

## RATING BUY PER I TITOLI INNOVATIVE-RFK – INTEGRÆE SIM PRESENTA LA SUA RICERCA DI MERCATO

*Milano, 13 Luglio 2020 – E' stata pubblicata da Integræe SIM una ricerca relativa al titolo Innovative-RFK quotato su Euronext Access Paris. Il target Price per azione risulta essere di 1,63€ quindi ben al di sopra delle quotazioni attuali, per questo il report di conclude con il Rating BUY per il titolo di Innovative-RFK.*

Contatti UFFICIO STAMPA i-RFK

Renew Communication S.r.l.

Ilaria Perrozzi / Viviana Sbarra: [info@renewcommunication.com](mailto:info@renewcommunication.com)

Tel. +39 02 835 930 1 – Mob. +39 340 12 86 146

Data produzione: 10 luglio 2020 - h 18:00

Data pubblicazione: 13 luglio 2020

<b>Innovative-RFK</b>	<b>Italy</b>	<b>Euronext Access Paris (FR)</b>	<b>Investments</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 1,63</b>	<b>Initiation of Coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	2M	4M
Absolute	2,27%	-8,33%	2,27%
to FTSE AIM Italia	-1,24%	-14,53%	9,32%
to FTSE STAR Italia	0,18%	-15,42%	9,74%
to FTSE All-Share	-6,30%	-21,39%	20,06%
to Digital Magics	0,39%	-10,22%	25,13%
to Tamburi Investment Partners	5,18%	-6,64%	12,82%
to H-Farm	0,88%	-22,40%	9,28%

## Company Overview

Innovative-RFK (i-RFK) è una holding industriale, fondata nel 2017, che investe in Startup e PMI Innovative acquisendo quote tendenzialmente intorno al 20/30% del capitale, per un ticket medio di investimento tra € 0,5 e i 2 milioni. I settori in cui è attualmente investito il portafoglio di i-RFK sono l'healthcare, produzione SW, financial e il digital.

Il veicolo di investimento sfrutta gli incentivi fiscali introdotti dalle modifiche della legge stabilità del 2019 per gli investimenti in Startup e PMI Innovative, grazie al quale chi investe in i-RFK riceverà una detrazione d'imposta pari al 30%.

## Stock Data

Price	€ 1,32
Target price	€ 1,63
Upside/(Downside) potential	23%
Exchange	Euronext Access
Ticker	MLIRF
Market Cap (€m)	€ 11,60
EV (€m)	€ 10,60
Share Outstanding	8.791.520
52-week high	€ 1,35
52-week low	€ 1,10
Average daily volumes (3m)	402

## FY19A Results

I fatti di rilievo avvenuti nel corso del 2019 sono stati:

**1) perfezionato di un aumento di capitale** lanciato nel mese di luglio per un valore di € 2,5 milioni (a fronte di una domanda per oltre 3 milioni €), attraverso la campagna di equity crowdfunding con CrowdFundMe che ha allargato la compagine societaria da 70 a 122 soci;

**2) quotazione sul segmento Access di Euronext Parigi** il 24 dicembre.

A livello aggregato i-RFK e le sue società partecipate hanno chiuso il 2019 con un valore della produzione di € 27 milioni (+13% rispetto all'anno precedente) e un EBITDA di € 3,6 milioni (+13% rispetto all'anno precedente). Tra le partecipate Inventis si è resa protagonista del maggiore aumento di fatturato (+17% rispetto al 2018). (Fonti: Relazione annuale i-RFK 2019).

Key Financials (€)	FY17A	FY18A	FY19A
Sales	8.000	17.168	195.265
EBITDA	3.182	(105.699)	(209.829)
EBIT	1.126	(109.288)	(213.552)
Net Profit	852	2.773	17.965
EPS	0,0001	0,0003	0,0020
EBITDA margin (%)	39,8%	n.m.	n.m.
EBIT margin (%)	14,1%	n.m.	n.m.

