

RACCOMANDAZIONE
Buy (da Buy)

Target Price
€6,16 (da €5,2)

Renergetica

Settore: Renewable Energy
Codice di negoziazione Bloomberg: REN IM
Mercato AIM
Prezzo al 28/04/2020
3,69 €
Capitalizzazione di Borsa: 27.125.190 €
Numero di azioni: 7.351.000
Patrimonio netto al 31.12.2019: 7.333.013 €

Data ed ora
di produzione:
 29.04.2020 ore 09.00

Data ed ora
di prima diffusione:
 29.04.2020 ore 10.00

Ufficio Ricerca
ed Analisi
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

Gaspere Novelli

Tel. +39 0669933.292

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

Un rallentamento dell'energy transition non fermerà la crescita

- Renergetica S.p.A. è attiva, a livello internazionale, nel settore delle energie rinnovabili, principalmente in qualità di "Project Developer" di impianti fotovoltaici, eolici ed anche off-grid. In modo ormai marginale è anche operativa quale Asset Manager. L'azienda sta, inoltre, sviluppando possibili soluzioni circa l'integrazione ed il controllo delle "reti ibride".
- L'attuale situazione emergenziale potrebbe portare a possibili rallentamenti del settore. Tuttavia, la transizione energetica dovrebbe proseguire il suo percorso, già intrapreso da tempo, senza particolari impedimenti. In questo contesto, va messo in evidenza come un numero crescente di industrie si stia impegnando ad essere "compliant" con le sempre più stringenti normative ambientali.
- Il Gruppo sta crescendo sensibilmente sull'importante mercato Usa, oltre quello nazionale. Per quest'anno è previsto un consolidamento sui suddetti mercati ma anche su quello cileno e colombiano ove l'azienda è già presente. Inoltre, a partire dal 2019, la società è attiva anche in Tanzania.
- A causa dell'attuale contingenza, abbiamo prudenzialmente rivisto al ribasso i tassi di crescita media annua dei ricavi (cagr 19-24 +14,7%). Il risultato operativo netto dovrebbe, però, poter beneficiare di minori ammortamenti e registrare una crescita media annua pari al 20,4%. L'utile netto, a consuntivo 2020, dovrebbe poter raggiungere €3,3 milioni per portarsi a €6,4 milioni a fine periodo previsionale, con una crescita media annua pari al 30%.
- Manteniamo la raccomandazione d'acquisto ed alziamo il target price a €6,16 (da €5,2).

Anno al 31/12

(k €)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ricavi netti	7.973	10.790	13.970	15.100	15.825	15.845
Valore della Produzione	9.373	12.610	14.290	15.450	16.175	16.195
Valore Aggiunto	5.680	7.060	8.940	9.785	10.640	10.655
EBITDA	4.155	5.060	6.790	7.385	8.070	8.055
EBIT	2.977	4.258	6.064	6.687	7.498	7.526
Utile netto	1.708	3.290	4.498	5.401	6.363	6.368
Cash-flow	2.967	4.182	5.319	6.199	7.045	7.027
Pfn	-6.976	-8.034	-6.399	-435	8.770	12.653
Roe	23,29	31,18	29,84	29,44	26,45	21,15

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

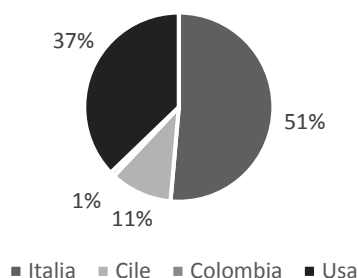
Renergetica S.p.A. è attiva, a livello internazionale, nel settore dell'energia rinnovabile in qualità di "Project Developer" (82% del fatturato nel 2019) e, marginalmente, anche in qualità di Asset Manager.

L'azienda sviluppa, inoltre, soluzioni ad alto contenuto innovativo per l'integrazione ed il controllo delle reti ibride (reti che conducono energia elettrica sia da fonte tradizionale che rinnovabile).

Renergetica è presente nei segmenti dell'energia fotovoltaica, eolica onshore (attualmente in modo marginale) e nel segmento dei mini grid/off grid. Quest'ultimo è destinato a località senza accesso ad una rete elettrica ed è un mercato con notevole potenziale futuro.

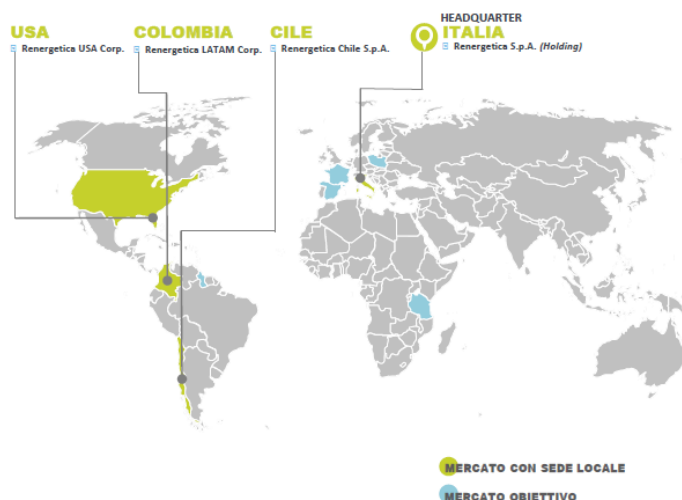
I mercati di riferimento di Renergetica sono, attualmente, rappresentati dal mercato italiano (51% del fatturato nel 2019) il quale, nonostante sia già abbastanza maturo, potrebbe risultare nuovamente attraente in seguito al raggiungimento della grid parity, alla crescente diffusione dell'energy storage ed alla spinta verso la mobilità elettrica; dal mercato Usa (37% del fatturato 2019), previsto anch'esso in forte crescita e da due Paesi Sudamericani, Cile e Colombia, rispettivamente con un peso dell'11% e dell'1% sul fatturato 2019.

Breakdown geografico del fatturato



Fonte: Renergetica

Per l'esercizio corrente è previsto un consolidamento sui quattro mercati suddetti e nel prossimo biennio si dovrebbe aggiungere un'espansione sul mercato europeo con particolare focus su Spagna, Francia e Polonia ove sono già stati avviati contatti. Inoltre, Renergetica continua a tenere d'occhio il mercato africano, mercato difficile ma, in futuro, molto interessante, in particolare per l'off-grid, potendo già beneficiare della propria presenza in Tanzania.



Fonte: Renergetica

Grazie ad una crescente diversificazione geografica, un eventuale freno temporaneo in uno dei Paesi ove Renergetica è attiva potrebbe essere controbilanciato da una maggiore attività negli altri.

Non si possono escludere, a seguito dell'attuale contingenza, eventuali rallentamenti sia nello sviluppo che nelle vendite di progetti di impianti di produzione da fonte rinnovabile "ready to build".

Nonostante normative ambientali sempre più stringenti, alcune imprese potrebbero rinviare ma non annullare l'adozione di processi produttivi sempre più puliti anche per rendersi più attraenti agli occhi di possibili investitori. La energy transition pare un fenomeno inarrestabile.

In *Italia*, il lockdown del Paese ha impattato anche sul mercato elettrico. Il consumo elettrico è passato da 8.831 GWh, riferibili alla settimana dall'11 al 20 marzo 2019, a 7.815 GWh del periodo 11-20 marzo 2020, sintetizzabile in una variazione negativa del 11,5% che, riportato in termini assoluti, rappresenta una riduzione storica di ben 1.115 GWh. La riduzione ha avuto ripercussioni anche sui prezzi dell'energia, con un crollo del PUN (prezzo unitario nazionale) medio.

A fronte della citata riduzione, la componente rinnovabile nello stesso periodo è aumentata mentre la produzione termica si è ridotta.

L'inversione di tendenza tra produzione rinnovabile e quella da fonte tradizionale è comunque in atto e le centrali termiche gradualmente vengono portate a dismissione.

