

RACCOMANDAZIONE
Buy (da Buy)

Target Price*
€6,59 (da €6,16)

Renergetica

Settore: Renewable Energy
Codice di negoziazione Bloomberg: REN IM
Mercato AIM
Prezzo al 04/09/2020
4,45 €
Capitalizzazione di Borsa: 32.711.950 €
Numero di azioni: 7.351.000
Patrimonio netto al 30.06.2020: 9.047.330 €

(*) fully diluted con aumento di capitale atteso

Data ed ora di produzione:
 04.09.2020 ore 17.50

Data ed ora di prima diffusione:
 04.09.2020 ore 18.10

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
 E-mail: ufficio.studi@finnat.it

La pandemia in atto non ferma la domanda di impianti "green"

- 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, crescendo nel mercato "hybrid" (integrazione e controllo delle "reti ibride") grazie ad un software sviluppato "in house".
- Durante il recente lockdown, il Gruppo ha proseguito le proprie attività in "smart-working", rispettando tutte le tempistiche prefissate. Il temporaneo calo della domanda di energia elettrica pare non abbia ridotto l'interesse in merito agli impianti rinnovabili.
- Renergetica è riuscita ad ottenere le prime commesse sul mercato hybrid con partners di rilievo, in particolare nel settore minerario.
- Nel mese di agosto 2020, è stato sottoscritto, da fondi di "Anthilia Capital Partners", un prestito obbligazionario da € 8 milioni a sostegno del consolidamento sugli attuali mercati di riferimento (Italia, Usa, Cile e Colombia). Una seconda tranche da € 4 milioni è stata sottoscritta dal socio di controllo "Exacto S.p.A.".
- Sul periodo 2019-2024 confermiamo una crescita media annua attesa dei ricavi pari al 14,7% e del 20,4% per il risultato operativo netto. L'utile netto, a consuntivo 2020, riteniamo sarà in grado di raggiungere i € 3,4 milioni (precedente stima pari a € 3,3 milioni) per portarsi a € 6,1 milioni a fine periodo previsionale (€ 6,4 milioni precedente stima), con una crescita media annua pari al 29%.
- Manteniamo la raccomandazione d'acquisto sul titolo con un target price a €6,59 (da €6,16).

Anno al 31/12 (k €)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ricavi netti	7.973	11.045	13.970	15.100	15.825	15.845
Valore della Produzione	9.373	12.865	14.290	15.450	16.175	16.195
Valore Aggiunto	5.680	7.632	8.940	9.785	10.640	10.655
EBITDA	4.155	5.632	6.790	7.385	8.070	8.055
EBIT	2.977	4.630	6.064	6.687	7.498	7.526
Utile netto	1.708	3.441	4.555	5.104	5.970	6.149
Cash-flow	2.967	4.533	5.376	5.902	6.652	6.808
Pfn	-6.976	-9.535	-7.435	-1.144	7.574	11.064
Roe	23,29	32,14	29,81	27,78	25,14	20,84

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat

Attività & Strategie

Renertica 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.

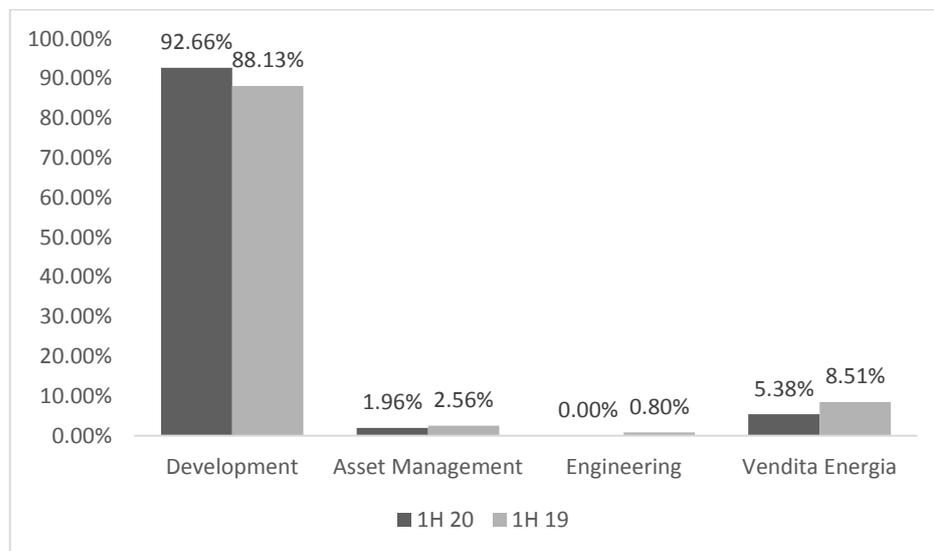
L'attività di "developer" si articola come di seguito:

