

Data produzione: 27 ottobre 2021 - h 18:00

Data pubblicazione: 28 ottobre 2021 - h 7:00

Innovative-RFK	Italy	Euronext Access Paris	Investments
Rating: BUY (unch)	Target Price: € 3,10 (from €2,23)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M
Absolute	0.00%	35.34%	4.65%
to Euronext Growth Milan	-3.59%	24.53%	-19.29%
to Euronext Star Milan	-2.56%	24.34%	-18.40%
to Euronext Milan	-2.54%	28.54%	-5.23%
to Digital Magics	-6.84%	32.03%	11.10%
to Tamburi Investment Partners	-5.94%	17.57%	-20.80%
to H-Farm	4.64%	33.04%	-7.53%

Company Overview

Innovative-RFK (i-RFK) è una holding di partecipazioni industriali, fondata nel 2017, che investe in quote di minoranza di Startup e PMI Innovative con un solido profilo reddituale ed alti tassi di crescita. Il ticket medio di investimento è tra € 0,5 e €2 milioni. Il portafoglio di i-RFK attualmente include iniziative in ambito Artificial Intelligence, software SAAS B2B, digital marketing, fintech e healthcare. Gli investitori in aumento di capitale della holding possono beneficiare di una detrazione d'imposta pari al 30%. i-RFK punta a creare valore per le proprie partecipate facendo leva sull'introduzione di competenze manageriali del suo team, a sostegno di una crescita organica o tramite acquisizioni. Ha fino ad ora investito in nove società operanti nei settori Software B2B, Healthcare, Microfinanza, Digital, e-Commerce, Software (Entertainment) e Fitness.

Stock Data

Price	€ 1.80
Target price	€ 3.10
Upside/(Downside) potential	72%
Exchange	Euronext Access
Ticker	MLRF
Market Cap (€m)	€ 16.92
EV (€m)	€ 16.19
Share Outstanding	9,401,656
52-week high	€ 1.80
52-week low	€ 0.93
Average daily volumes (3m)	580

1H21 Results

I fatti di rilievo avvenuti nel corso del 2021 sono stati:

- 1) l'emissione di un charity bond (il 2% è diretto a fini sociali) nel mese di maggio 2021, per una raccolta complessiva di € 530k, attraverso una campagna di debt crowdfunding;
- 2) effettuati due investimenti: SixthSense, una società attiva in ambito Artificial Intelligence con prodotti venduti a livello global e RedRaion, una iniziativa di SW entertainment con competenze distintive nella produzione di contenuti CGI (Content Generated Imagery).

Key Financials (€)	FY18A	FY19A	FY20A
Sales	17,168	195,265	132,992
EBITDA	(105,699)	(209,829)	(286,987)
EBIT	(109,288)	(213,552)	(292,057)
Net Profit	2,773	17,965	(274,885)
EPS	0.0003	0.0019	-
EBITDA margin (%)	n.m.	n.m.	n.m.
EBIT margin (%)	n.m.	n.m.	n.m.

Il mercato

La ricerca Osservatorio PMI edizione 2020 mostra una crescita nel numero di aziende iscritte al registro delle PMI innovative, 567 aziende tra ottobre 2019 e settembre 2020 in crescita rispetto alle 432 del periodo analogo precedente. Tuttavia, a circa cinque anni di distanza dalla creazione del registro, il numero di PMI innovative appare ancora contenuto rispetto al bacino potenziale: sono poco meno di 1.700 infatti le PMI iscritte dalla creazione del registro, mentre è verosimile pensare che le PMI con i requisiti previsti siano sull'ordine delle decine di migliaia nel Paese. Attualmente la Lombardia ospita oltre un quarto di tutte le startup innovative italiane (27,0%) e il 29,5% di tutte e due i gruppi presi in considerazione dal monitoraggio. Seguono Lazio (13,5%), Campania (8%) Veneto (7,3%), Emilia-Romagna (7,1%), Piemonte (5,9%), Puglia e Toscana (4,6% e 4,3% rispettivamente). Resta preoccupante la carenza di realtà nel Sud, malgrado i diversi incentivi proposti.

Main Ratios	FY18A	FY19A	FY20A
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.
P/E	n.m.	n.m.	n.m.

Valuation

Valutando le partecipate secondo il metodo dei multipli di mercato, il Book-Value e il Market Value, a seconda delle specificità, e aggregandone i valori abbiamo ottenuto un enterprise value della holdig come "sum-of-parts" di oltre € 28.4 milioni. Al netto della PFN 2020 (cassa per €-0,74 milioni), si è calcolato un valore dell'equity di € 29,14 milioni, corrispondente ad un valore di €3,10 (da € 2,23) per azione. L'azione dunque è attualmente negoziata con il 70% di sconto rispetto al suo intrinsic value, pertanto anche in vista della valutazione qualitativa indicata nei paragrafi successivi se ne consiglia l'acquisto. **Valutazione: TP € 3,10, BUY rating e Medium risk.**