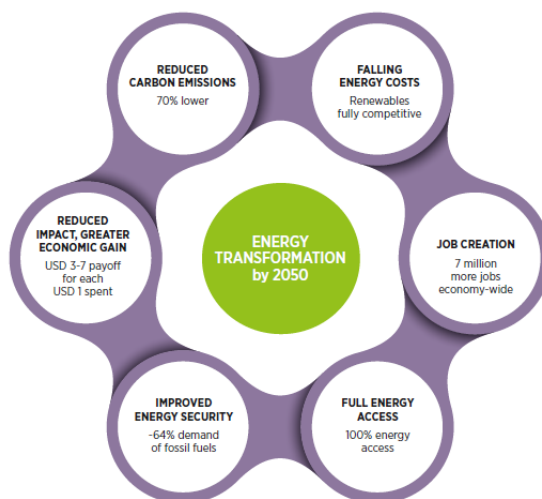
Nonostante il mercato *USA* sia stato fortemente colpito dalla pandemia da Covid-19, la partecipata Renergetica USA Corp è presente su più Stati federali e abbraccia varie tipologie di business model: dai grossi impianti, ai tender per PPA Statali, alle Community Solar.

Il Gruppo, durante il perdurare dell'attuale stato di lockdown imposto dalle autorità, sta portando avanti le attività di origination e di validazione dei terreni, usando i relativi software di proprietà. Inoltre, continueranno le attività di connessione alla rete elettrica, gestibili via conference call e via internet ed infine si potrebbero anche intensificare le attività di chiusura di accordi di vendita con nuovi investitori.

Potrebbe, invece, verificarsi una riduzione delle attività di autorizzazione in quanto, in alcuni Stati, il progetto viene presentato in assemblee pubbliche caratterizzate dalla partecipazione della popolazione locale.

Renergetica, al contrario di altre industrie, non ha dovuto interrompere il proprio “ciclo produttivo”, cioè la realizzazione dei nuovi progetti, già in pipeline, in quanto elaborati “online”.

Il mercato continua, comunque, ad essere spinto dalla “transizione energetica”, cioè il passaggio dall'utilizzo di fonti energetiche non rinnovabili a fonti rinnovabili. Essa fa parte della più estesa transizione verso economie sostenibili attraverso l'uso di energie rinnovabili, l'adozione di tecniche di risparmio energetico e di sviluppo sostenibile.

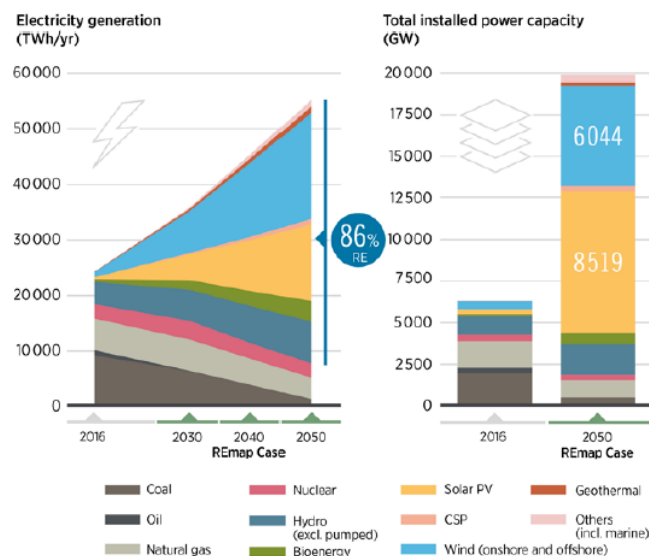


Fonte: IRENA

Gli attesi benefici dell’energy transition, entro il 2050, sono rappresentati principalmente da:

- Riduzione delle emissioni di Co2 del 70%;
- Costi di produzione da fonte rinnovabile pienamente competitivi;
- Creazione di nuovi posto di lavoro (circa 7 milioni a livello globale);
- Il 100% di accesso all’energia elettrica per tutti;
- Diminuzione della domanda di energia da fonte fossile del 64% grazie ai progressi tecnologici del segmento delle rinnovabili.

Entro il 2050 si attende una capacità complessiva installata pari a 8.519 GW per l’energia solare e a 6.044 GW per l’energia da fonte eolica (onshore ed offshore).



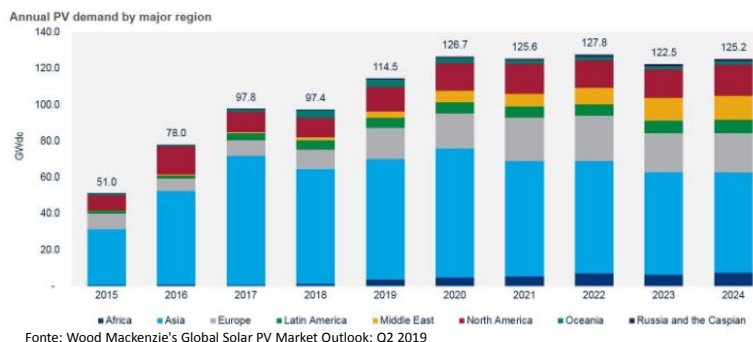
Source: IRENA, 2019a.

La generazione di energia elettrica è prevista, nel 2050, per l'86% da fonte rinnovabile, supportata anche da un continuo miglioramento tecnologico delle batterie. In Italia, già prima del 2030, le fonti rinnovabili dovrebbero riuscire a garantire il 90% del fabbisogno, percentuale che dovrebbe raggiungere il 100% entro il 2050.

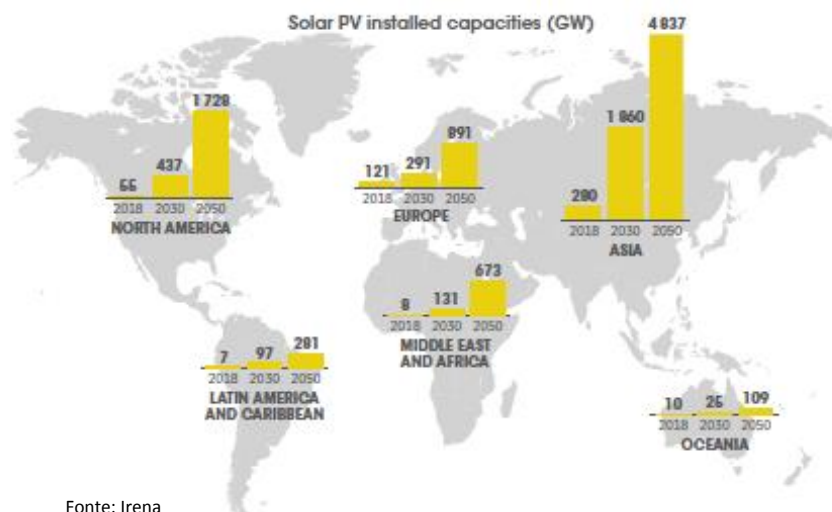
Il mercato fotovoltaico

Il trend del mercato dell'energia solare continua ad essere crescente, da un lato, grazie all'abbattimento dei principali costi legati all'installazione dei pannelli, dall'altro, grazie all'ammontare, sempre più cospicuo, di capitale investito in questo settore. Inoltre, in Italia, nuovi incentivi introdotti dallo Stato (bonus ristrutturazioni, IVA agevolata per l'acquisto di impianti fotovoltaici, super ammortamento per le aziende che installano nuovi impianti) hanno già contribuito, nel 2019, (e contribuiranno ancora nei prossimi anni) a favorire la diffusione e l'utilizzo di energia rinnovabile.

Il mercato dell'energia solare globale (dopo il calo del 2018 circa le installazioni di nuovi impianti) ha registrato, nel 2019, una ripresa. In particolare, le installazioni di nuovi impianti hanno toccato lo scorso anno un picco di circa 114 GW, segnando un incremento del 17,5% rispetto al 2018.