- 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 (il 93% del fatturato al 30.06.2020) l'azienda genovese è anche attiva quale Asset Manager (il 2% 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. I due impianti rimanenti sono stati, anch'essi, messi in vendita. Al 30.06.2020 la vendita di energia è scesa al 5,38% del fatturato dall'8,51% registrato al 30.06.2019. Il segmento engineering non ha prodotto un fatturato di rilievo nei primi sei mesi dell'esercizio corrente rispetto ad un esiguo 0,80% del fatturato registrato al 30.06.2019. Il segmento engineering è destinato ad essere assorbito nel segmento development.



Fonte: Renergetica – Breakdown del fatturato 1H 2019 vs 1H 2020 per segmento di attività

Mercato Hybrid

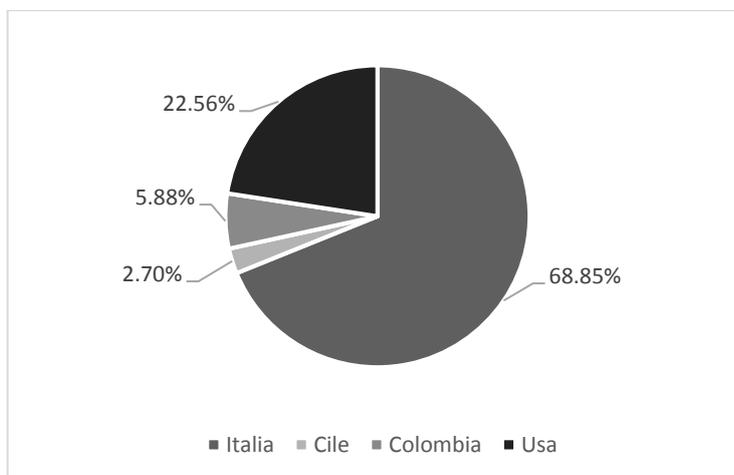
Inoltre, la Società ha sviluppato un innovativo sistema (applicabile a qualsiasi domanda di carico), detto “Hybrid Grid Smart Controller” (HGSC), che consente di massimizzare l’utilizzo dell’energia a basso costo delle fonti rinnovabili senza compromettere la stabilità del sistema. Questo sistema si 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. 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).



Fonte: Renergetica

Al 30.06.2020 il 68,85% del fatturato è stato determinato dal mercato nazionale, il 22,56% dall'importante mercato statunitense mentre i mercati sudamericani hanno pesato, rispettivamente, per il 5,88% (Colombia) ed il 2,70% (Cile).

Nello specifico:

- **ITALIA:** Renergetica, all'inizio di aprile dell'esercizio corrente, aveva 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. Nel mese di giugno è stato avviato, con Edison, l'accordo quadro con la sottoscrizione dei primi contratti di opzione, propedeutici, alla vendita di tre progetti per la realizzazione di impianti fotovoltaici, per una potenza complessiva pari a circa 91 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).

La Società opera su più stati federali, abbracciando più business model: dai grossi impianti ai tender per PPA statali, alle innovative Community Solar. Quest'ultime, grazie alla vendita diretta al consumatore da parte del produttore fotovoltaico, potranno garantire un valore a MW superiore rispetto alle altre tipologie riscontrate dal Gruppo.

- **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 gli sviluppi che il Gruppo ipotizza di vendere nel corso del 2020, avendo già avviato le relative trattative. Proprio nel mese di

luglio dell'esercizio corrente Renergetica ha perfezionato la vendita al Gruppo Energia Latina delle autorizzazioni per la costruzione di un impianto fotovoltaico per una potenza complessiva pari a 5,8 MWp.