## Il mercato

Il mercato italiano delle PMI contava oltre 11.500 possibili società target per i-RFK. A partire dal 2013 il mercato delle PMI aveva iniziato una ripresa, che ha perso slancio nel 2018, anno in cui il fatturato è cresciuto dello 0,3% in meno rispetto all'anno precedente in termini nominali. Anche i margini si sono ridotti (valore aggiunto +4,1%, ma costi del lavoro +5,6%). Anche la ripresa della redditività lorda si è quasi fermata (dall' 1,2% del 2018 al 3,2% del 2017). In questo contesto di mercato, i-RFK investe in aziende innovative o che hanno sviluppato prodotti o servizi innovativi, che consentono di avere un vantaggio rispetto alla concorrenza, e tendenzialmente aumentare il proprio fatturato anche in fasi in cui il mercato tende a crescere poco.

Main Ratios	FY17A	FY18A	FY19A
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.
P/E	n.m.	n.m.	n.m.

## Valuation

Valutando le partecipate secondo il metodo dei multipli di mercato, il Book-Value e il Market Value, a seconda delle specificità, e aggregandone i valori abbiamo ottenuto un enterprise value della holdig come "sum-of-parts" di circa € 13 milioni. Al netto della PFN (cassa per €-1,33 milioni), si è calcolato un valore dell'equity di € 14,32 milioni, corrispondente ad un valore di 1,63 € per azione. L'azione dunque è attualmente negoziata con il 23% di sconto rispetto al suo intrinsic value, pertanto anche in vista della valutazione qualitativa indicata nei paragrafi successivi se ne consiglia l'acquisto. **Iniziamo quindi la copertura di i-RFK con BUY rating, TP €1,63 per azione e risk medium.**

**Antonio Tognoli**

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

## 1. Economics & Financials (2017-2019)<sup>1</sup>

Table 1 – Economics & Financials

<b>INCOME STATEMENT (€)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>
<b>Value of Production</b>	<b>8.000</b>	<b>17.168</b>	<b>195.265</b>
G&A	(4.096)	(117.628)	(399.179)
Employees	-	-	-
Other Operating Expenses	(722)	(5.239)	(5.915)
<b>EBITDA</b>	<b>3.182</b>	<b>(105.699)</b>	<b>(209.829)</b>
<i>EBITDA Margin</i>	40%	-616%	-107%
D&A	(2.056)	(3.589)	(3.723)
<b>EBIT</b>	<b>1.126</b>	<b>(109.288)</b>	<b>(213.552)</b>
<i>EBIT Margin</i>	14%	-637%	-109%
Financial Management	-	112.061	231.517
Extraordinary Management	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>1.126</b>	<b>2.773</b>	<b>17.965</b>
Taxes	(274)	-	-
<b>Net Income</b>	<b>852</b>	<b>2.773</b>	<b>17.965</b>
Group Income	852	2.773	17.965
<b>BALANCE SHEET (€)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>2.771.225</b>	<b>6.547.368</b>	<b>6.154.219</b>
Account Receivable	8.000	26.552	100.617
Account Payable	(7.149)	(20.635)	(95.659)
<b>Operating Working Capital</b>	<b>851</b>	<b>5.917</b>	<b>4.958</b>
Other asset/liabilities	(23.611)	71.740	331.789
<b>Net Working Capital</b>	<b>(22.760)</b>	<b>77.657</b>	<b>336.747</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	-	-	-
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>2.748.465</b>	<b>6.625.025</b>	<b>6.490.966</b>
Share Capital & Reserves	2.610.300	6.419.152	9.201.924
Minorities' Capital	-	-	-
Group Income	852	2.773	17.965
Minorities' Income	-	-	-
<b>Equity</b>	<b>2.611.152</b>	<b>6.421.925</b>	<b>9.219.889</b>
Cash & Cash Equivalents	(29.387)	(200.325)	(1.390.524)
Financial Debts	166.700	403.425	56.601
Non-fixed Financial Assets	-	-	(1.395.000)
<b>Net Financial Position</b>	<b>137.313</b>	<b>203.100</b>	<b>(2.728.923)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>2.748.465</b>	<b>6.625.025</b>	<b>6.490.966</b>
<b>CASH FLOW (€)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>
EBIT	1.126	(109.288)	(213.552)
Taxes	422	(17.009)	(105.800)
<b>NOPAT</b>	<b>1.548</b>	<b>(126.297)</b>	<b>(319.352)</b>
D&A	2.056	3.589	3.723
Change in receivable	(8.000)	(18.552)	(74.065)
Change in payable	7.149	13.486	75.024
Change in others	10.415	(4.034)	(6.057)
<b>Change in NWC</b>	<b>9.564</b>	<b>(9.100)</b>	<b>(5.098)</b>
Change in provisions	-	-	-
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>13.168</b>	<b>(131.808)</b>	<b>(320.727)</b>
Capex	(10.281)	(7.664)	(668)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>2.887</b>	<b>(139.472)</b>	<b>(321.395)</b>
Interest payments/proceeds	-	112.061	231.517
Change in Financial Debt	179.200	162.417	(495.016)
Change in Financial Assets	(2.763.000)	(3.772.068)	(1.004.906)
Dividend	715.590	(679.658)	370.847
Change in Capital	1.894.710	4.487.658	2.409.152
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>29.387</b>	<b>170.938</b>	<b>1.190.199</b>

