

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Innovative-RFK

Euronext Access Paris | Investments | Italy

Produzione 29/05/2023, h. 18:30

Pubblicazione 30/05/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 3,39

prev. € 3,10



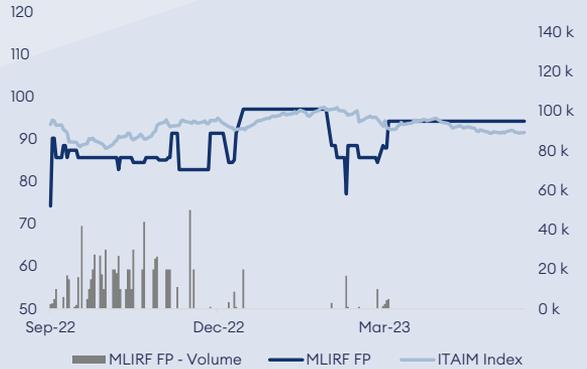
Risk

Medium

Upside potential

105,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,65
Target price	€ 3,39
Upside/(Downside) potential	105,5%
Ticker	MLIRF FP
Market Cap (€/mln)	€ 21,08
EV (€/mln)	€ 15,32
Free Float	62,00%
Share Outstanding	12.773.424
52-week high	€ 1,75
52-week low	€ 1,30
Average daily volumes (3 months)	370

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	0,1	3,9	5,3	6,8
VoP	0,1	3,9	5,3	6,8
EBITDA	-1,7	0,7	1,7	3,0
EBIT	-1,7	0,0	1,0	2,3
Net Income	1,9	-0,5	0,2	1,1
EBITDA margin	N.A.	17,9%	32,1%	43,4%
EBIT margin	N.A.	N.A.	18,9%	33,1%
Net Profit margin	1624,0%	N.A.	2,8%	16,2%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,00%	10,00%	13,79%	-5,71%
to FTSE Italia Growth	1,00%	12,64%	16,09%	2,62%
to Euronext STAR Milan	1,91%	15,32%	13,55%	2,02%
to FTSE All-Share	0,26%	13,47%	5,40%	-11,68%
to EUROSTOXX	-0,59%	8,07%	3,99%	-18,17%
to MSCI World Index	0,22%	6,97%	8,78%	-5,08%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	21,9x	9,0x	5,2x
EV/EBIT	N/A	N/A	15,3x	6,8x
P/E	10,9x	N/A	140,5x	19,2x

FY22A Results

I ricavi nel FY22A si attestano a € 0,12 mln, rispetto ai € 0,05 mln del FY21A. Il Net Income si attesta a € 1,93 mln, in forte crescita rispetto al dato negativo dell'esercizio precedente pari a € - 0,34 mln, principalmente grazie ai proventi da partecipazioni che ammontano a circa € 4,52 mln. La NFP migliora notevolmente nel FY22A passando da un valore di debito pari a € 0,24 mln a un valore cash positive di € 5,76 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A e tenendo conto dell'acquisizione del 65,0% del capitale di Audio Technologies in data 10 maggio 2023, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 3,90 mln ed un EBITDA pari a € 0,70 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 6,80 mln (CAGR 22A-25E: 285,3%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 2,95 mln (corrispondente ad una marginalità del 43,4%), in crescita rispetto a € - 1,68 mln del FY22A. A livello patrimoniale, stimiamo una NFP *cash positive* pari a € 4,17 mln nel FY25E.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di i-RFK sulla base della metodologia "sum-of-parts", attraverso la valutazione e l'aggregazione delle partecipate secondo il metodo dei multipli di mercato, del Book Value o del Market Value. Tenendo in considerazione l'operazione straordinaria di acquisizione del 65,0% del capitale di Audio Technologies, ne risulta un equity value medio pari a circa € 39,12 mln. Il target price è di € 3,39, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	0,05	0,12	3,85	5,25	6,75
Other Revenues	0,01	0,00	0,05	0,05	0,05
Value of Production	0,06	0,12	3,90	5,30	6,80
COGS	0,00	0,00	1,00	1,05	1,10
Services	0,43	1,72	1,05	1,05	1,05
Assets owned by others	0,00	0,00	0,10	0,15	0,15
Employees	0,01	0,01	0,80	1,15	1,35
Other Operating Expenses	0,01	0,07	0,25	0,20	0,20
EBITDA	(0,39)	(1,68)	0,70	1,70	2,95
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-644,9%</i>	<i>-1413,6%</i>	<i>17,9%</i>	<i>32,1%</i>	<i>43,4%</i>
D&A	0,01	0,06	0,70	0,70	0,70
EBIT	(0,40)	(1,74)	0,00	1,00	2,25
<i>EBIT Margin</i>	<i>-657,9%</i>	<i>-1462,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>18,9%</i>	<i>33,1%</i>
Financial Management	0,05	3,67	(0,20)	(0,35)	(0,15)
EBT	(0,34)	1,93	(0,20)	0,65	2,10
Taxes	0,00	0,00	0,25	0,50	1,00
Net Income	(0,34)	1,93	(0,45)	0,15	1,10
Minorities	0,00	0,00	0,05	0,30	0,80
Group Net Income	(0,34)	1,93	(0,50)	(0,15)	0,30

BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	10,28	9,34	16,70	16,00	15,30
Account receivable	0,04	0,02	1,30	1,55	1,75
Inventories	0,00	0,00	0,50	0,65	0,85
Account payable	0,11	0,08	0,50	0,55	0,60
Operating Working Capital	(0,07)	(0,06)	1,30	1,65	2,00
Other receivable	0,35	0,58	0,70	0,80	0,85
Other payable	0,02	0,01	0,60	0,80	1,00
Net Working Capital	0,27	0,51	1,40	1,65	1,85
Severance Indemnities & Other Provisions	0,00	0,00	0,35	0,45	0,50
NET INVESTED CAPITAL	10,55	9,86	17,75	17,20	16,65

Share Capital	10,00	12,77	12,77	12,77	12,77
Reserves	0,66	0,91	3,65	3,15	2,95
Net Income	(0,34)	1,93	(0,50)	(0,15)	0,30
Equity	10,31	15,62	15,92	15,77	16,02
Minorities Equity	0,00	0,00	3,70	4,00	4,80
Cash & Cash Equivalent	1,60	7,60	7,92	7,77	7,17
Financial Debt	1,85	1,85	6,05	5,20	3,00
Net Financial Position	0,24	(5,76)	(1,87)	(2,57)	(4,17)
SOURCES	10,55	9,86	17,75	17,20	16,65

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	(1,74)	0,00	1,00	2,25
Taxes	0,00	0,25	0,50	1,00
NOPAT	(1,74)	(0,25)	0,50	1,25
D&A	0,06	0,70	0,70	0,70
Change in receivable	0,02	(1,28)	(0,25)	(0,20)
Change in inventories	0,00	(0,50)	(0,15)	(0,20)
Change in payable	(0,03)	0,42	0,05	0,05
Change in others	(0,23)	0,47	0,10	0,15
Change in NWC	(0,24)	(0,89)	(0,25)	(0,20)
Change in provisions	0,00	0,35	0,10	0,05
OPERATING CASH FLOW	(1,93)	(0,09)	1,05	1,80
Capex	0,88	(8,06)	(0,00)	(0,00)
FREE CASH FLOW	(1,05)	(8,14)	1,05	1,80
Financial Management	3,67	(0,20)	(0,35)	(0,15)
Change in Debt to Bank	0,00	4,20	(0,85)	(2,20)
Change in Equity	3,38	4,46	0,00	(0,05)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	6,00	0,32	(0,15)	(0,60)

Source: i-RFK and Integrae SIM estimates

Company Overview

i-RFK è una *holding* di partecipazioni fondata nel 2017 da Paolo Pescetto e Andrea Rossotti. La società investe e detiene investimenti in molteplici settori, con l'obiettivo di incrementare il valore delle società partecipate nel medio-lungo periodo (mediamente tra i 5 e gli 8 anni). La costituzione della Società è stata ispirata da un'esigenza aziendale e da una normativa fiscale. Per quanto riguarda l'esigenza di business, è stato osservato che nelle aziende italiane in generale c'è un gap di innovazione tecnologica che nel medio periodo incide sulla redditività e sul ritorno dell'investimento. Pertanto, l'investimento in aziende con chiari elementi innovativi consente un maggiore ritorno dell'investimento se le aziende partecipate sono ben gestite e se ricevono indicazioni strategiche e operative da manager di comprovata esperienza. In questo senso, i servizi e il supporto di i-RFK creano valore per la società in cui i-RFK investe. La legislazione fiscale relativa alle start-up e alle PMI innovative ammissibili mira a incentivare gli investimenti di capitale privato in aziende innovative e in via di sviluppo.

FY22A Results

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“I dati del bilancio 2022 certificano il lavoro che sta facendo la società. Con la vendita della nostra partecipazione in Inventis abbiamo conseguito una plusvalenza di circa € 4 milioni realizzando un MOIC pari a 2,7x. Nel corso del 2022 abbiamo inoltre realizzato due investimenti (PokeScuse e Magilla) e incrementato la quota in alcune partecipazioni già in portafoglio. Abbiamo inoltre ulteriormente rinforzato il team con risorse qualificate che saranno messe a disposizione della crescita e dello sviluppo delle nostre partecipate con attività di corporate finance, controllo di gestione e M&A.”*

I ricavi nel FY22A si attestano a € 0,12 mln, rispetto ai € 0,05 mln del FY21A, derivanti principalmente dall'erogazione di servizi di consulenza strategica. Il Net Income si attesta a € 1,93 mln, in forte crescita rispetto al dato negativo dell'esercizio precedente pari a € - 0,34 mln, principalmente grazie ai proventi da partecipazioni che ammontano a circa € 4,52 mln.

La NFP migliora notevolmente nel FY22A passando da un valore di debito pari a € 0,24 mln a un valore *cash positive* di € 5,76 mln. La NFP è stata impattata positivamente dall'incasso derivante dalla vendita della partecipazione detenuta in Investis Srl (che ha permesso di registrare una plusvalenza pari a circa € 4,46 mln) e dall'aumento di capitale sottoscritto dal fondo “AZIMUT ELTIF - Venture Capital ALLcrowd II” gestito da Azimut Libera Impresa SGR SpA, oltre che da ulteriori investitori professionali e *retail*, per un ammontare totale di circa € 5,00 mln.