- **COLOMBIA:** Attualmente nel Paese è installato complessivamente di fotovoltaico supera di poco i 100 MWp e di conseguenza il potenziale di ampliamento potrebbe diventare, nel prossimo futuro, molto importante. Nel mese di maggio dell'esercizio corrente Renergetica ha sottoscritto una lettera d'intenti con Gran Colombia Gold Segovia Sucursal Colombia per la vendita delle autorizzazioni per la costruzione di un impianto fotovoltaico di potenza complessiva pari a 11,2 MWp, nella regione di Tolima (il "progetto Suarez").

Gran Colombia Segovia è controllata da Gran Colombia Gold Corp., produttore canadese di oro con focus principale in Colombia, dove attualmente è il primo produttore di oro e argento, con diversi siti operativi presso le miniere di Segovia e Marmato. È prevista una non indifferente espansione delle operazioni sotterranee di estrazione dell'oro. Il progetto Suarez è il primo progetto di una pipeline in fase di sviluppo in Colombia. Molti "big" del settore minerario stanno investendo in energia rinnovabile al fine di mitigare l'impatto ambientale della propria produzione. Il progetto dovrebbe essere sviluppato durante l'esercizio in corso.

Mercato hybrid

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 Gold X Mining Corp. (già Sandspring Resources Limited), 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 della medesima Gold X Mining Corp.) 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. Renergetica dovrebbe poter iniziare le attività di dimensionamento del relativo impianto fotovoltaico nel corso del secondo semestre dell'esercizio corrente.

Al fine di sostenere adeguatamente il consolidamento sui mercati ove Renergetica è già presente e l'espansione verso nuovi mercati, la società, all'inizio di agosto dell'esercizio corrente, ha emesso un prestito obbligazionario quinquennale. Una prima tranche del valore di € 8 milioni è stata sottoscritta da fondi gestiti da Anthilia

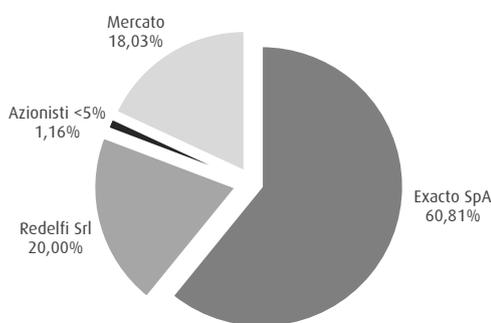
Capital Partners. Una seconda tranche, da € 4 milioni, è stata sottoscritta interamente dal socio di controllo di Renergetica, "Exacto" S.p.A., in sostituzione del finanziamento soci. E' previsto un tasso fisso al 5,70%, ed una cedola con scadenza semestrale.

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.

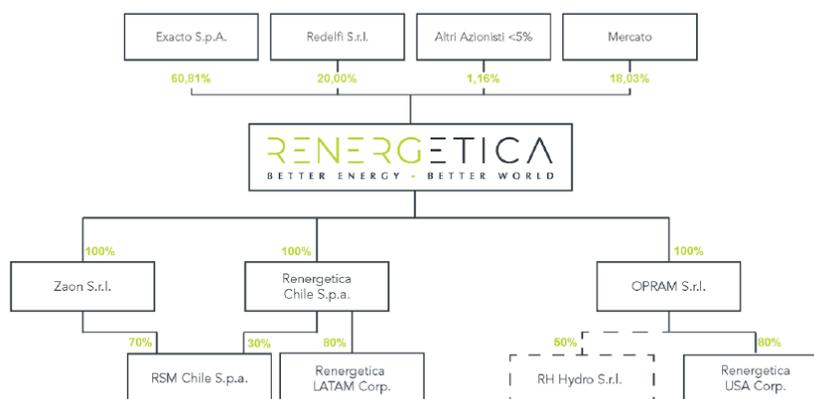
Il 60,81% del capitale è detenuto da "Exacto S.p.A." (il 76,83% del suo capitale sociale fa capo a Stefano Giusto), seguita da "Redelfi Srl" con il 20% (Davide Sommariva detiene una quota del 45,82% del capitale sociale). Il 18,03% del capitale è rappresentato da flottante sul mercato mentre il rimanente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



Fonte: Renergetica

Entro la fine dell'anno corrente, è previsto un aumento di capitale, a titolo gratuito, ai sensi dell'art.2442 c.c. (mediante imputazione a capitale di riserve patrimoniali). L'operazione prevede l'assegnazione di una azione nuova ogni 10 azioni possedute. Pertanto, il numero di azioni post aumento passerebbe dalle attuali n° 7.351.000 a n° 8.086.100 (n° 735.100 azioni di nuova emissione). Il capitale sociale dovrebbe salire da € 1.005.300 a € 1.105.830. La delibera è attesa in occasione del Cda in programma per il prossimo 15 settembre.