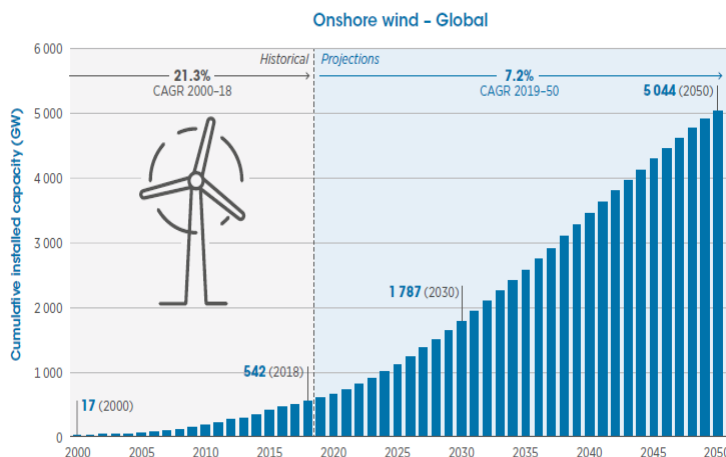


Per i prossimi anni, già a partire dal 2020, si prevede che l'Asia, spinta principalmente dalla Cina, mantenga la sua posizione dominante all'interno del mercato con investimenti costanti (si stima che entro il 2050 l'Asia raggiungerà la quota di circa 5.000 GW di capacità solare installata). Subito a seguire, il Nord-America e l'Europa dove si stima, entro il 2050, una capacità installata, rispettivamente, di circa 2.000 GW e 900 GW.



Il mercato eolico

A livello globale è attesa una crescita media annua pari al 7,2% nel periodo previsionale 2019-2050. Il mercato sarà spinto da miglioramenti tecnologici, diminuzione dei costi e supportato dalle sempre più stringenti normative specifiche.



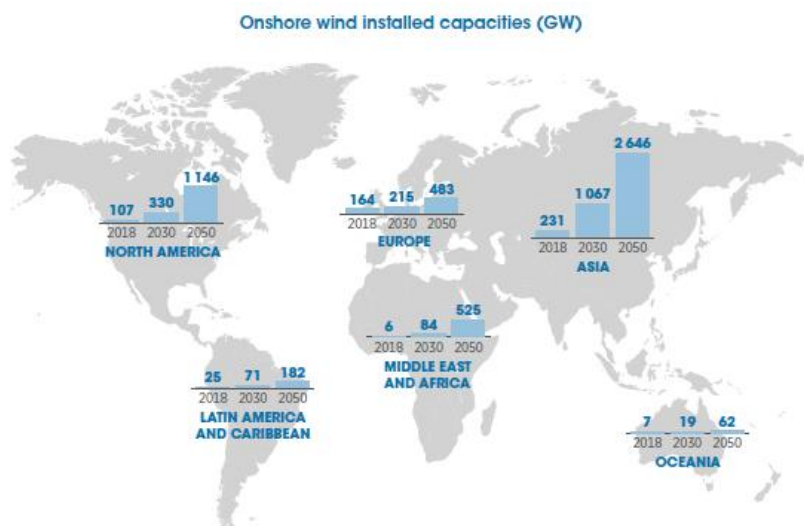
Source: Historical values based on IRENA's renewable capacity statistics (IRENA, 2019d) and future projections based on IRENA analysis (IRENA, 2019a).

La capacità globale installata dovrebbe raggiungere i 1.787 GW entro il 2030 ed i 5.044 GW entro il 2050 rispetto ai 542 GW registrati nel 2018.

La crescita sarà trainata dall'area asiatica (2.646 GW), in particolare da Cina ed India, rispettivamente con oltre 2.000 GW e con oltre 300 GW entro il 2050. Al secondo posto si dovrebbe collocare il Nord America con complessivi 1.146 GW, seguito dall'Europa (483 GW).

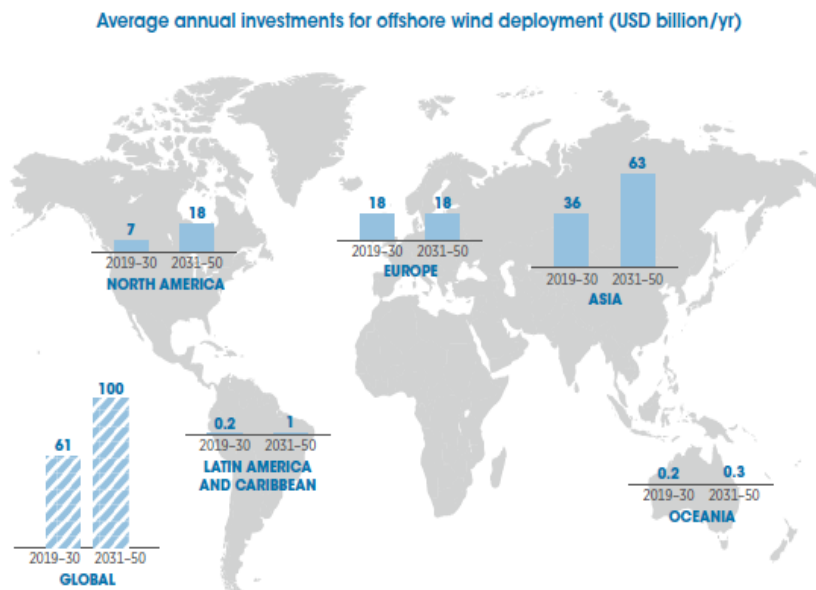
Un'altra spinta, oltre agli impianti nuovi, dovrebbe derivare dalle attività di "repowering" (ripotenziamento), in particolare in Europa ed anche in Italia.

Già nel prossimo decennio molte turbine si avvicineranno alla fine del loro ciclo di vita (technical lifetime).



Fonte: IRENA

In merito agli investimenti futuri, questi sono previsti in crescita sia nell'area asiatica che nel Nord America mentre il mercato europeo è atteso stabile.



Fonte: IRENA

Il mercato off-grid

Il mercato dell'off-grid, che si è sviluppato negli ultimi anni, ha tratto vantaggio, da un lato, da costi di installazione in continuo calo (che risultano essere anche più flessibili dei tradizionali impianti fotovoltaici) e, dall'altro, della necessità di portare la corrente elettrica in quelle aree del mondo che risultano, ancor oggi, non servite dalla rete elettrica tradizionale.

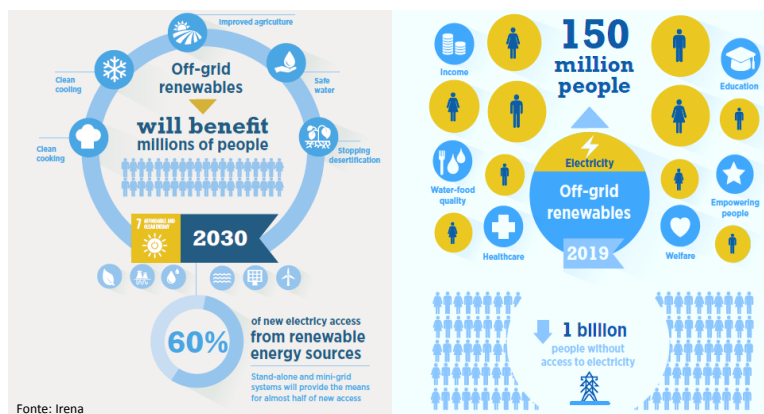
Gli impianti solari off-grid vantano molteplici applicazioni che spaziano dai semplici sistemi di illuminazione a energia solare (le cosiddette lanterne solari) agli impianti su tetto che possono garantire il fabbisogno energetico di una famiglia.

Inoltre, negli ultimi anni, questo tipo di impianto è stato destinato sia ad un uso industriale che commerciale e civile. Nello specifico, un numero sempre maggiore di impianti off-grid è stato utilizzato nell'industria delle bioenergie e delle estrazioni minerarie e, al di fuori del comparto industriale, nel settore delle telecomunicazioni, della sanità, dell'istruzione pubblica e dell'illuminazione stradale, apportando un decisivo miglioramento alla qualità della vita di molte persone.

Questa tipologia di impianti consentirà a milioni di persone di migliorare sensibilmente la propria qualità di vita specialmente riguardo all'igiene (disponibilità di acqua depurata; una cucina più "pulita"). La presenza di energia elettrica consentirà anche un migliore processo di raffreddamento sia per la conservazione di cibi e bevande che per gli ambienti.

Anche l'agricoltura dovrebbe poter beneficiare di impianti off-grid con una migliore irrigazione dei campi e di conseguenza anche con un rallentamento, in alcune zone del pianeta, del processo di desertificazione.

Nel 2019 gli impianti off-grid hanno servito circa 150 milioni di persone nel mondo a fronte di un mercato costituito da circa 1 miliardo di individui di cui il 95% residenti nelle regioni dell'Africa Sub-Sahariana (Kenya, Tanzania ed Etiopia) e dell'Asia (India), che non hanno accesso ai sistemi elettrici tradizionali.