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

1. Economics & Financials (2017-2020)¹

Table 1 – Economics & Financial

INCOME STATEMENT (€)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
Value of Production	8.000	17.168	195.265	132.992
G&A	(4.096)	(117.628)	(399.179)	(412.722)
Employees	-	-	-	(140)
Other Operating Expenses	(722)	(5.239)	(5.915)	(7.117)
EBITDA	3.182	(105.699)	(209.829)	(286.987)
EBITDA Margin	40%	-616%	-107%	-216%
D&A	(2.056)	(3.589)	(3.723)	(5.070)
EBIT	1.126	(109.288)	(213.552)	(292.057)
EBIT Margin	14%	-637%	-109%	-220%
Financial Management	-	112.061	231.517	17.172
Extraordinary Management	-	-	-	-
EBT	1.126	2.773	17.965	(274.885)
Taxes	(274)	-	-	-
Net Income	852	2.773	17.965	(274.885)
Group Income	852	2.773	17.965	(274.885)
BALANCE SHEET (€)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
Fixed Asset	2.771.225	6.547.368	7.549.219	8.771.209
Account Receivable	8.000	26.552	100.617	49.916
Account Payable	(7.149)	(20.635)	(95.659)	(95.513)
Operating Working Capital	851	5.917	4.958	(45.597)
Other asset/liabilities	(23.611)	71.740	331.789	379.355
Net Working Capital	(22.760)	77.657	336.747	333.758
Severance Indemnities & Other Provisions	-	-	-	-
NET INVESTED CAPITAL	2.748.465	6.625.025	7.885.966	9.104.967
Share Capital & Reserves	2.610.300	6.418.343	9.198.481	10.117.273
Minorities' Capital	-	-	-	-
Group Income	852	2.773	17.965	(274.885)
Minorities' Income	-	-	-	-
Equity	2.611.152	6.421.116	9.216.446	9.842.388
Cash & Cash Equivalents	(29.387)	(200.325)	(1.390.524)	(2.084.922)
Financial Debts	166.700	403.425	56.601	1.347.501
Non-fixed Financial Assets	-	-	-	-
Net Financial Position	137.313	203.100	(1.333.923)	(737.421)
SOURCES	2.748.465	6.624.216	7.882.523	9.104.967
CASH FLOW (€)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
EBIT	1.126	(109.288)	(213.552)	(292.057)
Taxes	(274)	-	-	-
NOPAT	852	(109.288)	(213.552)	(292.057)
D&A	2.056	3.589	3.723	5.070
Change in receivable	(8.000)	(18.552)	(74.065)	50.701
Change in payable	7.149	13.486	75.024	(146)
Change in others	23.611	(95.351)	(260.049)	(47.566)
Change in NWC	22.760	(100.417)	(259.090)	2.989
Change in provisions	-	-	-	-
OPERATING CASH FLOW	25.668	(206.116)	(468.919)	(283.998)
Capex	(10.281)	(7.664)	(668)	(6.736)
FREE CASH FLOW	15.387	(213.780)	(469.587)	(290.734)
Interest payments/proceeds	-	112.061	231.517	17.172
Change in Financial Debt	166.700	236.725	(346.824)	1.290.900
Change in Financial Assets	(2.763.000)	(3.772.068)	(1.004.906)	(1.220.324)
Dividend	715.590	(679.658)	370.847	287.248
Change in Capital	1.894.710	4.487.658	2.409.152	610.136
FREE CASH FLOW TO EQUITY	29.387	170.938	1.190.199	694.398

¹ Source: RFK Group

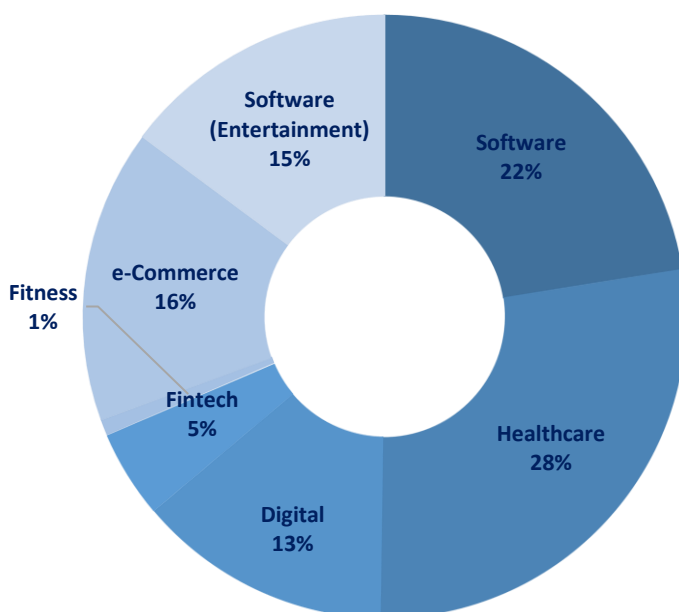
2. Company Overview

2.1 Descrizione

Innovative-RFK (i-RFK) è una holding di partecipazioni industriali, fondata nel 2017, che investe in quote di minoranza di Startup e PMI Innovative con un solido profilo reddituale ed alti tassi di crescita. Il ticket medio di investimento è tra € 0,5 e €2 milioni.

i-RFK punta a creare valore per le proprie partecipate facendo leva sull'introduzione di competenze manageriali del suo team, a sostegno di una crescita organica o tramite acquisizioni. Ha fino ad ora investito in nove società operanti nei settori Software B2B, Healthcare, Microfinanza, Digital, e-Commerce, Software (Entertainment) e Fitness.

Fig. 1 – Divisione portafoglio i-RFK1



2.2 Modello di Business

La struttura di i-RFK è piuttosto piatta, con un ampio raggio di azione ai vari livelli della struttura organizzativa, sulla base delle linee guida fornite dall'amministratore delegato e dal consiglio di amministrazione.

i-RFK opera tramite i servizi offerti dalla società di gestione Redfish Management & Advisory, i cui costi sono divisi tra i-RFK e Red Fish Kapital (l'altra holding gestita dai fondatori di i-RFK). Questo permette ad i-RFK di operare con esperienza e professionalità a costi contenuti.

