamento della distribuzione nella GDO;
  - Partnership strategiche.
- **Sviluppo Web Selling** tramite:
  - Creazione e posizionamento dello *shop online* con assortimento biologico completo per ogni esigenza dei consumatori;
  - *Leverage* del marchio storico Ki Group e *web advertising* mirato al raggiungimento dei visitatori;
  - Sinergia con il *customer service* interno al gruppo ed espansione nei mercati esteri.

L'intenso lavoro del management volto alla riorganizzazione dell'intero gruppo e alla costante riduzione dei costi fissi di struttura, dovrebbe portare nel 2024E ad un Ebitda di € 2,4 mln (negativo per € 4,1 mln nel 2020A), con un Ebitda margin del 7,6% grazie in particolare anche a:

- Efficientamento del reparto acquisti e creazione di una piattaforma di *scouting* dei prodotti;
- Completamento del reparto marketing: *trade marketing* e marketing di prodotto;

- Modello commerciale fondato sul potenziamento del reparto Tele Selling, storico asset del gruppo;
- Leverage della struttura operativa per lo sviluppo B2C;
- Rinnovamento hardware e software.

A livello di Capex, per i prossimi anni, ci aspettiamo investimenti piuttosto contenuti, con una graduale riduzione del valore delle attività immobilizzate dovuto al processo di ammortamento delle stesse.

Crediamo che il Gruppo possa migliorare la propria NFP a partire dal 2022E, grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica.

## 6 Valuation

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

### 6.1 DCF Method

**Fig. 6 – WACC**

<b>WACC</b>		<b>5,62%</b>
Risk Free Rate	-0,32% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,48% Beta Adjusted	0,67
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	0,78
Ke	6,49% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è quello medo unlevered dello stesso campione utilizzato per i comparables;

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 5,62%.

**Fig. 7 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>6,3</b>
FCFO actualized	1,9	13%
TV actualized DCF	13,3	87%
<b>Enterprise Value</b>	<b>15,2</b>	<b>100%</b>
NFP (FY20A)	8,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di € 6,3 mln.**

Fig. 8 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%
Growth Rate (g)	2,5%	32,9	23,0	16,9	12,7	9,7	7,4	5,6
	2,0%	23,5	17,3	13,0	10,0	7,6	5,8	4,3
	1,5%	17,7	13,4	10,3	7,9	6,1	4,6	3,3
	1,0%	13,8	10,6	8,2	6,3	4,8	3,5	2,5
	0,5%	10,9	8,5	6,6	5,0	3,7	2,7	1,8
	0,0%	8,8	6,8	5,2	3,9	2,9	1,9	1,1
	-0,5%	7,1	5,5	4,1	3,0	2,1	1,3	0,6

Source: Integrae SIM

## 6.2 Market Multiples

Il nostro panel è formato da Società appartenenti allo stesso settore di Ki Group.

### 6.2.1 Composizione del Panel dei comparables

**Orior AG** si occupa della produzione di cibi pronti freschi e carni raffinate. Opera attraverso i seguenti segmenti: Orior Convenience, Orior Refinement e Orior International. Il segmento Orior Convenience produce prodotti freschi pronti come piatti pronti refrigerati, paté e terrine, pasta fresca, specialità vegetariane, pollame e prodotti a base di carne e frutti di mare. Il segmento Orior Refinement comprende raffinate specialità di carne con centri come Rapelli, Albert Spiess e Möfag. Il segmento Orior International offre piatti pronti refrigerati e componenti di menu a rivenditori e fornitori di servizi di ristorazione. L'azienda è stata fondata nel 1852 e ha sede a Zurigo, Svizzera.

**Treehouse Foods Inc. (USA)** è un produttore alimentare che si occupa principalmente dei canali di distribuzione di generi alimentari al dettaglio e di ristorazione. I prodotti della società comprendono creme per il caffè in polvere vegane, zuppe in scatola, condimenti per insalate e salse, marmellate e ripieni per torte, sottaceti e prodotti correlati.

**The Hain Celestial Group Inc. (USA)** un'azienda che produce bevande naturali e biologiche, snack, specialità alimentari e prodotti per la cura della persona. La linea di prodotti della società comprende alimenti per negozi di alimentari come biscotti biologici, oli da cucina, prodotti senza zucchero, alimenti kosher, snack e surgelati, oltre a prodotti biologici per la pelle, i capelli e il corpo. Hain Celestial opera in Nord America e in Europa

**Post Holdings Inc. (USA)** opera come *holding* di un Gruppo. La Società, attraverso le sue controllate, produce, distribuisce e commercializza un'ampia gamma di prodotti a base di cereali pronti per il consumo. Post Holdings serve clienti negli Stati Uniti.

**Total Produce Plc (Ireland)** commercializza e distribuisce un'ampia gamma di prodotti freschi di marca a *retailer* e grossisti europei e internazionali. L'offerta dell'azienda, nella sua vasta gamma di prodotti, comprende banane, agrumi, mele, pere, frutta secca, uva, pomodori, ananas, esotici, insalate, verdure e patate.

## 6.2.2 Comparables Financial Highlights

**Fig. 9 – Comparables (data in € mln)**

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
ORIOR AG	13,1	11,7	10,8	10,3	26,8	21,0	18,5	17,4	24,7	21,2	18,8	17,4
TreeHouse Foods Inc.	9,0	8,4	8,2	8,1	15,1	14,7	14,1	13,2	17,6	15,9	15,1	14,4
The Hain Celestial Group Inc.	17,6	15,9	14,2		22,8	19,7	16,7		29,9	25,8	21,0	
Post Holdings Inc.	11,3	11,4	10,5	10,2	17,9	17,8	15,6	14,7	40,2	30,3	21,6	19,1
Total Produce Plc	14,0	13,6	13,5		14,5	16,2	16,0		13,4	13,7	12,9	
<b>Average</b>	<b>13,0</b>	<b>12,2</b>	<b>11,4</b>	<b>9,5</b>	<b>19,4</b>	<b>17,9</b>	<b>16,2</b>	<b>15,1</b>	<b>25,2</b>	<b>21,4</b>	<b>17,9</b>	<b>17,0</b>

L'equity value di Ki Group utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E eliminando i valori negativi non significativi, risulta essere pari a € 8,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Ki Group rispetto alle società incluse nel panel oltre che ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un equity value di € 6,5 mln.

## 7. Valuation Range

**Fig. 10 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>6,4</b>
Equity Value DCF (€/mln)	6,3
Equity Value multiples (€/mln)	6,5
<b>Target Price (€)</b>	<b>0,62</b>

Source: Integrae SIM

Di conseguenza, dai valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dei multipli, si perviene ad un equity value medio pari a € 6,4 mln, ovvero € 0,62 per ciascuna delle 10.284.092 azioni costituenti il capitale sociale alla data in cui scriviamo. Iniziamo pertanto la copertura di Ki Group con il target price di € 0,62 per azione, Buy rating e High risk.

**Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018**

**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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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 Journalists guild. Mattia Petracca and Emanuele Negri are current financial analysts.

**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:

<b>Date</b>	<b>Price</b>	<b>Recommendation</b>	<b>Target Price</b>	<b>Risk</b>	<b>Comment</b>
18/1/2001	0,24	U/R	U/R	U/R	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. 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](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. 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. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

**Rating system (long term horizon: 12 months)**

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 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 Ki Group SpA;
- 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 Ki Group SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Ki Group SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM did not play the role of global coordinator.

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 SIM.