Per quanto concerne le operazioni di investimento, nel corso del FY22A la Società ha acquisito due nuove partecipazioni. Nello specifico:

- **Zuclem Srl**, titolare del marchio Poke Scuse. La società è attiva da maggio 2019 nel settore della ristorazione e operante principalmente nel nord Italia. La *mission* dell'azienda è quello di rivoluzionare il mondo dei *fast-food*, promuovendo uno stile di vita sano ed equilibrato, *low cost* e alla portata di tutti. Ad oggi, la società è attiva sul territorio nazionale con oltre 30 negozi, sia diretti che in *franchising*. La quota di I-RFK nel capitale sociale di Zuclem Srl è pari al 10,0%, per un controvalore di € 0,50 mln. Inoltre, la *holding* detiene un diritto di opzione per l'acquisto di un ulteriore 8,0% della società sulla base dei risultati di bilancio 2022;
- **MagillaGuerrilla Srl**, agenzia di *digital marketing* in grado di offrire soluzioni a 360° ai propri clienti, dallo sviluppo di siti web alla gestione di *e-commerce*, dal *social media management* al *digital advertising*. I-RFK nel corso del 2022 ha acquisito il 20,0% del capitale sociale della società, per un controvalore pari a € 0,25 mln.

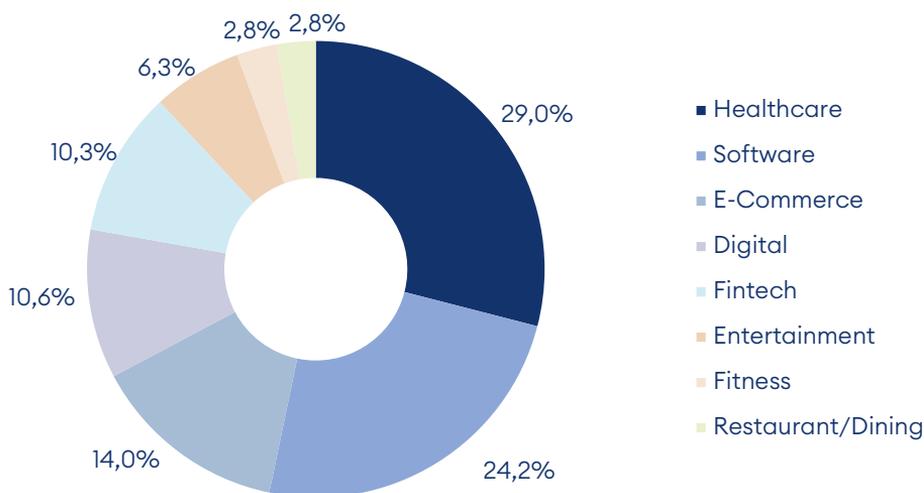
Con riferimento, invece, alle società già rientranti nel portafoglio della Società, quest'ulti-

ma ha incrementato la propria partecipazione nelle seguenti cinque partecipate:

- **Web al chilo Srl**, tramite l'esercizio dell'opzione *Call* detenuta da I-RFK, con un ulteriore investimento per circa € 0,28 mln, detenendo di conseguenza una partecipazione del 30,0%;
- **Easy4Cloud Srl**, partecipando all'aumento di capitale deliberato nel corso del 2022, con un ulteriore investimento per circa € 0,32 mln e detenendo di conseguenza un partecipazione del 26,79%;
- **Microcredito di Impresa SpA**, in aumento di capitale e in acquisto quote, con un investimento totale pari a € 0,99 mln, detenendo di conseguenza una partecipazione pari al 41,78% del capitale;
- **Reaxing Srl**, partecipando all'aumento di capitale deliberato nel corso del 2022, con un ulteriore investimento pari a € 0,04 mln, detenendo di conseguenza una partecipazione del 7,15% del capitale;
- **Websolute SpA**, tramite l'esercizio nel corso del 2022 dei *warrant* detenuti da I-RFK, per un investimento pari a € 0,05 mln, detenendo di conseguenza il 12,21% del capitale.

i-RFK, tramite la propria attività, 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. A seguito dell'investimento all'interno della Società Biomed Srl, i-RFK ha attualmente investito in undici società operanti nei settori Healthcare (29,0%), Software (24,2%), E-commerce (14,0%), Digital (10,6%), Fintech (10,3%), Entertainment (6,3%), Fitness (2,8%) e Restaurant/Dining (2,8%).

CHART 1 – COMPANY'S PORTFOLIO



Source: Integrae SIM

i-RFK, nel comunicato del 10 maggio 2023, ha annunciato di aver perfezionato l'acquisizione, insieme ad un *club deal* di investitori privati e attraverso il veicolo Bidco Srl controllato da Biomed Srl, del 65,0% del capitale di Audio Technologies, società attiva nel settore dei dispositivi medici e dei biomateriali ad elevato contenuto di innovazione, detenuta dalla famiglia Beoni che ha reinvestito nel capitale sociale di Biomed Srl.

Audio Technologies è una società italiana di proprietà della Famiglia Beoni di Piacenza, attiva nella produzione di dispositivi medicali di diverse classi, principalmente impiantabili. L'azienda, grazie all'importante percorso di sviluppo portato avanti da Vittorio Beoni, è oggi attiva nel mercato internazionale con il brand Audio Technologies, che commercializza prodotti per audiologia e otorinolaringoiatria, oltre che con il brand Biosynth Lifesciences, che commercializza prodotti in collagene e biomateriali ricostruttivi per diverse applicazioni chirurgiche. La società distribuisce i suoi prodotti in tutto il mondo attraverso una rete di distributori. Nel 2022 la Società ha registrato un fatturato di circa € 4,00 mln e un EBITDA di circa il 35,0%. A seguito dell'operazione di acquisizione la società sarà guidata da Vittorio Beoni e da Piero D'Agri, manager ed industry expert di i-RFK con esperienza decennale nel settore.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 2 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
VoP			
New	3,90	5,30	6,80
Old	N/A	N/A	N/A
Change	N/A	N/A	N/A
EBITDA			
New	0,70	1,70	2,95
Old	N/A	N/A	N/A
Change	N/A	N/A	N/A
EBITDA %			
New	17,9%	32,1%	43,4%
Old	N/A	N/A	N/A
Change	N/A	N/A	N/A
EBIT			
New	0,00	1,00	2,25
Old	N/A	N/A	N/A
Change	N/A	N/A	N/A
Net Income			
New	(0,45)	0,15	1,10
Old	N/A	N/A	N/A
Change	N/A	N/A	N/A
NFP			
New	(1,87)	(2,57)	(4,17)
Old	N/A	N/A	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