<sup>1</sup> Source: RFK Group

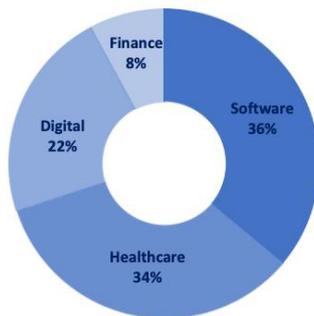
## 2. Company Overview

### 2.1 Descrizione

Innovative-RFK (i-RFK) è una holding industriale fondata nel 2017, che investe in Startup e PMI Innovative, acquisendo tendenzialmente quote di minoranza, per un ticket medio di investimento tra i 0,5 e i 2 milioni di euro in aumento di capitale.

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

Fig. 1 – Divisione portafoglio i-RFK<sup>1</sup>



### 2.2 Modello di Business

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

i-RFK opera tramite i servizi offerti dalla società di gestione Kayak, i cui costi sono divisi tra i-RFK e Red Fish Kapital (altra holding gestita dai fondatori di i-RFK). Questo permette ad i-RFK di operare con esperienza e professionalità a costi molto bassi.

Il processo di investimento può essere semplificato nel modo seguente:

- 1) **Scouting:** Per ciascun dossier sono analizzati elementi relativi all'idea imprenditoriale, al contesto di mercato e al relativo piano aziendale. In questa fase inizia uno scambio preliminare di informazioni con la possibile target company al fine di comprendere meglio gli elementi del business che generano valore aggiunto e meglio definirne il potenziale di sviluppo. Chiaramente, le società che si ritiene possano apportare un valore aggiunto passano alla fase successiva a seguito del via libera dato dal CEO (Paolo Pescetto);
- 2) **Analisi:** sulla base delle informazioni e degli elementi raccolti nella fase precedente, inizia l'analisi dettagliata relativa alla congruità delle caratteristiche della società target con i parametri di investimento stabiliti, oltre alla verifica normativa iniziale del settore di riferimento, al fine di identificare eventuali rischi o limiti presenti nel piano di sviluppo del target stesso. Inoltre, anche attraverso il confronto con esperti del settore, viene effettuata una verifica delle ipotesi di base del piano aziendale ed uno stress test al fine di valutare le diverse evoluzioni che l'obiettivo potrebbe avere nel tempo. Durante questa fase il CEO della Società consulta i vari professionisti della società di gestione Kayak che forniscono i loro consigli sul progetto, secondo le migliori pratiche professionali.