Il processo di investimento può essere semplificato nel modo seguente:

- 1) **Scouting:** Per ciascun dossier sono analizzati elementi relativi all'idea imprenditoriale, al contesto di mercato e al relativo piano aziendale. In questa fase inizia uno scambio preliminare di informazioni con la possibile target

company al fine di comprendere meglio gli elementi del business che generano valore aggiunto e meglio definirne il potenziale di sviluppo. Chiaramente, le società che si ritiene possano apportare un valore aggiunto passano alla fase successiva a seguito del via libera dato dai CEO Paolo Pescetto e Antonello Carlucci;

- 2) **Analisi:** sulla base delle informazioni e degli elementi raccolti nella fase precedente, inizia l'analisi dettagliata relativa alla congruità delle caratteristiche della società target con i parametri di investimento stabiliti, oltre alla verifica normativa iniziale del settore di riferimento, al fine di identificare eventuali rischi o limiti presenti nel piano di sviluppo del target stesso. Inoltre, anche attraverso il confronto con esperti del settore, viene effettuata una verifica delle ipotesi di base del piano aziendale ed uno stress test al fine di valutare le diverse evoluzioni che l'obiettivo potrebbe avere nel tempo. Durante questa fase i CEO della Società consultano i vari professionisti della società di gestione Kayak che forniscono i loro consigli sul progetto, secondo le migliori pratiche professionali. Tutte queste analisi sono coordinate dai CEO che prendono la decisione finale sulla base dei risultati ottenuti;
- 3) **Investimento:** questa è la fase più critica del processo e coinvolge le diverse parti interessate all'investimento. Avendo raccolto tutti gli elementi delle fasi precedenti, viene effettuata una valutazione strategica globale dell'iniziativa e eventualmente si procede alla formalizzazione di una lettera di intenti a cui segue il processo di due diligence. Durante la due diligence tutti gli aspetti che potrebbero determinare una criticità per l'investimento di i-RFK (vale a dire aspetti contabili, fiscali, legali e di sviluppo aziendale) sono esaminati e valutati dal team e dai CEO della Società;

Sulla base dei risultati della due diligence, il valore della società selezionata viene identificato e inizia una fase di negoziazione che coinvolge diverse parti del contratto (azionisti, rappresentante legale delle società selezionate e di i-RFK, professionisti di RedFish Management & Advisory). Le trattative riguardano sia il piano di sviluppo della società selezionata sia le regole per l'ingresso di i-RFK in termini di governo societario. È in questa fase che vengono stabilite le regole per la gestione dell'investimento di i-RFK, attraverso la redazione di specifici accordi (ad esempio, gli accordi tra azionisti).

Una volta completata la fase di negoziazione, avviene la stesura del contratto che regola l'ingresso di i-RFK nel capitale della società selezionata. Questo avviene attraverso la sottoscrizione da parte di i-RFK di un aumento di capitale della società selezionata. Questo consente alla società partecipata l'utilizzo del capitale per lo sviluppo del business. La società selezionata fornisce a i-RFK un piano aziendale che verrà adottato dal management e sul quale la gestione della stessa verrà valutata ogni anno;

- 4) **Crescita:** in questa fase viene offerto il supporto ai manager della società partecipata da parte dei managers di i-RFK che consiste in formazione, condivisione di metodologie strategiche e di un piano d'azione. Questo coaching mira a trasferire al business in cui la Società ha investito quelle competenze che non sono ancora presenti e che sono ritenute necessarie per accelerare il piano industriale della stessa Società partecipata, spesso anche attraverso l'analisi del mercato mondiale per valutare potenziali acquisizioni sui mercati europei ed extra-europei;
- 5) **Monitoraggio:** oltre alle attività di coaching, viene creato un team con il compito di monitorare i progressi e il trend dell'azienda partecipata. Questo team specializzato ha il compito di verificare le prestazioni dell'azienda, sia attraverso l'analisi periodica del conto economico e del bilancio della società, sia attraverso

il monitoraggio dei ricavi, dei loro margini e dei costi, oltre alla verifica di impegni finanziari (linee di credito a breve e medio termine);

- 6) **Creazione di valore:** l'operato di i-RFK impatta l'organizzazione, l'efficienza interna della partecipata (coinvolgendo aspetti finanziari ma anche legali e amministrativi), ne sviluppa il business, e aumenta la sua creazione di valore. L'esito della creazione di valore può condurre alternativamente ad una vendita della società partecipata oppure ad un percorso di quotazione, così come già realizzato con la partecipata Websolute.

2.3 Management Team

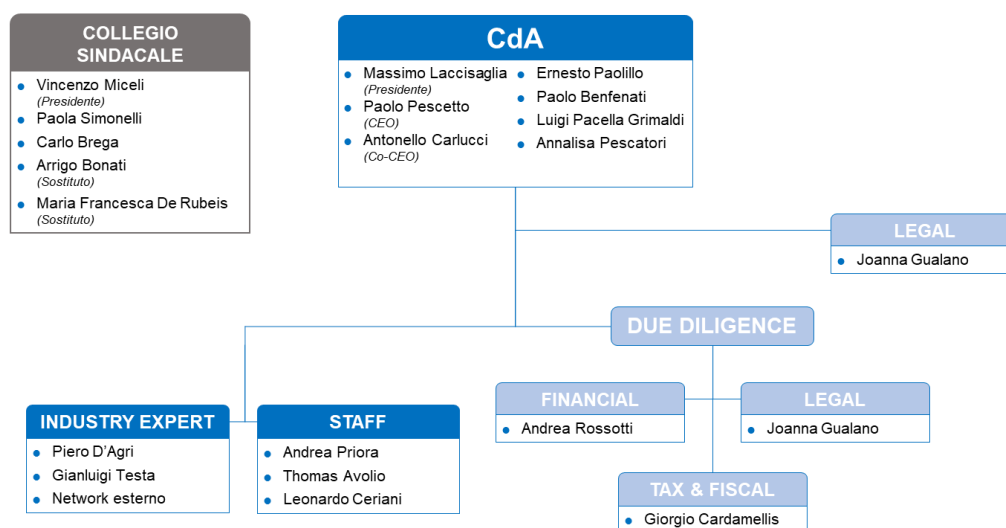
Il management, che è tra i principali investitori di i-RFK, è costituito tra gli altri da:

- Paolo Pescetto: Founder & CEO
- Massimo Laccisaglia: Founder & Presidente
- Antonello Carlucci: CEO
- Andrea Rossotti: Founder e Portfolio Manager

Quattro figure con esperienza nel settore della consulenza manageriale (McKinsey, BCG, Value Partners, etc.), del private equity, dell'M&A, e della gestione aziendale.