L'attuale struttura del Gruppo



Fonte: Renergetica

Renenergetica 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 Renenergetica 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.

Renenergetica Chile SpA: detenuta al 100% da Renenergetica. 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 Renenergetica Chile ed al 70% da Zaon S.r.l.

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

Opfram Srl: detenuta al 100% dalla Holding, controlla a sua volta l’80% del capitale di Renenergetica 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.

Renenergetica 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 Renenergetica 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 30.06.2020 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 dall'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 ha predisposto i contenitori per la raccolta differenziata.

ESG

- L'azienda valorizza il più possibile i propri dipendenti e le loro idee e proposte.
- Renegergica 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.
- Renegergica 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

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

Fonte: Informazioni tratte dal questionario Esg compilato dalla società

Risultati al 30.06.2020

EUR (k)	1H 2019	1H 2020	Var%
Ricavi netti	4.558,90	5.519,62	21,07
Development	3.779,93	5.114,59	35,31
Engineering	34,50	-	-100,00
Asset Management	109,62	108,02	-1,46
Vendita di Energia	634,85	297,02	-53,21
Altri ricavi	118,13	51,91	-56,06
Valore della produzione	4.677,04	5.571,53	19,13
Materie prime	6,55	6,90	5,34
%	0,14	0,12	
Servizi	1.709,58	1.997,50	16,84
%	36,55	35,85	
Godimento beni di terzi	120,64	120,59	-0,04
%	2,58	2,16	
Valore aggiunto	2.840,27	3.446,54	21,35
%	60,73	61,86	
Personale	580,24	700,10	20,66
%	12,41	12,57	
Oneri diversi	97,42	173,14	77,72
%	2,08	3,11	
Ebitda	2.162,61	2.573,30	18,99
%	46,24	46,19	
Ammortamenti & Accantonamenti	491,63	493,26	0,33
Ebit	1.670,98	2.080,05	24,48
%	35,73	37,33	
Oneri (Proventi) finanziari	190,90	342,09	79,20
Utile Ante Imposte	1.480,08	1.737,96	17,42
%	31,65	31,19	
Imposte	186,47	245,69	
Tax rate (%)	12,6	14,1	
RISULTATO NETTO	1.293,61	1.492,26	15,36
%	27,7	26,8	
Minorities	148,88	141,44	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	1.144,73	1.350,82	18,00
%	24,48	24,25	
Cash Flow	1.785,24	1.985,52	11,22
%	38,17	35,64	
PFN	-6.976,37*	-7.971,02	
PN	7.333,01*	9.047,33	

Fonte: Renergetica; (*) dato al 31.12.2019

Renenergetica ha chiuso il primo semestre 2020 con ricavi consolidati netti pari a €5,5 milioni, in rialzo del 21% rispetto ai €4,6 milioni registrati al 30.06.2019.

In sensibile crescita il principale segmento "development" (+35,31%) che ha beneficiato di maggiori ricavi provenienti, in particolare, dal mercato italiano.

In lieve calo l'Asset Management (-1,46%).

Del tutto trascurabile il segmento dell'Engineering, in linea con la scelta strategica di focalizzarsi, principalmente, sul segmento "development".

La vendita di energia ha segnato un calo del 53,21% rispetto al 30.06.2019 in seguito alla cessione di due dei quattro impianti di proprietà della società a novembre del 2019.

Il valore della produzione ha segnato un incremento del 19%, dai €4,7 milioni al 30.06.2019 ai €5,6 milioni a fine giugno 2020.