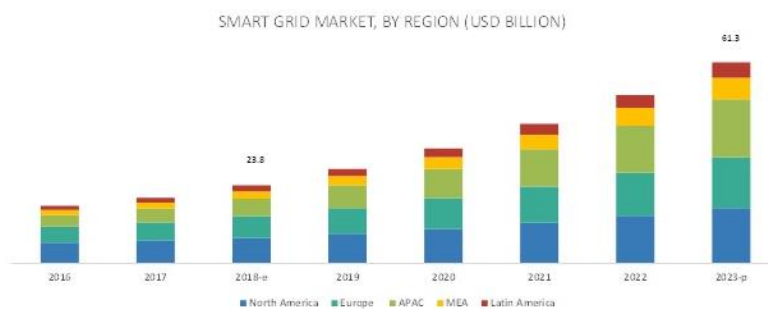


Si stima che, nella prossima decade, circa il 60% degli accessi all'elettricità, su scala globale, verranno effettuati tramite impianti off-grid.

Un mercato in rapida evoluzione, quindi, che potrebbe arrivare a toccare i 3,1 miliardi di dollari entro il 2030.

Il mercato delle smart grid

Il mercato delle reti intelligenti copre 5 regioni geografiche principali: Nord America, Europa, Asia Pacifico (APAC), Medio Oriente e Africa (MEA) e America Latina. Si stima che il Nord America dia il maggiore contributo alle smart-grid grazie alla rapida adozione di progetti relativi alle reti. Le economie sviluppate come quelle degli Stati Uniti e del Canada investono molto nelle principali piattaforme del mercato delle reti intelligenti.



Le dimensioni del mercato globale della smart-grid aumenteranno da 23,8 miliardi di USD nel 2018 a 61,3 miliardi di USD entro il 2023, con un Cagr del 20,9% dal 2018 al 2023. I principali fattori di crescita del mercato includono politiche di supporto, miglioramento dell'affidabilità delle reti e risposte efficienti alle interruzioni, aumento della consapevolezza sulla gestione dell'impronta di carbonio e modernizzazione dell'infrastruttura di rete.

Renergetica ha realizzato una propria soluzione per l'integrazione ed il controllo delle reti ibride e/o microgrid, il prodotto "HGSC".

Attività & Strategie

Renergetica è attiva, a livello internazionale, nel settore delle energie rinnovabili. L'azienda svolge l'attività di "developer", occupandosi dell'intera fase di sviluppo dei progetti sino al raggiungimento del "ready to build" status.

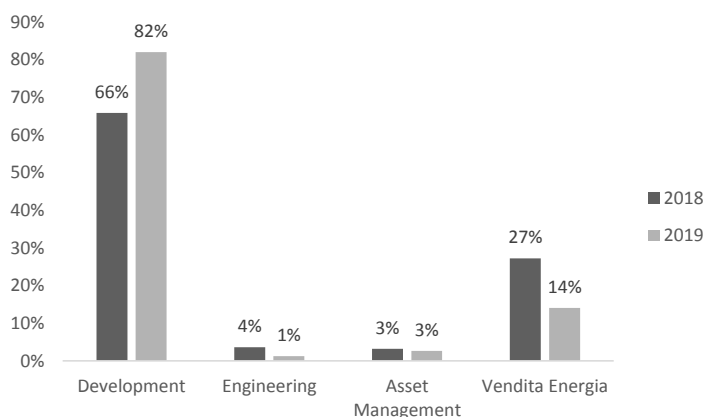
L'attività di "developer" si articola come di seguito:

- Identificazione del Paese in base alla crescita del Pil (domanda di energia elettrica), alle normative vigenti, al "grid code" utilizzato (immissione in rete), alle utenze (sia dal punto di vista numerico che della loro localizzazione sul territorio), agli aspetti tecnici del mercato elettrico (verifica della capacità della rete elettrica);
- Analisi e fattibilità di mercato;
- Creazione di apposita società veicolo (special purpose vehicle "SPV");
- Identificazione del terreno adatto e successiva "contrattualizzazione" dello stesso (ottenimento della disponibilità del terreno mediante stipula di idoneo contratto con i proprietari); il contratto stipulato può essere o di acquisto della proprietà oppure di acquisto di un diritto di superficie. Non si predilige, al contrario, un contratto di affitto poiché non facilmente bancabile e non idoneo ad essere oggetto di gravami o garanzie reali;
- Verifica e analisi della connessione;
- Studi di valutazione del rendimento energetico e layout preliminare;
- Studio di fattibilità ambientale;
- Avvio dell'iter autorizzativo;
- Contratti necessari per la connessione in rete;
- Gestione del processo di sviluppo per arrivare al "ready to build";
- Progetto dell'impianto previa verifica di eventuali vincoli;
- Vendita della "SPV" contenente il progetto pronto per la costruzione e successiva messa in produzione;

Accanto alla principale attività di development (dal 66% del fatturato nel 2018 all'82% a fine 2019) l'azienda genovese è anche attiva quale Asset Manager (stabile al 3% del fatturato):

- Controllo e monitoraggio impianti;
- Manutenzione sia ordinaria che straordinaria;
- Gestione commerciale ed assicurativa;
- Analisi e reporting.

Il Gruppo, durante il 2019, ha continuato ad essere attivo nel segmento della "power generation" in qualità di "IPP" (Independent Power Producer) grazie a 4 impianti di proprietà. Tuttavia, nel novembre dello stesso anno, la Società ha ceduto, al fine di potersi focalizzare con più risorse sul segmento del "development", 2 dei suddetti impianti, riuscendo a realizzare una plusvalenza di €1 milione. I due impianti rimanenti sono stati, anch'essi, messi in vendita. Nel 2019 la vendita di energia è scesa al 14% del fatturato dal 27% registrato al 31.12.2018. Nell'esercizio 2018 il segmento aveva beneficiato del ripristino retroattivo degli incentivi da parte del GSE. Il segmento engineering è calato dal 4% del fatturato 2018 all'1% a fine 2019. Quest'ultimo è destinato ad essere assorbito nel segmento development.



Fonte: Renergetica – Breakdown del fatturato 2018 vs 2019 per segmento di attività

Inoltre, la Società ha sviluppato un innovativo sistema (applicabile a qualsiasi domanda di carico), detto “Hybrid Grid Smart Controller” (HGSC), che consente di massimizzare l’utilizzo dell’energia a basso costo delle fonti rinnovabili senza compromettere la stabilità del sistema. Questo sistema si presta, in particolare, per essere impiegato per mini grid e/o off grid per ospedali, impianti industriali, isole, miniere, resort ed equipaggiamenti per la ricerca. Il processo per l’ottenimento del brevetto è in corso.



Fonte: Renergetica

Attualmente Renergetica è attiva principalmente in Italia, Usa, Cile e Colombia (ove intende consolidare ulteriormente la propria presenza durante il 2020). Infatti, l’esercizio corrente sarà dedicato ad un consolidamento sui mercati ove la Società è già presente mentre il 2021 ed il 2022 dovrebbero vedere una maggiore espansione sul mercato europeo (Spagna, Francia, Polonia).

Al 31.12.2019 il 51% del fatturato è stato determinato dal mercato nazionale, il 37% dall’importante mercato statunitense mentre i mercati sudamericani hanno pesato, rispettivamente, per l’11% e l’1%, essendo ancora agli albori.