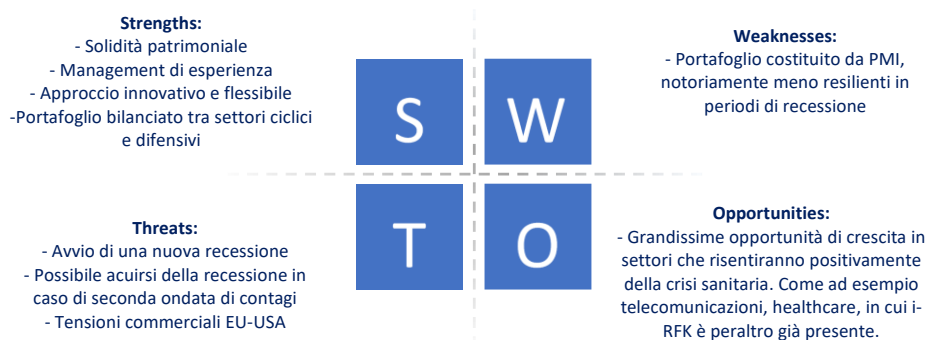
Paolo Pescetto è inoltre titolare del 20% del capitale di i-RFK. Le restanti quote sono distribuite in modo frammentato con circa il 50% diviso in quote inferiori al 2%.

Fig. 2 – La struttura di i-RFK1



2.4 SWOT Analysis¹

Fig. 3 – La SWOT analysis²



¹ Source: elaborazione Integrae SIM

² Source: elaborazione Integrae SIM

3. Valuation

La valutazione dell'equity della holding Innovative-RFK è stata ottenuta come valore aggregato degli stake detenuti nelle partecipate, i cui valori sono stati calcolati con il metodo dei multipli, con il valore di bilancio oppure a valore di mercato, come indicato di seguito. È noto infatti che per le società di partecipazioni, quali i-RFK, il reddito prodotto dalla holding assume scarsa rilevanza ai fini valutativi. Molto più rilevanti sono le partecipazioni in portafoglio - che si possono valutare - e il management team, difficilmente valutabile ma che costituisce quella intangibile differenza che sancisce il successo di una società.

3.1 Società valutate con il metodo dei Multipli

Le società Easy4Cloud S.p.A., Inventis S.r.l., Keisdata S.r.l. e Web AI Chilo S.r.l., Sixthsense S.r.l. e Redraion S.r.l., sono state valutate con il metodo dei multipli di mercato. Per tutte le società è stato applicato il multiplo EV/EBITDA 2020, i cui valori sono tratti dal database di www.damodaran.com¹ aggiornati al 5 Gennaio 2021.

Il multiplo è stato applicato sia all'EBITDA dell'anno fiscale 2020A, sia a quello del 2021E, in modo tale da ottenere due differenti valori dell'equity, e successivamente ne è stata calcolata la media aritmetica semplice

3.1.1 Easy4Cloud S.p.A.

Proprietaria della piattaforma EasyCall, CRM in cloud per call center e contact center. Offre un CRM completo rivolto sia alle piccole che alle grandi imprese, annoverando tra i suoi clienti società come Europe Assistance, Trenitalia, BPER Banca, Edison, Findomestic.

Nel 2017 i-RFK ha acquistato il 24,6% del capitale ed ha avviato un percorso di sviluppo organico ed internazionalizzazione che ha portato all'apertura nel 2018 di una nuova sede a Londra e di una nuova filiale commerciale a Malaga. La società ha inoltre acquisito nel 2020 la piattaforma di social media management Guard Social.

Table 2 – Financials Easy4Cloud²

Key Financials (€/mln)	2019A	2020A	2021E
Value of Production	1,38	1,69	1,94
EBITDA	0,27	0,35	0,44
NFP	0,24	0,12	0,02
EBITDA margin	19,5%	20,7%	22,7%

Per Easy4Cloud si è considerato il multiplo relativo alle società produttrici di software pari a 24,21x. Il valore medio dell'equity che si ottiene applicando tale multiplo all'EBITDA è di € 9,49 milioni.

¹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

² Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Table 3 – Easy4Cloud value¹

(€/mln)	2020A	2021E
EBITDA	0,35	0,44
EV	8,46	10,66
NFP	0,12	0,02
Equity Value	8,34	10,65
Average Equity Value	9,49	
Sector	EV/EBITDA Multiple	
SW (System & Application)	24,21	

3.1.2 Inventis S.r.l.

Inventis, di cui i-RFK ha acquisito nel 2018 il 29,8%, nasce nel 2005. La società sviluppa e produce strumenti medici dedicati alla diagnostica audiologica e alla video-endoscopia, commercializzati sia sul mercato estero che interno, principalmente presso studi medici specialistici, reparti ORL di ospedali e cliniche, e centri acustici.

Il mercato globale della strumentazione audiologica ha una dimensione di circa € 9,84 miliardi e con una solida aspettativa di crescita: il CAGR 2019 e il 2026 atteso è del 5,8%.