Maggiori costi operativi, in particolare i servizi (+16,84%) ed il personale (+20,66%), in linea con lo sviluppo del business, non hanno impedito al Margine Operativo Lordo (Ebitda) di registrare un aumento pari al 18,99% (da €2,2 milioni a fine giugno 2019 a €2,6 milioni al 30.06.2020) con una marginalità (rispetto al valore della produzione) al 46,19% (46,24% al 30.06.2019).

Ammortamenti stabili (+0,33%) hanno consentito al risultato operativo netto (Ebit) di portarsi a €2,1 milioni al 30.06.2020 da €1,7 milioni al 30.06.2019 (+24,48%). La redditività operativa netta (Ros) è risultata in rialzo al 37,33% rispetto al 35,73% del periodo di confronto.

Maggiori oneri finanziari (+79,20%) dovuti ad un incremento delle perdite su cambi, hanno frenato la crescita dell'utile ante imposte (+17,42%).

In termini di risultato netto di Gruppo, Renenergetica ha chiuso il primo semestre 2020 con un utile pari a €1,4 milioni (+18%) rispetto a €1,1 milioni del periodo di confronto.

L'indebitamento netto è passato da €7 milioni a fine dicembre 2019 a €8 milioni al 30.06.2020.

Outlook 2020-2024

EUR (K)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	CAGR 19/24
RICAVI NETTI	7.973	11.045	13.970	15.100	15.825	15.845	14,72
<i>Development</i>	6.539	10.300	13.750	14.880	15.605	15.625	19,03
<i>Engineering</i>	102	0	0	0	0	0	-100,00
<i>Asset Management</i>	210	220	220	220	220	220	0,91
<i>Vendita Energia</i>	1.122	525	0	0	0	0	-100,00
Altri ricavi	1.400	1.820	320	350	350	350	
VALORE DELLA PRODUZIONE	9.373	12.865	14.290	15.450	16.175	16.195	11,56
Materie prime	17	18	70	140	180	180	60,91
%	0,18	0,14	0,49	0,91	1,11	1,11	
Servizi	3.400	4.925	4.980	5.205	5.005	5.010	8,06
%	36,27	38,28	34,85	33,69	30,94	30,94	
Beni di terzi	277	290	300	320	350	350	4,78
%	2,96	2,25	2,10	2,07	2,16	2,16	
VALORE AGGIUNTO	5.680	7.632	8.940	9.785	10.640	10.655	13,41
%	60,60	59,32	62,56	63,33	65,78	65,79	
Costo del lavoro	1.207	1.680	1.820	2.060	2.220	2.250	13,26
%	12,88	13,06	12,74	13,33	13,72	13,89	
Oneri diversi di gestione	318	320	330	340	350	350	1,96
%	3,39	2,49	2,31	2,20	2,16	2,16	
EBITDA	4.155	5.632	6.790	7.385	8.070	8.055	14,16
%	44,33	43,78	47,52	47,80	49,89	49,74	
Ammortamenti	978	862	586	568	422	399	-16,42
Accantonamenti	199	140	140	130	150	130	-8,19
EBIT	2.977	4.630	6.064	6.687	7.498	7.526	20,38
%	31,76	35,99	42,44	43,28	46,36	46,47	
Oneri (Proventi) finanziari	899	595	750	740	550	350	
Rivalutazioni	0	0	0	0	0	0	
Svalutazioni	-60	-20	-20	-20	-20	-20	
UTILE ANTE IMPOSTE	2.018	4.035	5.314	5.947	6.948	7.176	
%	21,53	31,36	37,19	38,49	42,96	44,31	
Imposte	229	504	664	743	869	897	
<i>Tax rate (%)</i>	11,3%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
RISULTATO NETTO	1789	3531	4650	5204	6080	6.279	28,54
%	0,19	0,27	0,33	0,34	0,38	0,39	
<i>Minorities</i>	81	90	95	100	110	130	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	1.708	3.441	4.555	5.104	5.970	6.149	29,20
%	18,22	26,74	31,87	33,03	36,91	37,97	
Cash Flow	2.967	4.533	5.376	5.902	6.652	6.808	
%	31,65	35,23	37,62	38,20	41,12	42,04	
COMMESSE IN CORSO	7.811	15.545	18.705	16.244	13.165	16.240	
CASSA	2.258	2.674	4.445	8.935	13.153	14.643	
PFN	-6.976	-9.535	-7.435	-1.144	7.574	11.064	
Equity	7.333	10.704	15.280	18.373	23.747	29.508	
CIN	14.309	20.239	22.715	19.517	16.173	18.444	
NWC	9.046	16.932	19.915	17.156	14.124	16.676	
Capex	150	150	150	200	200	200	
ROI	20,81	22,88	26,70	34,26	46,36	40,80	
ROE	23,29	32,14	29,81	27,78	25,14	20,84	