Nello specifico:

- **ITALIA:** Renergetica, all'inizio di aprile dell'esercizio corrente, ha sottoscritto con Edison S.p.A. un accordo triennale per lo sviluppo, di progetti per la realizzazione di impianti fotovoltaici sul territorio italiano con una potenza di picco complessiva di almeno 50 MWp per ciascun anno, quindi per un totale di almeno 150 MWp. L'accordo prevede, inoltre, la possibilità di un rinnovo automatico per un periodo di ulteriori due anni alle medesime condizioni per lo sviluppo di progetti per ulteriori 100 MWp.
- **USA:** la Società, nel mese di marzo dell'esercizio corrente, ha siglato con Alamo Cement Company (Gruppo Buzzi Unicem) un contratto per lo sviluppo di un impianto fotovoltaico con una potenza installata complessiva sino a 10MWp, a servizio del sito industriale di proprietà di Alamo Cement Company a San Antonio, Texas (USA). Renergetica intende incrementare velocemente lo sviluppo sul mercato USA il quale si conferma, dopo la Cina, il mercato a maggior crescita, in particolare nel segmento dell'energia fotovoltaica. Alamo Cement Company, trattandosi di un'industria molto inquinante, ha coinvolto Renergetica al fine di rinnovare, in ottica "green", il proprio processo produttivo (cosiddetto "greenwashing", ovvero l'insieme di pratiche adottate da quelle aziende ed organizzazioni interessate ad acquisire una reputazione maggiormente «verde» anche se attive in settori spesso molto inquinanti).
- **CILE:** il cambio della normativa locale di prenotazione delle connessioni ha determinato un ridisegno della pipeline in sviluppo sul mercato cileno ma la controllata ha ormai completato dei sviluppi che il Gruppo ipotizza di vendere nel corso del 2020, avendo già avviato le relative trattative. Proprio a fine aprile dell'esercizio corrente Renergetica ha perfezionato la vendita a "Trina Solar Systems SpA" delle autorizzazioni per la costruzione di un impianto fotovoltaico per una potenza complessiva pari a 2,99MWp.
- **COLOMBIA:** Attualmente nel Paese l'installato complessivo di fotovoltaico supera di poco i 100 MWp e di conseguenza il potenziale di ampliamento potrebbe diventare, nel prossimo futuro, molto importante. Tuttavia la Colombia si sta rivelando un mercato ancora agli albori dove l'investitore è prettamente locale e il prezzo è inferiore rispetto agli altri mercati dove opera il Gruppo.

Renergetica, a partire dal 2019, è attiva anche in Tanzania dove ha sottoscritto, con l'utility Tanesco, un accordo per la consulenza e lo sviluppo di una rete ibrida nell'isola di Mafia. A tal riguardo, va messo in evidenza come la crescente domanda di energia elettrica renda i Paesi africani particolarmente interessanti, specialmente per il segmento off-grid, dove le enormi distanze e la conseguente mancanza della possibilità di allacciamenti diretti alla rete elettrica rendono questo tipo di impianto particolarmente attraente.

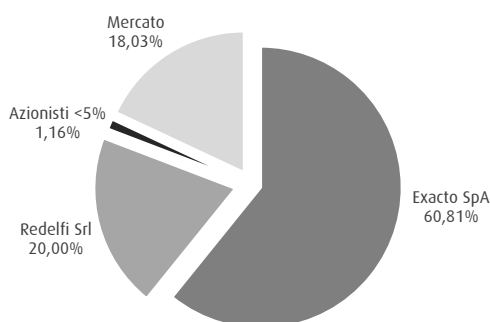
Oltre al progetto in Tanzania, nel settembre del 2019 Renergetica ha siglato, con la società canadese Sandspring Resources, un accordo per lo sviluppo di un impianto ibrido, dal valore di circa \$55 milioni, destinato a rifornire di energia una miniera d'oro (di proprietà di Sandspring Resources) in Guyana inglese dove il sistema di controllo HGSC diventerà essenziale per il funzionamento dell'impianto in questione. Per quanto concerne quest'ultimo accordo, la miniera è in fase di dimensionamento e si prevede possa essere operativa a partire dal 2023 con costruzione nel 2022. La Società si attende di iniziare le attività di dimensionamento del relativo impianto fotovoltaico a partire dal secondo semestre del 2020.

Azionariato

Renergetica è stata collocata sul mercato AIM di Borsa Italiana il 9 agosto del 2018 ad un prezzo di collocamento pari ad €1,5 per azione.

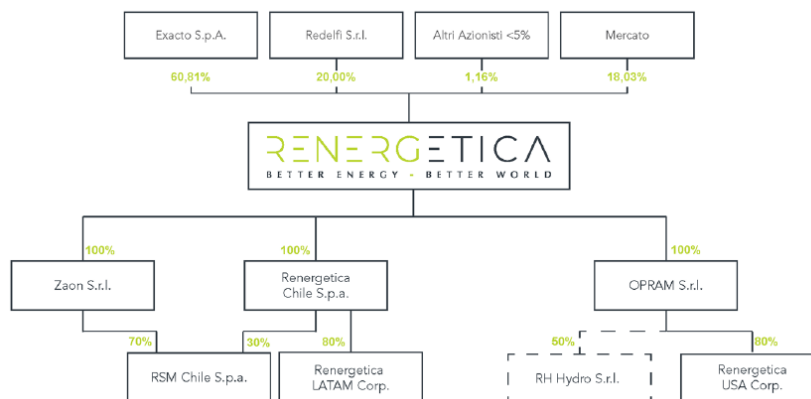
Attualmente il capitale sociale ammonta a €1.005.300 ed è suddiviso in 7.351.000 azioni ordinarie.

Il 60,81% del capitale è detenuto da "Exacto S.p.A." (il 76,83% del suo capitale sociale fa capo a Stefano Giusto), seguita da "Redelfi Srl" con il 20% (Davide Sommariva detiene una quota del 45,82% del capitale sociale). Il 18,03% del capitale è rappresentato da flottante sul mercato mentre il rimanente 1,16% è detenuto da azionisti di minoranza.



Fonte: Renergetica

L'attuale struttura del Gruppo



Fonte: Renergetica

Renergetica SpA: costituita nel 2008, si occupa sia dello sviluppo che delle attività di ingegneria legate alla sua attività di "developer" di impianti fotovoltaici ed eolici. Inoltre, è attiva anche nella gestione ed ottimizzazione degli impianti stessi. L'azienda sta lavorando allo sviluppo di soluzioni per l'integrazione delle reti ibride. La Holding del Gruppo copre il segmento fotovoltaico ed eolico.

Zaon Srl: detenuta al 100% dalla Holding. Detiene a sua volta il 70% del capitale di RSM Chile SpA (il restante 30% della società è detenuta da Renergetica Chile). La società si occupa, principalmente, della "power generation" da impianti solari, ubicati in Italia. A partire dall'esercizio corrente sono rimasti solamente due impianti su quattro destinati alla vendita.

Renergetica Chile SpA: detenuta al 100% da Renergetica. Controlla il 30% di RSM Chile SpA. E' focalizzata sul mercato cileno con attività di sviluppo, ingegneria e gestione di impianti; è attiva nel segmento dell'energia fotovoltaica.

RSM Chile SpA: costituita nel 2014, è focalizzata sul mercato cileno con attività di sviluppo, gestione degli impianti ed attività ingegneristica nel segmento eolico e fotovoltaico ed è partecipata al 30% da Renergetica Chile ed al 70% da Zaon S.r.l.

Renergetica LATAM Corp.: detenuta all'80% dalla Holding. Società di diritto colombiano finalizzata allo sviluppo di autorizzazioni sul mercato rinnovabile colombiano.

Opram Srl: detenuta al 100% dalla Holding, controlla a sua volta l'80% del capitale di Renergetica USA Corp. E' operativa quale sub holding di gestione delle società partecipate. Per ora detiene ancora il 50% di RH Hydro, attiva nel segmento dei mini hydro (non incluso nel perimetro di consolidamento) ma questo segmento è destinato ad essere dismesso.

Renergetica USA Corp.: costituita nel 2015, è focalizzata sullo sviluppo in Nord America. La società è focalizzata sia sul segmento fotovoltaico che su quello eolico.

Il perimetro del Gruppo include anche le numerose partecipazioni in società a responsabilità limitata aventi capitale sociale di €1.500, detenute direttamente da Renergetica S.p.A., al fine di usarle come Special Purpose Vehicle ("SPV"), ovvero società destinate a detenere l'Autorizzazione Unica ai sensi della legge 387/2003 che permetta di costruire ed esercire uno specifico impianto fotovoltaico. Al 31.12.2019 il perimetro ne conteneva 30.

ESG HIGHLIGHTS: *Environmental, Social, Governance*

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese e, in particolare, quelle relative alle tematiche Environmental, Social e Governance (ESG) sono oggetto di crescente attenzione da parte degli investitori [istituzionali] nell'ambito dei propri processi di investimento.

Queste informazioni sono maggiormente accessibili al mercato con riferimento alle società a grande capitalizzazione, anche grazie a valutazioni o certificazioni da parte di agenzie specializzate, rispetto a quanto non lo siano per le Small e Micro Cap.