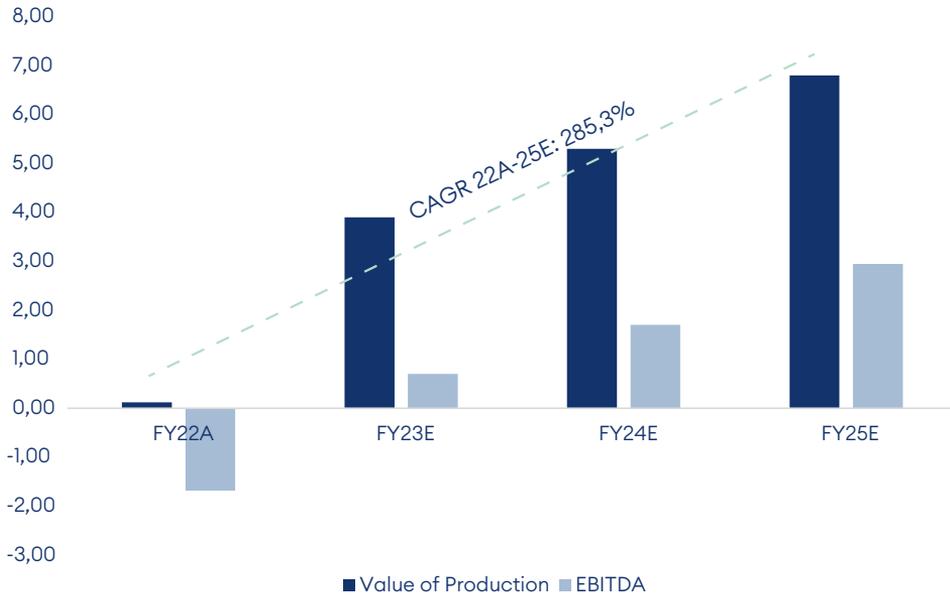
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A e tenendo conto dell’acquisizione del 65,0% del capitale di Audio Technologies in data 10 maggio 2023, modifichiamo le stime sia per l’anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 3,90 mln ed un EBITDA pari a € 0,70 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 6,80 mln (CAGR 22A-25E: 285,3%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 2,95 mln (corrispondente ad una marginalità del 43,4%), in crescita rispetto a € - 1,68 mln del FY22A.

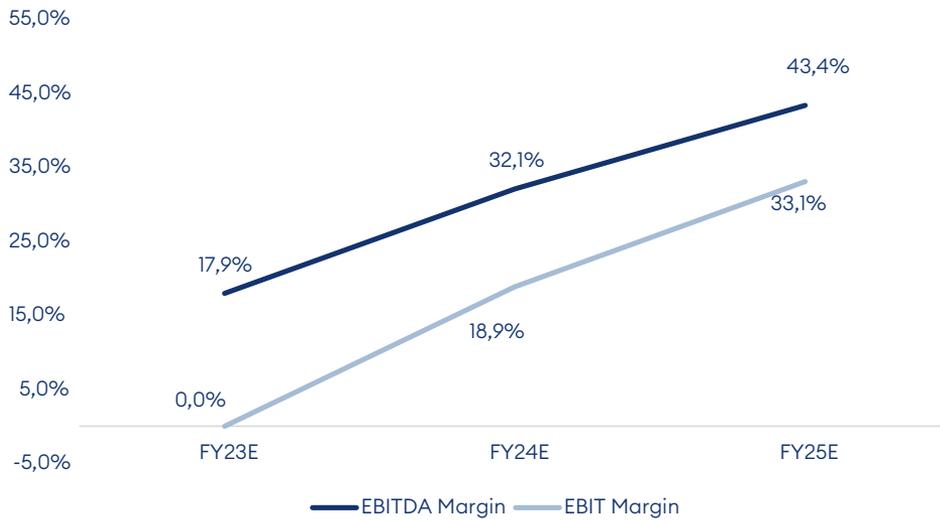
A livello patrimoniale, stimiamo una NFP *cash positive* pari a € 4,17 mln nel FY25E.