Table 4 – Financials Inventis²

Key Financials (€/mln)	2019A	2020A	2021E
Value of Production	9,85	9,11	11,01
EBITDA	0,67	0,96	1,02
NFP	(0,45)	(0,28)	(0,63)
EBITDA margin	6,8%	10,5%	7,0%

Per Inventis si è utilizzato un EV/EBITDA di 26,25x, ottenendo un equity value di € 26,44 milioni.

Table 5 – Inventis value²

(€/mln)	2020A	2021E
EBITDA	0,96	1,02
EV	25,22	26,75
NFP	(0,28)	(0,63)
Equity Value	25,50	27,39
Average Equity Value	26,44	
Sector	EV/EBITDA Multiple	
Healthcare Products	26,25	

¹ Source: Aida, elaborazione Integrae SIM, e damodaran.com

² Source: Aida, elaborazione Integrae SIM, e damodaran.com

3.1.3 Keisdata S.r.l.

KEISDATA è una società di servizi informatici e PMI Innovativa, focalizzata nello sviluppo di software per la gestione dei Rischi aziendali, della Compliance e del Knowledge Engineering. La società ha sviluppato una piattaforma informatica denominata KRC® – Solution, certificata da Certiquality quale prodotto altamente innovativo. KRC® è stata scelta, a sua volta, da primarie aziende italiane e multinazionali estere ed è riconosciuta sul mercato come migliore soluzione per la gestione del rischio ed è stata accreditata da una ricerca del Politecnico di Milano come la soluzione di Risk Management fra le più complete ed innovative. I-RFK è entrata nella compagine sociale nella seconda metà del 2017.

Il mercato generale del software in Italia è cresciuto tra il 2013 e 2017 ad un CAGR dello 0,5%, raggiungendo un fatturato complessivo di € 6,2 miliardi. Marketline prevede una crescita annua del 3,6% tra 2017 e 2022.

Table 6 – Financials Keisdata¹

Key Financials (€/mIn)	2019A	2020A	2021E
Value of Production	1,23	1,34	1,73
EBITDA	0,29	0,22	0,32
NFP	0,08	0,25	0,18
EBITDA margin	23,3%	16,2%	18,4%

Keisdata, svolgendo un'attività affine a Easy4Cloud è stata valutata con lo stesso multiplo EV/EBITDA di 24,21x, ottenendo un valore dell'equity di € 6 milioni.

Table 7 – Keisdata value ¹

(€/mIn)	2020A	2021E
EBITDA	0,22	0,32
EV	5,28	7,72
NFP	0,25	0,18
Equity Value	5,04	7,54
Average Equity Value	6,29	

Sector	EV/EBITDA Multiple
SW (System & Application)	24,21

3.1.4 Web Al Chilo S.r.l.

Web al Chilo S.r.l., fondata nel 2013, è un'azienda italiana offre servizi avanzati di gestione, analisi e sviluppo dei canali di vendita su Amazon. La Società permette ai propri clienti di posizionare i propri prodotti in cima alle classifiche di ricerca di Amazon e dei principali marketplace internazionali. I-RFK è entrata nella compagine sociale nella seconda metà del 2020.

¹ Source: Aida e elaborazione Integræ SIM

Table 8 – Financials Web Al Chilo¹

Key Financials (€/mln)	2019A	2020A	2021E
Value of Production	1,21	2,61	3,49
EBITDA	0,11	0,35	0,49
NFP	(0,01)	(0,40)	(0,31)
EBITDA margin	9,4%	13,3%	14,1%

Per Web Al Chilo è stato utilizzato un multiplo EV/EBITDA di 52,34x, ottenendo un valore dell'equity di € 22,36 milioni.

Table 9 – Web Al Chilo value²

(€/mln)	2020A	2021E
EBITDA	0,35	0,49
EV	18,17	25,84
NFP	(0,40)	(0,31)
Equity Value	18,57	26,15
Average Equity Value	22,36	

Sector	EV/EBITDA Multiple
Retail (Online)	52,34

3.1.5 Sixthsense S.r.l.

Sixthsense S.r.l., fondata nel 2015 a Pisa (IT), è una PMI innovativa che sviluppa software e algoritmi per l'ottimizzazione dei processi e l'analisi predittiva. La Società ha sviluppato prodotti che sono commercializzati a livello globale. I-RFK è entrata nella compagine sociale a metà del 2021.

Table 10 – Financials Sixthsense¹

Key Financials (€/mln)	2019A	2020A	2021E
Value of Production	2,07	3,95	5,37
EBITDA	0,41	1,40	2,08
NFP	(0,35)	(1,52)	(1,54)
EBITDA margin	20,0%	35,4%	38,8%

Per Sixthsense è stato utilizzato un multiplo EV/EBITDA di 24,21x, ottenendo un valore dell'equity di € 43,69 milioni.

¹ Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

² Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Table 11 – Sixthsense value¹

(€/mln)	2020A	2021E
EBITDA	1,40	2,08
EV	33,88	50,44
NFP	(1,52)	(1,54)
Equity Value	35,40	51,98
Average Equity Value	43,69	

Sector	EV/EBITDA Multiple
SW (System & Application)	24,21

3.1.6 Redraion S.r.l.

Redraion S.r.l., fondata nel 2014 a Catania (IT), è una PMI innovativa attiva a livello mondiale nel campo dei software (entertainment), con competenze distintive nella produzione di film di animazione in CGI, per attrazioni digitali all'interno di parchi divertimento. I-RFK è entrata nella compagine sociale nella metà del 2021.