Banca Finnat ha ritenuto di adoperarsi affinché, nelle proprie Equity Company Note, si dia conto delle politiche e delle azioni adottate dalle società quotate oggetto di Analyst Coverage in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG), esponendo queste informazioni unitariamente in un'apposita sezione. Le informazioni sono state riportate nei riquadri sottostanti così come fornite dalla Società nell'ambito degli incontri e dei colloqui con gli analisti della Banca, propedeutici al rilascio della Equity Company Note anche sulla base di un apposito questionario elaborato dell'Ufficio Studi della Banca.

ESG

- Una particolare attenzione all'ambiente è già insita nel business dell'azienda che sviluppa impianti per la produzione di energia rinnovabile.
- Nella progettazione degli impianti fotovoltaici è curata con molta attenzione la mitigazione visiva e la riforestazione.
- Negli uffici vengono impiegati, ove possibile, materiali di riciclo e a basso impatto ambientale.
- L'azienda sta predisponendo i contenitori per la raccolta differenziata.

ESG

- L'azienda valorizza il più possibile i propri dipendenti e le loro idee e proposte.
- Renergetica sponsorizza il "Riviera Film Festival".
- La società ha, inoltre, sponsorizzato un cortometraggio sull'importanza dell'energia pulita.
- Si provvede alla valorizzazione del lavoro femminile anche in ruoli chiave dell'azienda.
- Renergetica collabora con l'Università di Genova in merito a tesi di ricerca, con affiancamento di tesisti ai tecnici.
- Sono stati aumentati i buoni pasto per i dipendenti in seguito al trasferimento degli uffici in centro città.

ESG

- Renergetica adotta un codice etico aziendale.
- L'organo amministrativo è rappresentativo anche dei soci di minoranza. Vi è la presenza di un Amministratore indipendente.

Fonte: Questionario ESG compilato dalla Società

Risultati al 31.12.2019

EUR (K)	FY 2018	FY 2019	Var %	FY2019E
Ricavi netti	6.279	7.973	26,98	7.756
Development	4.135	6.539	58,14	6.700
Engineering	230	102	-55,85	260
Asset Management	202	210	3,94	220
Vendita di Energia	1.712	1.122	-34,44	576
Altri ricavi	371	1.400*	277,80	1.000
Valore della produzione	6.650	9.373	40,95	8.756
Materie prime	24,75	16,69	-32,57	385
%	0,37	0,18		4,40
Servizi	2.561	3.400	32,74	3.570
%	38,52	36,27		40,77
Godimento beni di terzi	262	277	5,70	250
%	3,94	2,96		2,86
Valore aggiunto	3.802	5.680	49,40	4.551
%	57,17	60,60		51,98
Personale	625	1.207	93,11	950
%	9,40	12,88		10,85
Oneri diversi	239	318	32,93	90
%	3,59	3,39		1,03
Ebitda	2.938	4.155	41,43	3.511
%	44,18			40,10
Ammortamenti & Accantonamenti	1.420	1.178	-17,04	1.155
Ebit	1.518	2.977	96,12	2.356
%	22,83	31,76		26,91
Oneri (Proventi) finanziari	511	899	76,09	445
Utile Ante Imposte	933	2.018	116,36	1.911
%	14,03	21,53		21,83
Imposte	(0,4)	229		309
Tax rate (%)	-	11,3		16,2
RISULTATO NETTO	933	1.789	91,73	1.602
%	14,03	19,10		18,30
Minorities	79	81		60
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	855	1.708	99,88	1.542
%	12,85	18,22		17,61
Cash Flow	2.353	2.967	17,17	2.757
%	35,38	31,65		31,48
PFN	-8.015	-6.976		-5.277
PN	5.243	7.333		6.693

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat; (*) include la PV da cessione impianti per € 1 milione

Renergetica ha chiuso il 2019 con ricavi consolidati netti pari a €8 milioni, in rialzo del 27% rispetto ai €6,3 milioni registrati al 31.12.2018 e pressoché in linea con le nostre attese (€7,8 milioni).

In sensibile crescita il principale segmento "development" (+58,14%) che ha beneficiato di maggiori ricavi provenienti dagli Usa e dal mercato italiano. In lieve rialzo l'Asset Management (+3,94%).

In controtendenza il segmento dell'Engineering (-55,85%) dopo l'uscita di "PDC" dal Gruppo e a seguito della scelta strategica di focalizzarsi principalmente sul segmento "development". La vendita di energia ha segnato un calo del 34,44% rispetto al 31.12.2018, esercizio nel quale ha potuto beneficiare del ripristino retroattivo degli incentivi da parte del GSE. A fine novembre 2019 è stata, inoltre, realizzata la cessione di due dei quattro impianti di proprietà di Renergetica, realizzando una plusvalenza da €1 milione, che è stata inserita nella voce "altri ricavi" e ha consentito al valore della produzione di raggiungere i €9,4 milioni (+40,95%) contro €6,7 milioni dell'esercizio precedente ed i €8,8 milioni da noi stimati.

I risultati dei singoli segmenti risultano essere abbastanza in linea con quanto da noi atteso, eccezione fatta per il segmento della vendita di energia in quanto avevamo stimato una cessione degli impianti prima di quanto fosse realmente accaduto con conseguente minore apporto al fatturato circa la vendita di energia.

Maggiori costi operativi, in particolare i servizi (+32,74%) ed il personale (+93,11%), in linea con lo sviluppo del business, non hanno impedito al Margine Operativo Lordo (Ebitda) di registrare un aumento pari al 41,43% (da €2,9 milioni a fine 2018 a €4,2 milioni al 31.12.2019 e rispetto a €3,5 milioni da noi stimati).

Ammortamenti in calo (-17,04%) hanno consentito al risultato operativo netto (Ebit) di raddoppiare, da €1,5 milioni a €3 milioni al 31.12.2019 (€2,4 milioni le nostre precedenti stime). La redditività operativa (Ros) è risultata in rialzo, raggiungendo il 31,76% rispetto al 22,83% del periodo di confronto.

In termini di risultato netto di Gruppo, Renergetica ha chiuso l'esercizio 2019 con un utile pari a €1,7 milioni, raddoppiato rispetto alle €855 migliaia del periodo di confronto (a fronte di €1,5 milioni da noi precedentemente stimati).

L'indebitamento netto è passato da €8 milioni a fine dicembre 2018 a €7 milioni al 31.12.2019, beneficiando della plusvalenza derivante dalla cessione dei due impianti.

Outlook 2020-2024

Old Estimates

EUR (K)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
RICAVI NETTI	6.279	7.756	11.759	14.638	17.775	19.033	24,83
<i>Development</i>	4.135	6.700	10.900	13.750	16.880	18.005	34,21
<i>Engineering</i>	230	260	50	50	50	150	-8,21
<i>Asset Management</i>	202	220	220	220	220	250	4,33
<i>Vendita Energia</i>	1.712	576	589	618	625	628	-18,17
Altri ricavi	371	1.000	0	0	0	0	
VALORE DELLA PRODUZIONE	6.650	8.756	11.759	14.638	17.775	19.033	23,41
Materie prime	25	385	580	780	985	995	109,34
%	0,37	4,40	4,93	5,33	5,54	5,23	
Servizi	2.561	3.570	4.825	5.080	7.205	7.605	24,32
%	38,52	40,77	41,03	34,70	40,53	39,96	
Beni di terzi	259	250	270	300	320	350	6,19
%	3,90	2,86	2,30	2,05	1,80	1,84	
VALORE AGGIUNTO	3.805	4.551	6.084	8.478	9.265	10.083	21,52
%	57,21	51,98	51,74	57,92	52,12	52,98	
Costo del lavoro	625	950	1.105	1.150	1.205	1.285	15,50
%	9,40	10,85	9,40	7,86	6,78	6,75	
Oneri diversi di gestione	239	90	100	110	110	130	-11,46
%	3,59	1,03	0,85	0,75	0,62	0,68	
EBITDA	2.941	3.511	4.879	7.218	7.950	8.668	24,14
%	44,22	40,10	41,49	49,31	44,73	45,54	
Ammortamenti	1.012	770	760	720	720	720	-6,59
Accantonamenti	407	385	385	385	400	400	-0,36
EBIT	1.521	2.356	3.734	6.113	6.830	7.548	37,77
%	22,87	26,91	31,75	41,76	38,42	39,66	
Oneri (Proventi) finanziari	-514	-445	-420	-450	-500	-550	
Rivalutazioni	0	0	0	0	0	0	
Svalutazioni	-75	0	0	0	0	0	
UTILE ANTE IMPOSTE	933	1.911	3.314	5.663	6.330	6.998	49,64
%	14,03	21,83	28,18	38,69	35,61	36,77	
Imposte	0	309	399	1.347	1.505	1.664	
<i>Tax rate (%)</i>	-0,04	16,19	12,03	23,78	23,78	23,78	
RISULTATO NETTO	933	1602	2915	4316	4825	5334	41,72
%	14,03	18,29	24,79	29,49	27,14	28,02	
<i>Minorities</i>	79	60	70	80	90	100	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	855	1.542	2.845	4.236	4.735	5.234	43,69
%	12,85	17,61	24,20	28,94	26,64	27,50	
Cash Flow	2.353	2.757	4.060	5.421	5.945	6.454	
%	35,38	31,48	34,53	37,04	33,44	33,91	
PFN	-8.015	-5.277	-7.837	-7.742	-9.839	-10.539	
Equity	5.243	6.693	8.687	11.404	13.323	14.370	
CIN	13.258	11.970	16.524	19.146	23.162	24.910	
ROI	11,47	19,68	22,60	31,93	29,49	30,30	
ROE	16,30	23,03	32,75	37,15	35,54	36,42	