<sup>1</sup> Source: elaborazione Integrae SIM

Tutte queste analisi sono coordinate dal CEO che prende la decisione finale sulla base dei risultati ottenuti;

- 3) **Investimento:** questa è la fase più critica del processo e coinvolge le diverse parti interessate all'investimento. Avendo raccolto tutti gli elementi delle fasi precedenti, viene effettuata una valutazione strategica globale dell'iniziativa e eventualmente si procede alla formalizzazione di una lettera di intenti a cui segue il processo di due diligence. Durante la due diligence tutti gli aspetti che potrebbero determinare una criticità e quindi per l'investimento di i-RFK (vale a dire aspetti contabili, fiscali, legali e di sviluppo aziendale) sono esaminati e valutati dal CEO della Società;

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

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

- 4) **Crescita:** in questa fase viene offerto il supporto ai manager della società partecipata da parte dei managers di i-RFK e Kayak che consiste in formazione, condivisione di metodologie strategiche e di un piano d'azione. Questo coaching mira a trasferire al business in cui la Società ha investito quelle competenze che non sono ancora presenti e che sono ritenute necessarie per accelerare il piano industriale della stessa Società partecipata. Inoltre, Kayak effettua anche un'analisi del mercato mondiale per valutare potenziali acquisizioni sui mercati europei ed extra-europei;
- 5) **Monitoraggio:** oltre alle attività di coaching, viene creato un team con il compito di monitorare i progressi e il trend dell'azienda partecipata. Questo team specializzato ha il compito di verificare le prestazioni dell'azienda, sia attraverso l'analisi periodica del conto economico e del bilancio della società, sia attraverso il monitoraggio dei ricavi, dei loro margini e dei costi, oltre alla verifica di impegni finanziari (linee di credito a breve e medio termine);
- 6) **Creazione di valore:** l'operato di i-RFK impatta l'organizzazione, l'efficienza interna della partecipata (coinvolgendo aspetti finanziari ma anche legali e amministrativi), ne sviluppa il business, e aumenta la sua creazione di valore. Questo percorso potrebbe poi portare ad un processo di quotazione.

### 2.3 Management Team

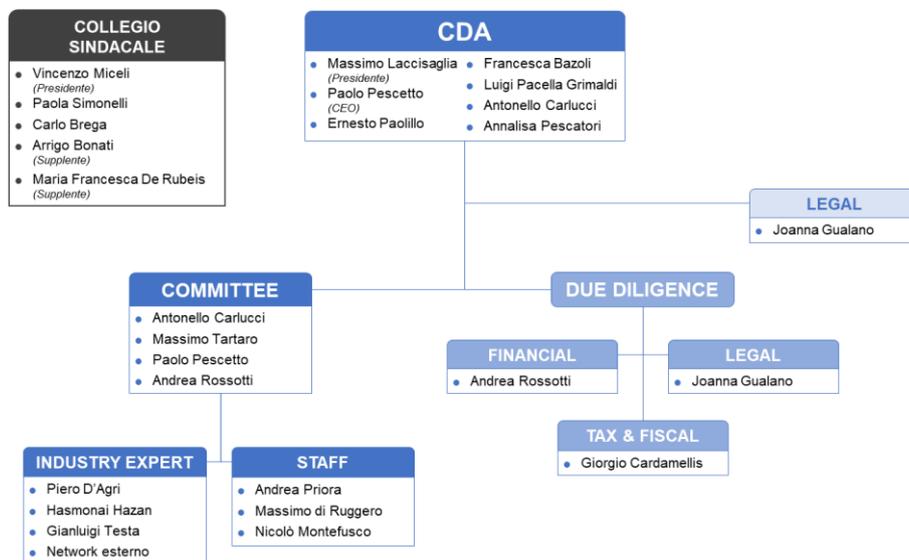
Il management, che è tra i principali investitori di i-RFK, è costituito tra gli altri da:

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

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

Paolo Pescetto è inoltre titolare del 22% del capitale di i-RFK. Le restanti quote sono distribuite in modo frammentato con circa il 50% diviso in quote inferiori al 2%.