Table 12 – Financials Redraion¹

Key Financials (€/mln)	2019A	2020A	2021E
Value of Production	0,97	1,69	1,75
EBITDA	0,21	0,58	0,63
NFP	0,04	(0,16)	(0,16)
EBITDA margin	21,5%	34,4%	36,1%

Per Redraion è stato utilizzato un multiplo EV/EBITDA di 34,64x, ottenendo un valore dell'equity di € 21,04 milioni.

Table 13 – Redraion value¹

(€/mln)	2020A	2021E
EBITDA	0,58	0,63
EV	20,15	21,82
NFP	0,04	(0,16)
Equity Value	20,11	21,98
Average Equity Value	21,04	

Sector	EV/EBITDA Multiple
Software (Entertainment)	34,64

¹ Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

3.2 Società valutate a valore di mercato e valore di bilancio

3.2.1 Microcredito di Impresa S.p.a.

Microcredito di Impresa (MDI) è stata costituita nel 2018 anche grazie all’apporto di capitale di i-RFK, che attualmente ne detiene il 28,5%. MDI fornisce prestiti a micro e piccole imprese che non hanno accesso agevolmente al sistema bancario tradizionale, e che rappresentano quindi un’ampia domanda insoddisfatta.

L’iniziativa si basa sulla normativa di Banca d’Italia che ha previsto la qualificazione di operatori finanziari specializzati in Microcredito (art. 111 del TUB), aprendo un mercato in prospettiva altamente redditizio e ad oggi a bassa concorrenza. MDI è quindi un soggetto vigilato, iscritto all’elenco degli operatori di microcredito tenuto da Banca d’Italia.

Table 14 – Financials MDI¹

Key Financials (€/mln)	2019A	2020A	2021E
Margine d’intermediazione	0,18	0,41	1,06
Earnings	(0,14)	0,05	0,23
Equity	3,29	4,79	6,34

Avendo chiuso l’ultimo round di raccolta recentemente e, data ancora la fase di start-up della società, è stato utilizzato come valore quello definito dall’ultimo aumento di capitale della società pari a € 5,02 milioni.

Table 15 – MDI Book Value¹

(€/mln)	2020A
Book Value	5,02

3.2.2 Websolute S.p.A.

Websolute è una PMI innovativa quotata al segmento EuroNext Growth della Borsa di Milano, attiva nel settore della comunicazione digitale e del digital marketing. Capofila di un gruppo che comprende altre 7 società attive nel settore: Moca Interactive, DNA Family Network, XPlace, Ws Commerce, Ws Techlab, Shintek e Ws More.

Nel 2018 i-RFK ha acquistato il 14,5%, portandola nel 2018 alla quotazione su AIM Italia, generando già nel primo giorno di quotazione +53% sul prezzo di IPO.

Nel 2021 il titolo Websolute ha registrato un sensibile incremento di valore anche a seguito dei risultati positivi conseguiti nella semestrale 1H 2021, facendo registrare un picco di quasi 4€ rispetto al prezzo del primo giorno di quotazione di 2,07€.

Il mercato del digitale in Italia ha mostrato un trend crescente negli ultimi anni raggiungendo un volume di € 64,6 miliardi nel 2018. Websolute si è inserita in questo trend, registrando una crescita di fatturato annua di poco oltre il 30% tra 2017 e 2019.

¹ Source: Aida e elaborazione Integræ SIM

Table 16 – Financials Websolute¹

Key Financials (€/mln)	2018A	2019A	2020A	1H2021
Value of Production	12,76	14,07	14,80	9,90
EBITDA	1,67	2,14	1,40	1,62
NFP	2,54	0,88	3,08	2,69
EBITDA margin	13,1%	15,2%	9,5%	16,4%

Websolute, essendo quotata sul mercato AIM Italia, è stata valutata a valore di mercato, considerando il prezzo per azione di € 3,17, calcolato come media ponderata dei prezzi giornalieri degli ultimi 3 mesi.

Table 17 – Websolute Value¹

Valori al 14/10/2021	
Avg. Stock Price (3m) (€)	3,17
N° Shares (mln)	9,51
Equity Market Value (€/mln)	30,17

3.2.3 Reaxing S.r.l.

Reaxing S.r.l. (Reaxing o la "Società") è una start-up innovativa italiana attiva nella produzione e commercializzazione di attrezzature per allenamento neuromuscolare. La Società è stata costituita nel dicembre 2016 con lo scopo di sviluppare, produrre e commercializzare una gamma di innovativi prodotti e accessori che cercano di replicare nell'ambito dell'allenamento e della rieducazione il mondo delle interferenze motorie dinamiche improvvise. Tra i clienti principali di Reaxing sono presenti fitness clubs (e.g. Virgin Active), corporate clubs (e.g. Med-Ex Ferrari), pro sport clubs (e.g. Juventus FC).

Innovative-RFK è entrata nel capitale della società nel mese di agosto 2020, attraverso un aumento di capitale per € 250.000,00 corrispondente al 7,15% delle quote della società, con l'obiettivo di accelerare il piano di sviluppo prodotti ed ampliare le opportunità di business world wide.

Table 18 – Financials Reaxing²

Key Financials (€/mln)	2019A	2020A	2021E
Value of Production	6,41	2,85	6,00
EBITDA	1,06	(0,54)	0,85
NFP	3,09	5,00	4,17
EBITDA margin	16,5%	-19,0%	14,2%

Per effetto della pandemia Covid-19, il business di Reaxing ha subito un crollo nel 2020. Tuttavia, il fatturato e la marginalità sono attesi riprendersi nel 2021 e riportarsi a livelli molto simili a quelli del 2019. Il fatturato e la marginalità del 2020 sono quindi da considerarsi del tutto straordinari e non indicativi della "reale" capacità di produrre reddito della società. Di riflesso il suo valore. Per questa ragione, è stato deciso di utilizzare come valore quello definito dall'ingresso di i-RFK, pari a € 3,50 milioni

¹ Source: Euronext

² Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Table 19 – Reaxing Book Value¹

(€/mln)	2020A
Book Value	3,50

3.3 Equity value i-RFK

L'enterprise value di Innovative-RFK è stato calcolato aggregando gli equity value delle partecipate di competenza (Sum-of-the-Parts), ottenendo un valore di € 28,40 milioni.