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat

New Estimates

EUR (K)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	CAGR 19/24
RICAVI NETTI	7.973	10.790	13.970	15.100	15.825	15.845	14,72
Development	6.539	10.300	13.750	14.880	15.605	15.625	19,03
Engineering	102	0	0	0	0	0	
Asset Management	210	220	220	220	220	220	0,91
Vendita Energia	1.122	270	0	0	0	0	
Altri ricavi	1.400	1.820	320	350	350	350	
VALORE DELLA PRODUZIONE	9.373	12.610	14.290	15.450	16.175	16.195	11,56
Materie prime	17	35	70	140	180	180	60,91
%	0,18	0,28	0,49	0,91	1,11	1	
Servizi	3.400	5.225	4.980	5.205	5.005	5.010	8,06
%	36,27	41,44	34,85	33,69	30,94	31	
Beni di terzi	277	290	300	320	350	350	4,78
%	2,96	2,30	2,10	2,07	2,16	2	
VALORE AGGIUNTO	5.680	7.060	8.940	9.785	10.640	10.655	13,41
%	60,60	55,99	62,56	63,33	65,78	66	
Costo del lavoro	1.207	1.680	1.820	2.060	2.220	2.250	13,26
%	12,88	13,32	12,74	13,33	13,72	14	
Oneri diversi di gestione	318	320	330	340	350	350	1,96
%	3,39	2,54	2,31	2,20	2,16	2	
EBITDA	4.155	5.060	6.790	7.385	8.070	8.055	14,16
%	44,33	40,13	47,52	47,80	49,89	50	
Ammortamenti	978	662	586	568	422	399	-16,42
Accantonamenti	199	140	140	130	150	130	-8,19
EBIT	2.977	4.258	6.064	6.687	7.498	7.526	20,38
%	31,76	33,77	42,44	43,28	46,36	46	
Oneri (Proventi) finanziari	-899	-395	-815	-400	-100	-100	
Rivalutazioni	0	0	0	0	0	0	
Svalutazioni	-60	-20	-20	-20	-20	-20	
UTILE ANTE IMPOSTE	2.018	3.863	5.249	6.287	7.398	7.426	
%	21,53	30,63	36,73	40,69	45,74	46	
Imposte	229	483	656	786	925	928	
Tax rate (%)	11,3	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	
RISULTATO NETTO	1789	3380	4593	5501	6473	6.498	29,43
%	0,19	0,27	0,32	0,36	0,40	0	
Minorities	81	90	95	100	110	130	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	1.708	3.290	4.498	5.401	6.363	6.368	30,11
%	18,22	26,09	31,48	34,96	39,34	39	
Cash Flow	2.967	4.182	5.319	6.199	7.045	7.027	
%	31,65	33,17	37,22	40,12	43,56	43	
COMMESSE IN CORSO	7.811	14.545	18.205	16.244	13.165	16.240	
CASSA	2.258	2.201	4.569	5.670	9.375	13.258	
PFN	-6.976	-8.034	-6.399	-435	8.770	12.653	
Equity	7.333	10.553	15.073	18.344	24.054	30.101	
CIN	14.309	18.587	21.472	18.778	15.284	17.448	
NWC	9.046	15.533	19.065	16.906	13.854	16.426	
Capex	0	150	150	200	200	200	
ROI	20,81	22,91	28,24	35,61	49,06	43	
ROE	23,29	31,18	29,84	29,44	26,45	21,15	

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat

A causa dell'attuale situazione emergenziale, abbiamo, prudenzialmente, provveduto a rivedere al ribasso le stime per i ricavi netti consolidati.

A consuntivo 2020 ci aspettiamo ora ricavi per €10,8 milioni rispetto agli 11,8 milioni della nostra stima precedente per tener conto di un eventuale rallentamento del processo di "energy transition".

Nell'arco dell'esercizio corrente prevediamo, inoltre, la cessione degli ultimi due impianti di produzione non ancora dismessi. Pertanto, a partire dal 2021, i ricavi netti saranno composti da due soli segmenti, il *development* (che dal 2020 ingloba anche il segmento *engineering*) e l'*asset management*. Quindi, per il 2021, abbiamo portato i ricavi a €14 milioni dai €14,6 milioni da noi precedentemente stimati. Per il 2023 ci aspettiamo che i ricavi possano raggiungere i €15,8 milioni rispetto ai €19 milioni originariamente attesi, per rimanere costanti nel 2024.

Il segmento *development*, per il 2020, è stato ridimensionato, passando da €10,9 milioni, da noi precedentemente stimati, a €10,3 milioni; questo segmento di punta, a fine periodo previsionale, dovrebbe poter attestarsi a €15,6 milioni. Per quanto concerne il segmento *Asset Management*, abbiamo lasciato pressoché invariate le nostre aspettative per tutto l'arco previsionale.

A consuntivo 2020 ci aspettiamo un Margine Operativo Lordo (Ebitda) pari a €5 milioni dai €4,9 milioni originariamente preventivati. Per il 2023 la Società dovrebbe essere in grado di realizzare un Ebitda pari a €8 milioni (rispetto agli €8,7 milioni precedentemente stimati) che si dovrebbero riconfermare stabili nel 2024.

Ammortamenti in calo, dovuti sia alla dismissione dei due impianti nel 2019 che alla cessione da noi attesa dei rimanenti due impianti nell'esercizio corrente, dovrebbero consentire al Risultato Operativo Netto (Ebit) di raggiungere, nel 2020, i €4,3 milioni dai €3,7 milioni, originariamente preventivati. Per il 2023, l'Ebit lo stimiamo a €7,5 milioni (in linea con le precedenti stime) ed un dato invariato nel 2024. In questo contesto, il ROS (il margine dell'Ebit sul valore della produzione) dovrebbe passare, nel corso dell'arco previsionale (2020/2024), dal 33,8% al 46%.

Per tutta la durata del piano, la Società dovrebbe poter beneficiare del regime fiscale della *Participation Exemption* "Pex", consistente nell'esenzione fiscale delle plusvalenze societarie. Ciò dovrebbe portare il tax rate medio al 12,5%.

In termini di Risultato Netto del Gruppo questo dovrebbe riuscire a portarsi, nel 2020, a €3,3 milioni rispetto ai €2,8 milioni da noi attesi. Sul 2023, il risultato netto dovrebbe attestarsi a €6,4 milioni da €5,2 milioni delle nostre precedenti stime.