CHART 2 – VOP AND EBITDA FY22A-25E



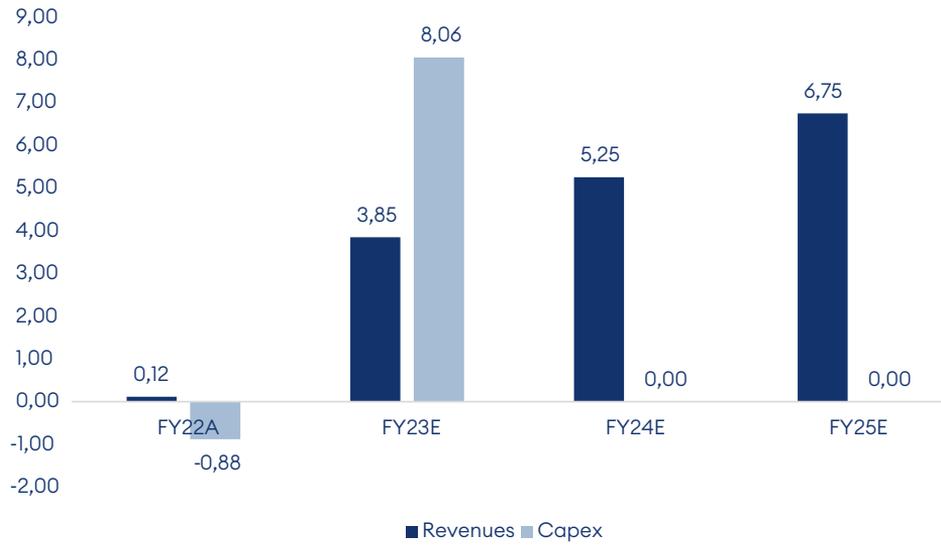
Source: Integrae SIM

CHART 3 – MARGIN FY23E-25E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 5 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di I-RFK sulla base della metodologia *Sum-of-the-Parts*, 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. Si denota, infatti, come per le società di partecipazioni, quali i-RFK, il reddito prodotto dalla *holding* assume scarsa rilevanza ai fini valutativi, mentre risultano molto più rilevanti le partecipazioni in portafoglio. I multipli Price/Sales, EV/EBITDA e Price/Book, utilizzati per la valorizzazione delle partecipate, fanno riferimento ai multipli settoriali di www.damodaran.com aggiornati al 5 gennaio 2023. Di seguito la valutazione delle singole partecipate.

Easy4Cloud S.p.A.

Easy4Cloud è l'azienda proprietaria di EasyCall, applicativo CRM in cloud per call center e contact center e EasySocial, applicativo di Social CRM. La società ha consolidato il suo vantaggio competitivo e iniziato un percorso di crescita sul mercato italiano ed internazionale aprendo una sede a Londra e negli USA, oltre che una nuova filiale commerciale a Malaga.

Nel corso del 2022 l'azienda ha completato l'integrazione di Microbees Technology, società specializzata in soluzioni IOT e industria 4.0 con verticalizzazioni nel settore della Telemedicina e Green mobility e ha lanciato BancheinCloud, piattaforma di business intelligence per la gestione aggregata di conti correnti attraverso cui è possibile collegare quelli personali, familiari e aziendali per ottimizzare il lavoro amministrativo.

TABLE 3 – FINANCIALS EASY4CLOUD

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Value of Production	1,71	1,72	1,97	2,55
EBITDA Adj.	0,45	0,52	0,68	0,85
NFP	0,23	0,71	0,71	0,71
<i>EBITDA Margin</i>	26,0%	30,3%	34,5%	33,3%

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per Easy4Cloud si è considerato il multiplo EV/EBITDA relativo alle società produttrici di software, pari a 21,17x. Il valore medio dell'*equity* che si ottiene applicando tale multiplo è di € 15,49 mln.

TABLE 4 – EASY4CLOUD VALUE

(€/mln)	FY22E	FY23E
EBITDA	0,68	0,85
Enterprise Value	14,40	18,00
NFP	0,71	0,71
Equity Value	13,69	17,29
Average Equity Value	15,49	

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Magillaguerrilla S.r.l.

Magilla è un'agenzia di *digital marketing* in grado di offrire soluzioni a 360° alle aziende, aiutandole a raggiungere i loro obiettivi nell'era della trasformazione digitale. Ad oggi le due aree di maggiore expertise di Magilla sono la parte di Comunicazione/Marketing, offrendo servizi di *digital advertising*, *social media management* e sviluppo siti web e la parte di *e-commerce*, aiutando le aziende nella parte di creazione e gestione del proprio shop online e sui marketplace.

L'azienda è riuscita a raddoppiare il fatturato in 3 anni e ha visto un'importante crescita della *Business Unit* dedicata all'*e-commerce*.

TABLE 5 – FINANCIALS MAGILLAGUERRILLA

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Value of Production	1,65	2,50	2,60	3,23
EBITDA Adj.	0,22	0,57	0,40	0,60
NFP	(0,29)	(0,51)	(0,51)	(0,51)
<i>EBITDA Margin</i>	13,2%	22,8%	15,4%	18,6%

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per Magillaguerrilla si è considerato il multiplo EV/EBITDA relativo alle società attive nel settore dell'Advertising, pari a 10,52x. Il valore medio dell'*equity* che si ottiene applicando tale multiplo è di € 5,77 mln.

TABLE 6 – MAGILLAGUERRILLA VALUE

(€/mln)	FY22E	FY23E
EBITDA	0,40	0,60
Enterprise Value	4,21	6,31
NFP	(0,51)	(0,51)
Equity Value	4,72	6,82
Average Equity Value	5,77	

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Keisdata S.r.l.

Keisdata offre soluzioni per affrontare la gestione della conformità normativa e dei rischi aziendali delle imprese, focalizzandosi nello sviluppo di software in ambito GRC (Governance Risk Compliance), per la gestione dei rischi aziendali, della *compliance* e del *knowledge engineering*. L'azienda ha sviluppato un'innovativa piattaforma informatica proprietaria denominata KRC® - Solution di classe *enterprise*, certificata da Certiquality per la rispondenza agli standard ISO.

Nel corso del 2022 Keisdata ha finalizzato ulteriori *partnership* distributive, ha efficientato la sua struttura interna e ha sviluppato un nuovo modulo "Whistleblowing", obbligatorio da Marzo 2023 per le tematiche relative alla segnalazione di illeciti in ambito aziendale.