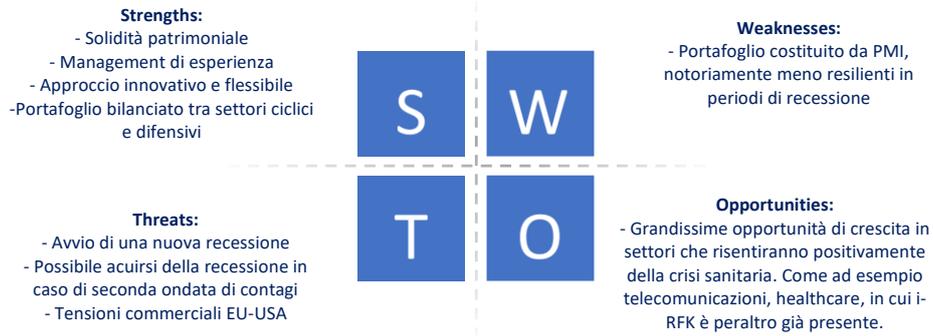
Fig. 2 – La struttura di i-RFK<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Source: elaborazione Integrae SIM

## 2.4 SWOT Analysis<sup>1</sup>

Fig. 3 – La SWOT analysis<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Source: elaborazione Integrae SIM

<sup>2</sup> Source: elaborazione Integrae SIM

### 3. Valuation

La valutazione dell'equity della holding Innovative-RFK è stata ottenuta come valore aggregato degli stake detenuti nelle partecipate, i cui valori sono stati calcolati con il metodo dei multipli, con il valore di bilancio oppure a valore di mercato, come indicato di seguito.

#### 3.1 Società valutate con il metodo dei Multipli

Le società Easy4Cloud S.r.l., Inventis S.r.l., e Keisdata S.r.l., sono state valutate con il metodo dei multipli di mercato. Per tutte e tre le società è stato applicato il multiplo EV/EBITDA, i cui valori sono tratti dal database di [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)<sup>1</sup> aggiornati al 5 Gennaio 2020.

Il multiplo è stato applicato sia all'EBITDA dell'anno fiscale 2019, sia a quello del 2020, in modo tale da ottenere due differenti valori dell'equity, e successivamente ne è stata calcolata la media.

##### 3.1.1 Easy4Cloud S.r.l.

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

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

Table 2 – Financials Easy4Cloud<sup>2</sup>

Key Financials (€/mln)	2018A	2019A	2020E
Value of Production	1,23	1,33	1,83
EBITDA	0,24	0,34	0,54
NFP	(0,03)	0,15	0,04
EBITDA margin	19,8%	25,8%	29,6%

Per Easy4Cloud si è considerato il multiplo relativo alle società produttrici di software pari a 21,88x. Il valore medio dell'equity che si ottiene applicando tale multiplo all'EBITDA è di € 9,57 milioni.

<sup>1</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)

<sup>2</sup> Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Table 3 – Easy4Cloud value<sup>1</sup>

(€/mln)	2019A	2020E
EBITDA	0,34	0,54
EV	7,50	11,84
NFP	0,15	0,04
Equity Value	7,35	11,80
<b>Average Equity Value</b>	<b>9,57</b>	

Sector	EV/EBITDA Multiple
SW (System & Application)	21,88

### 3.1.2 Inventis S.r.l.

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

Il mercato della strumentazione audiologica ha una valutazione (end-users) di circa € 377 milioni ed è in costante crescita: il CAGR 2014 e il 2018 è risultato del 3%, con una forte crescita attesa in particolare in Asia.