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat

Durante il periodo di lockdown la generalizzata ridotta capacità produttiva dei settori industriali ha comportato un sensibile calo della domanda di energia elettrica. Renergetica ha però proseguito con i propri progetti in quanto la domanda per impianti rinnovabili non appare aver subito rallentamenti.

Sul periodo previsionale 2019 - 2024 stimiamo una crescita media annua dei ricavi pari al 14,72% grazie ad un sostenuto incremento previsto per il "core business" *development* (+19%). Il dato dovrebbe poter beneficiare anche di una maggiore crescita in particolare del mercato italiano ma anche di quello Usa. In più ci attendiamo crescenti sviluppi sui mercati sud-americani (Cile e Colombia). A partire dal 2020 questo segmento dovrebbe inglobare anche il segmento *engineering*, oramai marginale.

Stabile è prevista la crescita del segmento *asset management* (cagr 2019 - 2024 pari allo 0,91%).

In merito al segmento della vendita di energia, nell'arco dell'esercizio corrente prevediamo 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 e cioè il *development* e l'*asset management*.

I costi anticipati, da parte di Renergetica, per lo sviluppo dei progetti, spesi e non capitalizzati, sono destinati a frenare la crescita del Margine Operativo Lordo (Ebitda) che, però, dovrebbe riuscire a mantenere una crescita media annua del 14,16% (da € 5,6 milioni previsti a fine 2020 a € 8 milioni a fine 2024), con un margine reddituale (calcolato sul valore della produzione) in crescita dal 43,78% del 2020 al 49,74% a fine periodo previsionale.

Ammortamenti e accantonamenti in calo dovrebbero consentire al Risultato Operativo Netto (Ebit) di segnare una crescita media annua (2019 - 2024) pari al 20,38% (da € 4,6 milioni stimati a consuntivo 2020 a € 7,5 milioni a fine 2024), con un Ros in aumento dal 35,99% del 2020 al 46,47% previsto a fine 2024.

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 conseguite. Di conseguenza, il tax rate medio lo stimiamo stabile al 12,5%.

In termini di Risultato Netto del Gruppo, questo dovrebbe riuscire a segnare una crescita media annua nel periodo 2019-2024 del 29,20%, portandosi da € 3,4 milioni del consuntivo 2020 a € 6,1 milioni al 2024, con un net margin in aumento dal 26,74% del 2020 al 37,97% nel 2024.

Dal punto di vista patrimoniale, al fine di poter fronteggiare il sensibile sviluppo della pipeline dei progetti in corso, è stato emesso nel recente mese di agosto un prestito obbligazionario, per € 12 milioni. L'indebitamento netto lo stimiamo quindi a € 9,5 milioni a consuntivo 2020 ma la forte generazione di cassa prevista dovrebbe consentire alla posizione finanziaria netta di risultare positiva per € 7,6 milioni nel 2023 e salire a € 11 milioni a fine periodo previsionale.

Il patrimonio netto, pari a € 10,7 milioni previsti a consuntivo nel 2020, dovrebbe portarsi a € 29,5 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% e determiniamo un WACC al 7,95% (precedente 8,25%), in funzione di un Free Risk Rate all'1,2% (precedente 1,5%), un Market Risk Premium invariato all'11,25% ed un Beta di settore pari allo 0,6 (Damodaran – settore *green and renewable energy Europe* – sample di 48 Società inclusa anche Renergetica).

Otteniamo un Enterprise Value pari a €61,3 milioni ed un Valore ad Equity pari a **6,59 euro/azione**.