TABLE 7 – FINANCIALS KEISDATA

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Value of Production	1,34	1,50	1,00	1,56
EBITDA Adj.	0,21	0,34	0,30	0,54
NFP	0,23	0,00	0,00	0,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,4%</i>	<i>22,8%</i>	<i>30,0%</i>	<i>34,4%</i>

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per Keisdata si è considerato il multiplo EV/EBITDA relativo alle società produttrici di software, pari a 21,17x. Il valore medio dell'*equity* che si ottiene applicando tale multiplo è di € 8,85 mln.

TABLE 8 – KEISDATA VALUE

(€/mln)	FY22E	FY23E
EBITDA	0,30	0,54
Enterprise Value	6,35	11,35
NFP	0,00	0,00
Equity Value	6,35	11,35
Average Equity Value	8,85	

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Microcredito di Impresa S.p.A.

Microcredito di Impresa (MDI) è un'azienda attiva nel settore del microcredito. 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.

Nel corso del 2022, Microcredito di Impresa è stata riconosciuta come primo erogatore di Microcredito in Italia, con oltre 1000 microcrediti erogati e ha sottoscritto un accordo con

Credipass e Premia Finance per promuovere il microcredito a livello nazionale. Inoltre, ad Agosto l'azienda ha annunciato la sottoscrizione del programma di cartolarizzazione dei crediti commerciali nell'ambito del quale cederà pro-soluto, in un periodo di *ramp-up* di due anni, il portafoglio di crediti commerciali *performing* originati nell'esercizio della propria attività caratteristica. Illimity bank ha deciso di sottoscrivere le Senior Notes dell'operazione di cartolarizzazione, con un *commitment* iniziale di € 10,00 mln.

TABLE 9 – FINANCIALS MDI

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Intermediation Margin	0,41	0,92	1,50	3,58
Earnings	0,03	0,15	0,32	0,51
Equity	4,81	5,36	5,95	8,99

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per MDI si è considerato il multiplo P/BV relativo alle società produttrici di software, pari a 1,51x. Il valore ottenuto applicando tale multiplo è di € 8,98 mln.

TABLE 10 – MDI VALUE

(€/mln)	FY22E
Equity	5,95
P/BV Multiple	1,51
Valuation	8,98

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Websolute S.p.A.

Websolute è una *digital company* attiva in progetti di digitalizzazione delle imprese, 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. Con l'ingresso di i-RFK nel 2018, Websolute ha mostrato una crescita trasversale su tutti i mercati di riferimento anche grazie al perfezionamento delle acquisizioni finalizzate. Nel Settembre 2019 il Gruppo Websolute è stato quotato sul mercato AIM Italia.

Nel corso del 2022 l'azienda ha continuato nel suo processo di crescita, migliorando e ampliando i servizi offerti alla propria clientela.

TABLE 11 – FINANCIALS WEBSOLUTE

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22A	FY23E
Value of Production	14,80	19,89	22,79	25,00
EBITDA Adj.	1,42	2,79	2,61	4,70
NFP	3,08	2,41	3,24	3,24
<i>EBITDA Margin</i>	<i>9,6%</i>	<i>14,0%</i>	<i>11,5%</i>	<i>18,8%</i>

Source: Integrae SIM Update 13/04/23

Per Websolute è stato calcolato il prezzo medio dell'azione riferito ad un arco temporale pari a 3 mesi. Il risultato, pari a € 2,17, è stato moltiplicato per il numero di azioni del Gruppo, pari a 10.226.825, ottenendo un Equity Market Value pari a € 22,14 mln.

TABLE 12 – WEBSOLUTE VALUE

Average Stock Price (3m)	2,17
N° of Shares	10.226.825
Equity Market Value (€/mln)	22,14

Source: Elaborazione Integrae SIM

Reaxing S.r.l.

Reaxing sviluppa, produce e commercializza prodotti ed accessori innovativi nell'ambito dell'allenamento professionale, amatoriale e della rieducazione sportiva. Tra i clienti principali di Reaxing sono presenti fitness clubs, corporate clubs e pro sport clubs. L'azienda ha sviluppato un'innovativa ed unica metodologia di allenamento indoor che coinvolge il sistema sensoriale e sposta il focus sul sistema nervoso.

Nel corso del 2022 l'azienda ha stretto alcune importanti partnership, come quella con Armah Sports Company, per l'installazione di macchinari Reaxing all'interno dei propri luxury health club in Arabia Saudita. Inoltre Reaxing si sta preparando alla quotazione a Piazza Affari, sul listino Euronext Growth Milan. La società ha nominato Illimity bank come advisor e i proventi della quotazione saranno destinati principalmente alla ricerca e sviluppo

TABLE 13 – FINANCIALS REAXING

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Value of Production	2,85	4,73	6,40	10,00
EBITDA Adj.	(0,56)	0,56	0,37	1,47
NFP	5,00	4,57	4,57	4,57
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-19,7%</i>	<i>11,8%</i>	<i>5,7%</i>	<i>14,7%</i>

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per Reaxing si è considerato il multiplo Price/Sales relativo alle società attive nel settore *Recreation*, pari a 1,76x. Il valore medio dell'*equity* che si ottiene applicando tale multiplo è di € 14,44 mln.

TABLE 14 – REAXING VALUE

(€/mln)	FY22E	FY23E
Value of Production	6,40	10,00
Equity Value	11,27	17,61
Average Equity Value	14,44	

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Web Al Chilo S.r.l.