Table 4 – Financials Inventis<sup>7</sup>

Key Financials (€/mln)	2018A	2019A	2020E
Value of Production	8,03	9,32	10,81
EBITDA	1,01	0,70	0,76
NFP	(1,89)	(0,19)	(0,34)
EBITDA margin	12,5%	7,5%	7,0%

Per Inventis si è utilizzato un EV/EBITDA di 19,99x, ottenendo un equity value di € 14,79 milioni.

Table 5 – Inventis value<sup>2</sup>

(€/mln)	2019A	2020E
EBITDA	0,70	0,76
EV	13,93	15,12
NFP	(186)	(338)
Equity Value	14,12	15,45
<b>Average Equity Value</b>	<b>14,79</b>	

Sector	EV/EBITDA Multiple
Healthcare Products	19,99

<sup>1</sup> Source: Aida, elaborazione Integrae SIM, e damodaran.com

<sup>2</sup> Source: Aida, elaborazione Integrae SIM, e damodaran.com

### 3.1.3 Keisdata S.r.l.

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

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

Table 6 – Financials Keisdata<sup>1</sup>

Key Financials (€/mln)	2018A	2019A	2020E
Value of Production	1,13	1,28	1,76
EBITDA	0,28	0,27	0,46
NFP	0,08	0,25	0,15
EBITDA margin	25,1%	21,3%	26,4%

Keisdata, svolgendo un'attività affine a Easy4Cloud è stata valutata con lo stesso multiplo EV/EBITDA di 21,88, ottenendo un valore dell'equity di € 7,87 milioni.

Table 7 – Keisdata value<sup>9</sup>

(€/mln)	2019A	2020E
EBITDA	0,27	0,46
EV	5,98	10,15
NFP	0,25	0,15
Equity Value	5,73	10,00
Average Equity Value	<b>7,87</b>	

Sector	EV/EBITDA Multiple
SW (System & Application)	21,88

<sup>1</sup> Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

## 3.2 Società valutate a valore di mercato e valore di bilancio

### 3.2.1 Microcredito di Impresa S.p.a.

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

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

Table 8 – Financials MDI<sup>1</sup>

Key Financials (€/mln)	2018A	2019A	2020E
Margine d’intermediazione	0,01	0,18	0,36
Earnings	(0,07)	(0,14)	0,08
Equity	1,60	3,29	7,69

Essendo MDI una società operante nel settore dell’intermediazione creditizia, si è valutata prudenzialmente sulla base del valore di iscrizione a bilancio i-RFK 2019, ovvero € 3,58 milioni di equity value.

Table 9 – MDI Book Value<sup>2</sup>

(€/mln)	2019A
Book Value	3,58

### 3.2.2 Websolute S.p.a.

Websolute è un a PMI innovativa attiva nel settore della comunicazione digitale e del digital marketing. Capofila di un gruppo che comprende altre 7 società attive nel settore: Moca Interactive, DNA Family Network, XPlace, Ws Commerce, Ws Techlab, Shinteck e Ws More.

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

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

<sup>1</sup> Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

<sup>2</sup> Source: RFK Group

Table 10 – Financials Websolute<sup>11</sup>

Key Financials (€/mln)	2017A	2018A	2019A
Value of Production	7.548	12.761	14.073
EBITDA	623	1.668	2.136
NFP	931	2.537	876
EBITDA margin	8,3%	13,1%	15,2%

Websolute, essendo quotata sul mercato AIM Italia, è stata valutata a valore di mercato, considerando il prezzo per azione di € 2,29, calcolato come media ponderata dei prezzi giornalieri dalla data di emissione al 23/06/2020.

Table 11 – Websolute Value<sup>1</sup>

<i>Valori al 24/06/2020</i>	
Avg. Stock Price (from issuance date) (€)	2,29
N° Shares (mln)	8,65
Equity Market Value (€/mln)	19,83

### 3.3 Equity value i-RFK

L'enterprise value di Innovative-RFK è stato calcolato aggregando gli equity value delle partecipate di competenza (Sum-of-the-Parts), ottenendo un valore di € 12,99 milioni.