La nostra raccomandazione sul titolo permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	4.630	6.064	6.687	7.498	7.526
Imposte	504	664	743	869	897
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	7.886	2.983	-2.759	-3.032	2.552
FOCF	-2.909	2.993	9.201	10.034	4.406

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	7,95
Discounted Terminal Value	42.735
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	18.532
Enterprise Value	61.267
Net financial position as of 30/06/2020	-7.971
Equity Value	53.296
Nr. Azioni*	8.086.100
Value per share	6,59

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,2
Market risk premium	11,25
Beta (x)	0,6
Cost of Equity	7,95
Equity/(Debt+Equity)	1
WACC	7,95

Stime: Banca Finnat ; (*) tiene conto del prossimo atteso aumento di capitale gratuito

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
29.04.2020	Buy	6,16€	3,69 €
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
31/07/2020

	BUY	HOLD	REDUCE	SELL	N.R.
N° Società sotto copertura di ricerca: 15					
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	73%	13%	0%	0%	13%
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	11.045	13.970	15.100	15.825	15.845
VALORE DELLA PRODUZIONE	9.373	12.865	14.290	15.450	16.175	16.195
Materie prime	17	18	70	140	180	180
Servizi	3.400	4.925	4.980	5.205	5.005	5.010
Beni di terzi	277	290	300	320	350	350
VALORE AGGIUNTO	5.680	7.632	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	5.632	6.790	7.385	8.070	8.055
Ammortamenti	978	862	586	568	422	399
Accantonamenti	199	140	140	130	150	130
EBIT	2.977	4.630	6.064	6.687	7.498	7.526
Oneri (Proventi) finanziari	899	595	750	740	550	350
UTILE ANTE IMPOSTE	2.018	4.035	5.314	5.947	6.948	7.176
Imposte	229	504	664	743	869	897
Tax-rate (%)	0,11	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Risultato Netto	1.789	3.531	4.650	5.204	6.080	6.279
Minorities	81	90	95	100	110	130
Risultato Netto Di Gruppo	1.708	3.441	4.555	5.104	5.970	6.149
Cash Flow	2.967	4.533	5.376	5.902	6.652	6.808
BALANCE SHEET (Eur k)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Totale Patrimonio Netto	7.333	10.704	15.280	18.373	23.747	29.508
PFN	-6.976	-9.535	-7.435	-1.144	7.574	11.064
Capitale Investito Netto	14.309	20.239	22.715	19.517	16.173	18.444
FINANCIAL RATIOS (%)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA margin	44,33	43,78	47,52	47,80	49,89	49,74
EBIT margin	31,76	35,99	42,44	43,28	46,36	46,47
Net margin	18,22	26,74	31,87	33,03	36,91	37,97
Net debt/Ebitda (x)	1,68	1,69	1,09	0,15	-	-
Net debt/Equity	95,14	89,09	48,65	6,23	-	-
ROI	20,81	22,88	26,70	34,26	46,36	40,80
ROE	23,29	32,14	29,81	27,78	25,14	20,84
GROWTH (%)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Value of Production	304,78	46,93	11,08	8,12	4,69	0,12
EBITDA	149,06	60,41	20,56	8,76	9,28	-0,19
EBIT	96,12	96,52	30,97	10,27	12,13	0,37
Net Profit	99,88	123,18	32,38	12,05	16,97	3,01
Cash Flow	17,17	64,43	18,60	9,78	12,71	2,35
VALUATION METRICS	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS	0,21	0,43	0,56	0,63	0,74	0,76
CFPS	0,37	0,56	0,66	0,73	0,82	0,84
BVPS	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	20,11	10,19	7,74	6,92	5,92	5,73
P/CF	12,13	7,94	6,69	6,10	5,41	5,29
P/BV	4,91	3,36	2,35	1,96	1,52	1,22
EV/SALES	5,39	4,12	3,11	2,46	1,80	1,57
EV/EBITDA	10,34	8,08	6,39	5,03	3,52	3,09
EV/EBIT	14,43	9,83	7,16	5,55	3,79	3,31

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat

Informazioni generali

La 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 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.

Essa non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari 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, tuttavia, non fornisce alcuna garanzia circa l’accuratezza o la completezza delle fonti informative utilizzate.

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 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 a qualsiasi evento (di carattere ordinario od eccezionale) inerente 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.

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 in quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende 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 asserzioni 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>

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.

Distribuzione

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. Essa 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