Web al Chilo offre servizi avanzati di gestione, analisi e sviluppo dei canali di vendita su Amazon, permettendo alle imprese di aumentare la visibilità e ottimizzare la strategia di vendita e *advertising*. In qualità di partner Amazon SPN1 e grazie alla pluriennale esperienza nello sviluppo di strategie di vendita, Web al Chilo permette ai propri clienti di posizionare i propri prodotti in cima alle classifiche di ricerca di Amazon e dei principali marketplace internazionali. L'azienda ha triplicato fatturato ed Ebitda in 3 anni.

Nel corso del 2022, Web al Chilo ha sviluppato e lanciato il software proprietario «Alligator», SaaS tool intuitivo che permette di ottimizzare le procedure di gestione e analisi del canale Amazon, migliorando le vendite e la marginalità.

TABLE 15 – FINANCIALS WEB AL CHILO

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Value of Production	2,65	3,84	5,20	7,45
EBITDA Adj.	0,35	0,33	0,65	0,83
NFP	(0,44)	(0,27)	(0,27)	(0,27)
<i>EBITDA Margin</i>	<i>13,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>12,5%</i>	<i>11,1%</i>

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per Web Al Chilo si è considerato il multiplo EV/EBITDA relativo alle società attive nell'*Online Retail*, pari a 22,60x. Il valore medio dell'*equity* che si ottiene applicando tale multiplo è di € 17,00 mln.

TABLE 16 – WEB AL CHILO VALUE

(€/mln)	FY22E	FY23E
EBITDA	0,65	0,83
Enterprise Value	14,69	18,75
NFP	(0,27)	(0,27)
Equity Value	14,96	19,03
Average Equity Value	17,00	

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Hyntelo S.r.l.

Hyntelo (ex Sixth sense) è uno *spin off* dell'Università Sant'Anna di Pisa che sviluppa software e algoritmi per l'ottimizzazione dei processi e la predizione di *trend* di mercato emergenti, supportando i *decision makers* nel rispondere a domande chiave. Il team di Hyntelo sfrutta competenze di analisi dei dati all'avanguardia che vanno dal campo dell'AI alla progettazione di sistemi hardware e software per soluzioni Big Data, *deep machine learning*, algoritmi e tecnologie predittive.

Nel corso del 2022 l'azienda è stata inserita dal Sole24Ore e dal Financial Times nella prestigiosa classifica delle aziende a più alta crescita, è stata menzionata nella Gartner Hype Cycle 2022 come soluzione ottimale nell'ambito delle decisioni avanzate a supporto delle vendite ed è stata selezionata da Euronext per il programma di formazione pre-IPO "Tech-share" riservato alle *scaleup* che puntano alla quotazione in borsa.

TABLE 17 – FINANCIALS HYNTELO

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Value of Production	3,95	6,44	6,30	7,00
EBITDA Adj.	1,40	2,15	1,68	2,00
NFP	(1,52)	(2,62)	(2,62)	(2,62)
<i>EBITDA Margin</i>	<i>35,4%</i>	<i>33,3%</i>	<i>26,7%</i>	<i>28,6%</i>

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per Hyntelo si è considerato il multiplo EV/EBITDA relativo alle società produttrici di software, pari a 21,17x. Il valore medio dell'*equity* che si ottiene applicando tale multiplo è di € 41,58 mln.

TABLE 18 – HYNTELO VALUE

(€/mln)	FY22E	FY23E
EBITDA	1,68	2,00
Enterprise Value	35,57	42,35
NFP	(2,62)	(2,62)
Equity Value	38,20	44,97
Average Equity Value	41,58	

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Red Raion S.r.l.

Red Raion sviluppa contenuti CGI (*Computer Generated Imagery*) per attrazioni presenti in parchi divertimento, musei, FEC (*Family Entertainment Centers*) e centri commerciali. Oltre a questo, l'azienda si occupa anche di produzione *in-house* di film d'animazione, sia a commessa che in licenza.

Nel corso del 2022 Red Raion ha concluso diversi progetti, consolidato nuove partnership e aperto nuove strade per realizzare gli obiettivi aziendali, oltre che rafforzare la rete vendita internazionale. Inoltre, durante l'anno la società ha prodotto anche due nuovi filmati in licenza ed ha ottenuto il ruolo di Global Exhibitor, assegnato alle aziende che hanno preso parte a tutte le principali fiere di settore organizzate dalla IAAPA (International Association of Amusement Parks and Attractions).

TABLE 19 – FINANCIALS RED RAION

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Value of Production	1,69	1,69	2,24	2,36
EBITDA Adj.	0,58	0,21	0,40	0,70
NFP	(0,16)	(0,18)	(0,18)	(0,18)
EBITDA Margin	34,4%	12,3%	17,9%	29,7%

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per Red Raion si è considerato il multiplo EV/EBITDA relativo alle società produttrici di software per il settore dell'Entertainment, pari a 20,72x. Il valore medio dell'equity che si ottiene applicando tale multiplo è di € 11,57 mln.

TABLE 20 – RED RAION VALUE

(€/mln)	FY22E	FY23E
EBITDA	0,40	0,70
Enterprise Value	8,29	14,50
NFP	(0,18)	(0,18)
Equity Value	8,46	14,68
Average Equity Value	11,57	

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Zuclem S.r.l. (Poke Scuse)

Zuclem è una realtà attiva nel settore della ristorazione operante tramite il trademark «Poke Scuse». Ad oggi, la società è attiva sul territorio nazionale (Centro e Nord Italia) e a Cipro con oltre 30 negozi diretti e in franchising. Il mercato del pokè continua a registrare in Italia una forte crescita e Poke Scuse è ben posizionata per incrementare la propria quota di mercato.