Dal punto di vista patrimoniale, al fine di poter fronteggiare il sensibile sviluppo della pipeline dei progetti (commesse in corso), ci aspettiamo, nel prossimo biennio 20/21, l'accensione di finanziamenti bancari che, nel 2021, dovrebbero raggiungere un picco di €11,4 milioni. Nello stesso anno stimiamo che anche le commesse per lavori in corso dovrebbero registrare un apice massimo pari a €19,2 milioni. Contemporaneamente, dovrebbe prendere il via la cessione dei progetti maturi, portando ad un sensibile incremento della cassa che, nel 2021, dovrebbe attestarsi a €4,7 milioni per salire, nel 2023, a €9,4 milioni e raggiungere i €13,3 milioni nel 2024. Conseguentemente, si dovrebbe poter osservare una diminuzione delle commesse in corso d'opera ed una sensibile riduzione dell'esposizione bancaria. L'indebitamento netto dovrebbe quindi passare da €8 milioni a consuntivo 2020 a una pfn positiva per €8,8 milioni nel 2023 e salire a +€12,7 milioni a fine periodo previsionale.

Nelle nostre stime abbiamo ipotizzato il pagamento di dividendi, a partire dall'esercizio 2022.

Il patrimonio netto, pari a €10,6 milioni nel 2020, dovrebbe giungere a €30,1 milioni nel 2024.

Valuation

Ai fini della valutazione utilizziamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2020/2024. Manteniamo un tasso di crescita perpetua all'0,5% ma determiniamo un WACC all'8,25%, in rialzo rispetto al precedente 8,11%, in funzione di un innalzamento all'11,25% del Market Risk Premium (dal precedente 10,50%) ed un abbassamento del Free Risk Rate all'1,5% dal precedente 1,75%.

Inoltre, è stato applicato un Coefficiente Beta di settore pari allo 0,6 (Damodaran – settore *green and renewable energy Europe* – sample di 48 Società di cui è inclusa anche Renergetica) contro il precedente Coefficiente Beta pari all'unità.

Alla luce dei ragguardevoli flussi di cassa attesi in entrata, abbiamo valutato la società considerando una struttura patrimoniale *fully unlevered* (rispetto alla nostra precedente valutazione che teneva conto di un equity al 60% del capitale investito).

I modificati parametri finanziari determinano un Enterprise Value pari a €52,2 milioni ed un Valore ad Equity pari a **6,16 euro/azione**.

La nostra raccomandazione sul titolo permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	4.258	6.064	6.687	7.498	7.526
Imposte	483	656	786	925	928
NOPAT	3.775	5.409	5.901	6.573	6.598
D&A	802	726	698	572	529
Capex	150	150	200	200	200
CNWC	6.487	3.532	-2.159	-3.052	2.572
FOCF	-2.060	2.452	8.558	9.997	4.355

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	8,25
Discounted Terminal Value	35.999
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	16.247
Enterprise Value	52.246
Net financial position as of 31/12/2019	-6.976
Equity Value	45.270
Nr. Azioni	7.351,000
Value per share	6,16

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,5
Market risk premium	11,25
Beta (x)	0,6
Cost of Equity	8,25
Equity/(Debt+Equity)	1
WACC	8,25

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
24.10.2019	Buy	5,2 €	3,74 €
19.04.2019	Buy	4,8 €	3,24 €
25.10.2018	Buy	4,7 €	1,42 €

Key to Investment Rating (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%

HOLD: Expected to perform +/- 10%

REDUCE: Target achieved but fundamentals disappoint

SELL: Downside potential at least 15%

Banca Finnat Research Rating Distribution	31/01/2020				
N° società sotto copertura di ricerca: 16	BUY	HOLD	REDUCE	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazione sul totale ricerche (%)	65%	10%	0%	0%	25%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento (%)	100%	100%	-	-	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ricavi netti	7.973	10.790	13.970	15.100	15.825	15.845
VALORE DELLA PRODUZIONE	9.373	12.610	14.290	15.450	16.175	16.195
Materie prime	17	35	70	140	180	180
Servizi	3.400	5.225	4.980	5.205	5.005	5.010
Beni di terzi	277	290	300	320	350	350
VALORE AGGIUNTO	5.680	7.060	8.940	9.785	10.640	10.655
Costo del lavoro	1.207	1.680	1.820	2.060	2.220	2.250
Oneri diversi di gestione	318	320	330	340	350	350
EBITDA	4.155	5.060	6.790	7.385	8.070	8.055
Ammortamenti	978	662	586	568	422	399
Accantonamenti	199	140	140	130	150	130
EBIT	2.977	4.258	6.064	6.687	7.498	7.526
Oneri (Proventi) finanziari	-899	-395	-815	-400	-100	-100
UTILE ANTE IMPOSTE	2.018	3.863	5.249	6.287	7.398	7.426
Imposte	229	483	656	786	925	928
Tax-rate (%)	0,11	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Risultato Netto	1.789	3.380	4.593	5.501	6.473	6.498
Minorities	81	90	95	100	110	130
Risultato Netto Di Gruppo	1.708	3.290	4.498	5.401	6.363	6.368
Cash Flow	2.967	4.182	5.319	6.199	7.045	7.027
BALANCE SHEET (Eur k)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Totale Patrimonio Netto	7.333	10.553	15.073	18.344	24.054	30.101
PFN	-6.976	-8.034	-6.399	-435	8.770	12.653
Capitale Investito Netto	14.309	18.587	21.472	18.778	15.284	17.448
FINANCIAL RATIOS (%)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA margin	44,33	40,13	47,52	47,80	49,89	49,74
EBIT margin	31,76	33,77	42,44	43,28	46,36	46,47
Net margin	18,22	26,09	31,48	34,96	39,34	39,32
ROI	20,81	22,91	28,24	35,61	49,06	43,13
ROE	23,29	31,18	29,84	29,44	26,45	21,15
GROWTH (%)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Value of Production	40,95	44,02	13,32	8,12	4,69	0,12
EBITDA	41,43	44,12	34,19	8,76	9,28	-0,19
EBIT	96,12	80,73	42,41	10,27	12,13	0,37
Net Profit	99,88	113,42	36,71	20,08	17,81	0,07
Cash Flow	17,17	51,71	27,18	16,55	13,65	-0,26
VALUATION METRICS	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E	15,16	8,02	5,91	4,93	4,19	4,17
P/CF	9,14	6,49	5,10	4,38	3,85	3,86
P/BV	3,70	2,57	1,80	1,48	1,13	0,90
EPS	0,23	0,45	0,61	0,73	0,87	0,87
CFPS	0,40	0,57	0,72	0,84	0,96	0,96
BVPS	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/SALES	4,28	3,26	2,40	1,83	1,16	0,91
EV/EBITDA	8,21	6,95	4,94	3,73	2,27	1,80
EV/EBIT	11,45	8,26	5,53	4,12	2,45	1,92

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat

Informazioni generali

La presente ricerca è stata preparata da Tatjana Eifrig, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. (**"Banca Finnat"** o la **"Banca"**), autorizzata dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La presente ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell'ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

La presente ricerca non costituisce in alcun modo una proposta di conclusione di un contratto, né un'offerta al pubblico di prodotti finanziari né si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari, ai sensi dell'articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

Fonti e modelli di valutazione

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell'emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat non fornisce, tuttavia, alcuna garanzia circa l'accuratezza o la completezza delle suddette fonti informative.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca.

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

Copertura e aggiornamento

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce una copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate *flash company note*) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e di eventi, anche di carattere ordinario, inerenti l'Emittente.

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)¹.

¹ Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che Banca Finnat svolge il ruolo di *specialist* in favore dell'emittente.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente *disclaimer*.

Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di *information barriers*; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa tranne in occasione di ammissione a quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende, pertanto, in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserizioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

<https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>

Riproduzione e distribuzione della ricerca

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. La presente ricerca non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.

BANCA FINNAT EURAMERICA S.p.A.
Palazzo Altieri – Piazza del Gesù, 49 – 00186 – Roma
Tel (+39) 06 69933.1 – Fax (+39) 06 6784950
www.bancafinnat.it - banca@finnat.it
Capitale Sociale: Euro 72.576.000,00 i.v.
ABI 3087.4

R.E.A. n. 444286 – P.IVA n. 00856091004
C.F. e Reg. Imprese di Roma n. 00168220069
Iscritta all'albo delle banche – Capogruppo del gruppo bancario
Banca Finnat Euramerica, iscritta all'albo dei gruppi bancari
Aderente al fondo interbancario di tutela dei depositi