Table 20 – Valore aggregato¹

Company	Equity Value (€/mln)	Stake (%)	Stake Value (€/mln)	% on NAV	Valuation Method	Sector
Easy4Cloud Srl	9,49	24,6%	2,34	8,2%	Multiples	Software
Inventis Srl	26,44	29,8%	7,88	27,7%	Multiples	Healthcare
Keisdata Srl	6,29	29,6%	1,86	6,6%	Multiples	Software
MDI Spa	5,02	26,6%	1,34	4,7%	Last Round	Fintech
Websolute Spa	30,17	12,8%	3,87	13,6%	Market Value	Digital
Reaxing S.r.l.	3,50	7,1%	0,25	0,9%	Book Value	Fitness
Web al Chilo S.r.l.	22,36	20,0%	4,47	15,7%	Multiples	e-Commerce
Sixthsense	43,69	5,0%	2,18	7,7%	Multiples	Software
RedRaion	21,04	20,0%	4,21	14,8%	Multiples	Software (Entertainment)
Total Asset Value			28,40			

Al netto della PFN al 31/12/2020 (cassa) pari a € -0,74 milioni si è ottenuto un equity value di € 29,14 milioni.

3.4 Raccomandazione

L'equity value calcolato corrisponde ad un target price per azione di € 3,10, superiore del 70% rispetto al prezzo di negoziazione pari a € 1,80 (al 18/10/2021). Il nostro target price è quindi €3,10 (da €2,23) per azione della nostra nota del 4 Maggio. Buy rating e medium risk (invariati).

Come noto, particolare rilevanza nelle aziende simili ad i-RFK, assume il management team. Riteniamo che la comprovata esperienza del management team di i-RFK di operare una sana e prudente diversificazione delle attività, unita alla solidità delle partecipate, possa permettere non solo di superare la temporanea riduzione dei flussi di cassa causata dall'emergenza sanitaria, ma soprattutto di rendere ottimale il rapporto rendimento rischio del portafoglio, a beneficio di tutti gli azionisti.

Table 21 – Target price²

Equity Value (€/mln)	29,14
EV (€/mln)	28,40
NFP (€/mln)	-0,74
Outstanding Shares	9.401.656
Target Price (€)	3,10 €

¹ Source: RFK Group

² Source: elaborazione Integrae SIM

4. Market overview

4.1 Il mercato delle PMI

La ricerca Osservatorio PMI edizione 2020 mostra una crescita nel numero di aziende iscritte al registro delle PMI innovative, 567 aziende tra ottobre 2019 e settembre 2020 in crescita rispetto alle 432 del periodo analogo precedente. Tuttavia, a circa cinque anni di distanza dalla creazione del registro, il numero di PMI innovative appare ancora contenuto rispetto al bacino potenziale: sono poco meno di 1.700 infatti le PMI iscritte dalla creazione del registro, mentre è verosimile pensare che le PMI con i requisiti previsti siano sull'ordine delle decine di migliaia nel Paese.

Attualmente la Lombardia ospita oltre un quarto di tutte le startup innovative italiane (27,0%) e il 29,5% di tutte e due i gruppi presi in considerazione dal monitoraggio. Seguono Lazio (13,5%), Campania (8%) Veneto (7,3%), Emilia-Romagna (7,1%), Piemonte (5,9%), Puglia e Toscana (4,6% e 4,3% rispettivamente). Resta preoccupante la carenza di realtà nel Sud, malgrado i diversi incentivi proposti.

La crescita del numero di PMI iscritte è limitata nonostante i ripetuti interventi del legislatore sui benefici. Tra gli ultimi interventi si possono ricordare quelli del Decreto 7 maggio 2019 dedicato proprio agli incentivi per le start up e le PMI innovative e quelli previsti nel decreto rilancio dell'aprile 2020.

Quest'ultimo ha stanziato un fondo di sostegno al venture capital con una dotazione di 200 milioni a beneficio esclusivo delle start up e delle PMI innovative. È stata riservata una quota pari a 200 milioni di euro a valere sulle risorse già assegnate al Fondo Centrale di Garanzia per le PMI specificatamente dedicata all'erogazione di garanzie in favore di startup innovative e PMI innovative. Infine, sono stati previsti incentivi alla capitalizzazione con importanti detrazioni IRPEF per gli investitori fino al 50% rispetto all'ammontare dell'investimento.

Peraltro, è opportuno ricordare come alcune delle politiche di incentivo all'innovazione, come il credito d'imposta alle attività di ricerca e sviluppo, l'iperammortamento "Impresa 4.0", il Patent Box, o i voucher "manager dell'innovazione", non vadano a beneficio esclusivo delle PMI innovative, ma di una platea di aziende più vasta.

La ricerca Osservatorio PMI mostra come la maggior parte delle PMI innovative, circa due terzi, siano di dimensioni ascrivibili alla categoria delle micro-imprese, con un fatturato al di sotto della soglia dei due milioni di euro. Meno del 10% delle aziende è ascrivibile alla categoria delle medie imprese (fatturato superiore a 10 milioni e inferiore a 50), mentre le restanti rientrano tra le piccole imprese (tra i 2 e i 10 milioni di fatturato). Per semplicità e brevità si considera qui solo il parametro fatturato.