Nel corso del 2022 l'azienda ha aperto 20 punti vendita addizionali ed ha conseguito un raddoppio del fatturato con posizione di leadership nel Centro-Nord Italia.

TABLE 21 – FINANCIALS ZUCLEM

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Value of Production	0,64	5,30	9,50	11,93
EBITDA Adj.	0,04	0,12	0,00	0,00
NFP	(0,06)	0,33	0,33	0,33
EBITDA Margin	6,7%	2,3%	0,0%	0,0%

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per Zuclem si è considerato il multiplo Price/Sales relativo alle società attive nel settore Restaurant/Dining, pari a 0,94x. Il valore medio dell'equity che si ottiene applicando tale multiplo è di € 10,07 mln.

TABLE 22 – ZUCLEM VALUE

(€/mln)	FY22E	FY23E
Value of Production	9,50	11,93
Equity Value	8,93	11,21
Average Equity Value	10,07	

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Biomed S.r.l. (Audio Technologies)

Audio Technologies sviluppa dispositivi per l' otorinolaringoiatria (ORL) per la salute di orecchio, naso e gola oltre che una gamma di prodotti in collagene e bio-materiali ricostruttivi per senologia, neurochirurgia, chirurgia maxillo facciale, odontoiatria e ortopedia con il nuovo marchio Biosynth Lifesciences. I prodotti si distinguono per essere nel più grande mercato dei dispositivi medicali, con una forte barriera all'ingresso per via della rigida regolamentazione europea sui dispositivi medici (Reg. UE 745/2017). I prodotti e le tecnologie della società nel segmento ORL mirano a una fidelizzazione della clientela guidata da un logica di filiera pull che prevede la formazione chirurgica professionale/post laurea dei clienti medici partner.

Nel corso del 2022 Audio Technologies ha consolidato il marchio Biosynth Lifesciences legato allo sviluppo della gamma di prodotti in collagene e bio materiali ricostruttivi.

TABLE 23 – FINANCIALS AUDIO TECHNOLOGIES

Key Financials (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
Value of Production	1,71	3,39	3,73	3,77
EBITDA Adj.	0,44	1,24	1,30	1,30
NFP	(0,50)	(1,03)	(0,54)	3,21
<i>EBITDA Margin</i>	25,8%	36,7%	34,9%	34,5%

Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Per Audio Technologies si è considerato il multiplo EV/EBITDA relativo alle società produttrici nel settore dell'*Healthcare*, pari a 17,00x. Il valore medio dell'*equity* che si ottiene applicando tale multiplo è di € 20,77 mln.

TABLE 24 – AUDIO TECHNOLOGIES VALUE

(€/mln)	FY22E	FY23E
EBITDA	1,30	1,30
Enterprise Value	22,12	22,09
NFP	(0,54)	3,21
Equity Value	22,66	18,89
Average Equity Value	20,77	

Source: Aida, elaborazione Integrae SIM

Equity Value

TABLE 25 – EQUITY VALUE

Company Name	Equity Value (€/mln)	Stake (%)	Stake Value (€/mln)	% on NAV	Valuation Method	Sector
Easy4Cloud Srl	15,49	26,8%	4,15	11,4%	Multiples	Software
Magillaguerrilla Srl	5,77	20,0%	1,15	3,2%	Multiples	Digital
Keisdata Srl	8,85	29,6%	2,62	7,2%	Multiples	Software
MDI SpA	8,98	41,8%	3,75	10,3%	Multiples	Fintech
Websolute Spa	22,14	12,2%	2,70	7,4%	Market Value	Digital
Reaxing Srl	14,44	7,2%	1,03	2,8%	Multiples	Fitness
Web al Chilo Srl	17,00	30,0%	5,10	14,0%	Multiples	E-Commerce
Hyntelo Srl	41,58	5,0%	2,08	5,7%	Multiples	Software
RedRaion Srl	11,57	20,0%	2,31	6,3%	Multiples	Entertainment
Biomed Srl	20,77	51,0%	10,59	29,0%	Multiples	Healthcare
Zuclem Srl	10,07	10,0%	1,01	2,8%	Multiples	Dining
Total Asset Value			36,50			

Source: Integrae SIM

L'Enterprise Value di i-RFK è stato calcolato aggregando gli *Equity Value* delle partecipate di competenza (Sum-of-the-Parts), ottenendo un valore di € 36,50 mln. Al netto della NFP al 31/12/22 *cash positive* per € 7,60 mln e tenendo conto dell'esborso di cassa dovuto all'acquisizione di Biomed Srl per € 3,17 mln, si ottiene un *Equity Value* pari a € 39,12 mln. Il Target Price, calcolato suddividendo l'*Equity Value* per il numero di azioni al netto delle azioni proprie pari 1.237.514 azioni, è quindi pari a € 3,39 (prev. € 3,10), rating BUY e Risk Medium.

TABLE 26 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	43,9x	18,1x	10,4x
EV/EBIT	N/A	0,0x	30,7x	13,7x
P/E	18,9x	N/A	243,3x	33,2x

Source: Integrae SIM

TABLE 27 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	21,9x	9,0x	5,2x
EV/EBIT	N/A	N/A	15,3x	6,8x
P/E	10,9x	N/A	140,5x	19,2x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
------	-------	----------------	--------------	------	---------

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). 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. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- It carries out media marketing activities on behalf of I-RFK S.p.A.;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.