Table 12 – Valore aggregato<sup>2</sup>

Company	Equity Value (€/mln)	Stake (%)	Stake Value (€/mln)	% on NAV	Valuation Method	Sector
Easy4Cloud Srl	9,57	24,6%	2,36	18,1%	Multiples	Software
Inventis Srl	14,79	29,8%	4,41	33,9%	Multiples	Healthcare
Keisdata Srl	7,87	29,6%	2,33	17,9%	Multiples	Software
MDI Spa	3,58	28,5%	1,02	7,9%	Book Value	Finance
Websolute Spa	19,83	14,5%	2,87	22,1%	Market Value	Digital
<b>Total Asset Value</b>			<b>12,99</b>			

Al netto della PFN (cassa) pari a € -1,33 milioni si è ottenuto un equity value di € 14,32 milioni.

<sup>1</sup> Source: Euronext

<sup>2</sup> Source: RFK Group

### 3.4 Raccomandazione

L'equity value calcolato corrisponde ad un target price per azione di € 1,63, superiore del 23% rispetto al prezzo di negoziazione pari a € 1,32 (al 24/06/2020). Iniziamo quindi la copertura del titolo con un rating BUY.

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

Table 13 – Target price<sup>1</sup>

<b>Equity Value (€/mln)</b>	<b>14,32</b>
EV (€/mln)	12,99
NFP (€/mln)	-1,33
Outstanding Shares	8.791.520
<b>Target Price (€)</b>	<b>1,63 €</b>

<sup>1</sup> Source: elaborazione Integrae SIM

## 4. Market overview

### 4.1 Il mercato delle PMI

Il mercato italiano delle PMI contava oltre 690.000 società attive alla fine del 2018. Di queste 1.187 sono qualificate come “PMI Innovativa” e 10.357 sono qualificate come “Start-up Innovativa”. Quindi un totale di oltre 11.500 possibili società target per Innovative-RFK.

A partire dal 2013 il mercato delle PMI aveva iniziato una ripresa, che però nel 2018 ha perso slancio. Infatti, sebbene il fatturato sia rimasto sostanzialmente ai livelli del 2017 in termini reali, è cresciuto del 4,1% in termini nominali, in calo rispetto al 4,4% dell’anno precedente. Anche i margini si sono ridotti, poiché il valore aggiunto è cresciuto del 4,1%, mentre i costi del lavoro sono cresciuti del 5,6%. La ripresa della redditività lorda si è quasi fermata: i margini lordi sono cresciuti dell’1,2% tra 2017 e 2018, rispetto al 3,2% dell'anno precedente.

Nonostante la ripresa avvenuta tra 2013 e 2018, il divario rispetto al periodo pre-crisi rimane molto ampio, con le PMI che registrano livelli di MOL ancora inferiori del 20% a quelli del 2007.

In questo contesto di mercato, i-RFK investe in aziende innovative o che hanno sviluppato prodotti o servizi innovativi, che consentono quindi di avere un vantaggio rispetto alla concorrenza, e tendenzialmente aumentare il proprio fatturato anche in fasi in cui il mercato tende a crescere poco. *(Fonti: AIDA; Rapporto Cerved PMI 2019).*

#### 4.2 Il contesto normativo

Il veicolo di investimento sfrutta gli incentivi fiscali introdotti dalle modifiche della legge stabilità del 2019 per gli investimenti in Startup e PMI Innovative, grazie al quale chi investe in i-RFK riceverà una detrazione d'imposta pari al 30%.

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

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

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

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

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

- essere costituita come società di capitali, non quotata in un mercato regolamentato (ma può essere quotata in una piattaforma multilaterale di negoziazione, come l'AIM)

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

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

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

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

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

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

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

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources. The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

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

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating and/or target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

#### Conflict of interest

At the Integræ SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integræ SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integræ.