Le PMI innovative hanno registrato un incremento medio del fatturato del 15% tra il 2018 e il 2019. Se prendiamo in considerazione solo le PMI innovative che hanno avuto un incremento di fatturato, la media è +30%. Il ROA medio si attesta sul 4,78%, mentre il ROS medio è del 4,89%. Il dato è significativo in quanto relativo ad un campione di 1098 aziende, oltre della metà del totale delle PMI innovative iscritte.

Si osserva come il patrimonio netto medio è di circa 1,9 milioni di euro. La media è tuttavia innalzata dalle medie aziende. Infatti, la metà delle aziende ha un patrimonio netto inferiore al milione di euro e l'85% è inferiore a 1,3 milioni.

Per quanto riguarda i settori di attività, tra le nuove iscritte, i gruppi più numerosi sono quello attivi nel settore dell'informatica, nell'elettronica, nei prodotti intermedi, nella chimica e nella farmaceutica e nei servizi non finanziari. Questi

settori, che rappresentano insieme circa il 90% delle PMI innovative osservate, sono tra i settori che potrebbero risentire meno della gravissima crisi innescata dal COVID 19 secondo il Cerved Industry Forecast del maggio 2020.

Tra le nuove iscritte, 65 PMI innovative hanno un EBITDA negativo. Senza entrare nel merito dei numeri specifici delle aziende, l'EBITDA negativo segnala una situazione critica che può portare ad un DSCR inferiore all'unità ed all'accensione degli indicatori di allerta. Si pensi, ad esempio, che l'EBITDA negativo può essere indice di basso fatturato con peggioramento dell'indice che rapporta oneri finanziari al fatturato stesso. L'EBITDA negativo può inoltre portare ad un drastico aumento degli indici di indebitamento e di struttura corrente.

4.2 Il contesto normativo

Le società di investimento godono degli incentivi fiscali introdotti dalle modifiche della legge stabilità del 2019 per gli investimenti in Startup e PMI Innovative, grazie al quale chi sottoscrive un aumento di capitale in i-RFK riceverà una detrazione d'imposta pari al 30%.

Le società partecipate per qualificarsi come "Startup Innovativa" o "PMI Innovativa Ammissibile" e quindi godere delle agevolazioni, devono rispettare determinati requisiti. Una **startup** per qualificarsi come "**innovativa**":

- deve essere una società di capitali non quotata su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione;
- deve essere costituita e svolgere attività d'impresa da non più di 5 anni;
- deve essere residente in Italia oppure in Stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti allo Spazio Economico Europeo (Liechtenstein, Islanda e Norvegia), purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia;
- a partire dal secondo anno di attività, deve conseguire un valore della produzione annua non superiore a 5 milioni di euro;
- non deve distribuire o aver distribuito utili;
- deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- non deve risultare costituita a seguito di una fusione, scissione, cessione di azienda o di ramo d'azienda.

È necessario, inoltre, che la Start up possieda almeno uno tra i seguenti "requisiti alternativi":

1. deve sostenere spese di ricerca e sviluppo in misura almeno pari al 15% del maggiore tra costo e valore totale della produzione;
2. deve impiegare, come dipendenti o collaboratori, personale altamente qualificato e in particolare: almeno 1/3 della forza lavoro complessiva, deve essere costituita da personale che possiede il titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera oppure che possiede una laurea e che ha svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti

di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero; oppure deve impiegare, in misura almeno pari a 2/3 della forza lavoro complessiva, personale in possesso di laurea magistrale;

3. deve essere titolare (o depositaria o licenziataria) di almeno una privativa industriale o di un software registrato.

Una PMI invece per qualificarsi come **"PMI innovativa"** deve possedere i seguenti requisiti:

- essere costituita come società di capitali, non quotata in un mercato regolamentato (ma può essere quotata in una piattaforma multilaterale di negoziazione, come l'AIM)
- essere residente in Italia, oppure in Stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti allo Spazio Economico Europeo (Liechtenstein, Islanda e Norvegia), purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia
- aver certificato il suo ultimo bilancio
- non essere iscritta alla sezione speciale delle Start up innovative del Registro delle imprese
- presentare una connotazione innovativa, identificata dal possesso di almeno due delle seguenti caratteristiche:
 1. Costi di R&S almeno pari al 3% del maggiore fra costo e valore totale della produzione;
 2. forza lavoro costituita, per almeno 1/3 del totale, da personale con laurea magistrale, oppure, per almeno 1/5 del totale, da dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori;
 3. titolarità (anche mediante deposito o licenza) di almeno una privativa industriale o di un software registrato.

Sono agevolabili solo gli investimenti in "PMI innovative **ammissibili**" ossia in PMI innovative che ricevono l'investimento iniziale anteriormente alla prima vendita commerciale su un mercato o entro 7 anni dalla loro prima vendita commerciale.

Dopo 7 anni dalla prima vendita commerciale, sono considerate ammissibili anche le seguenti società:

- le PMI innovative operative da più di 7 anni e meno di 10 anni (dalla prima vendita commerciale) se attestano, attraverso la valutazione di un esperto esterno, di non aver ancora espresso a sufficienza il loro potenziale di generare rendimenti;
- indipendentemente dall'età, le PMI innovative che effettuano un investimento in capitale rischio, sulla base di un business plan relativo a un nuovo prodotto o a un nuovo mercato geografico, che sia superiore al 50% del fatturato medio dei precedenti 5 anni.

Le agevolazioni spettano per i conferimenti in denaro in PMI innovative o società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative o PMI innovative, e per gli investimenti in quote degli OICR.

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, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists 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
05/06/2021	1,72	Buy	2,23	Medium	FY20 Results

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 formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not

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

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and 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 $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 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 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

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.