

Data produzione: 4 maggio 2021 - h 18:00

Data pubblicazione: 6 maggio 2021

Innovative-RFK	Italy	Euronext Access Paris (FR)	Investments
Rating: BUY	Target Price: € 2,23	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	2M	4M
Absolute	0,00%	4,24%	7,50%
to FTSE AIM Italia	-5,75%	-10,01%	-17,60%
to FTSE STAR Italia	-4,36%	-7,01%	-6,56%
to FTSE All-Share	0,84%	-2,70%	-2,34%
to Digital Magics	1,02%	31,51%	22,23%
to Tamburi Investment Partners	-1,28%	3,26%	7,74%
to H-Farm	-17,10%	-27,26%	-123,81%

Stock Data	
Price	€ 1,72
Target price	€ 2,23
Upside/(Downside) potential	29%
Exchange	Euronext Access
Ticker	MLIRF
Market Cap (€m)	€ 16,17
EV (€m)	€ 15,43
Share Outstanding	9.401.656
52-week high	€ 1,81
52-week low	€ 1,45
Average daily volumes (3m)	67

Key Financials (€)	FY18A	FY19A	FY20A
Sales	17.168	195.265	132.991
EBITDA	(105.699)	(209.829)	(239.201)
EBIT	(109.288)	(213.552)	(239.201)
Net Profit	2.773	17.965	(258.741)
EPS	0,0003	0,0019	-
EBITDA margin (%)	n.m.	n.m.	n.m.
EBIT margin (%)	n.m.	n.m.	n.m.

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

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

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, digital, e-commerce e fitness. 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 sottoscrive un aumento di capitale in i-RFK riceverà una detrazione d'imposta pari al 30%.

FY20A Results

I fatti di rilievo avvenuti nel corso del 2020 sono stati:

- 1) l'**emissione di un minibond** nel mese di ottobre 2020, per un valore di € 1,29 milioni, attraverso una campagna di debt crowdfunding con la piattaforma CrowdFundMe, strumento quindi quotato sul segmento ExtraMotPro3 di Borsa Italiana;
- 2) un **aumento di capitale** per complessivi € 610.136,00 oltre a sovrapprezzo di € 305.068,00, quotato su Euronext Access Paris nel mese di dicembre 2020.

In merito alle nuove operazioni di investimento, nel corso del 2020 la società ha investito nelle seguenti società: Reaxing S.r.l., Web al Chilo S.r.l. e rafforzato la presenza in Microcredito di Impresa S.p.A. (Fonti: *Relazione annuale i-RFK 2020*).

Il risultato netto 2020 è condizionato dalla mancata distribuzione degli utili delle partecipate a causa delle disposizioni del Covid.

Il mercato

Il mercato italiano delle PMI contava oltre 11.500 possibili società target per i-RFK. La ripresa dei livelli di attività delle PMI italiane è proseguita nel 2019: il fatturato è cresciuto in termini reali del 2,8% e il valore aggiunto del 3,4% rispetto all'anno precedente. Questi dati, insieme a quelli dei bilanci precedenti, indicano che il sistema di PMI italiane arriva di fronte all'emergenza Covid dopo un decennio caratterizzato da una ripresa lenta e incompiuta, che ha consentito di recuperare solo parzialmente i livelli dei conti economici pre-crisi finanziaria. L'onda lunga della crisi finanziaria è stata particolarmente intensa per il settore delle costruzioni, ma gli impatti sono stati significativi anche nell'industria e nei servizi.

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 € 20 milioni. Al netto della PFN (cassa per €-0,74 milioni), si è calcolato un valore dell'equity di € 20,92 milioni, corrispondente ad un valore di 2,23 € per azione. L'azione dunque è attualmente negoziata con il 29% di sconto rispetto al suo intrinsic value, pertanto anche in vista della valutazione qualitativa indicata nei paragrafi successivi se ne consiglia l'acquisto.

1. Economics & Financials (2017-2020)¹

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
Value of Production	8.000	17.168	195.265	132.991
G&A	(4.096)	(117.628)	(399.179)	(365.128)
Employees	-	-	-	(140)
Other Operating Expenses	(722)	(5.239)	(5.915)	(6.923)
EBITDA	3.182	(105.699)	(209.829)	(239.201)
<i>EBITDA Margin</i>	40%	-616%	-107%	-180%
D&A	(2.056)	(3.589)	(3.723)	-
EBIT	1.126	(109.288)	(213.552)	(239.201)
<i>EBIT Margin</i>	14%	-637%	-109%	-180%
Financial Management	-	112.061	231.517	(19.541)
Extraordinary Management	-	-	-	-
EBT	1.126	2.773	17.965	(258.741)
Taxes	(274)	-	-	-
Net Income	852	2.773	17.965	(258.741)
Group Income	852	2.773	17.965	(258.741)
BALANCE SHEET (€)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
Fixed Asset	2.771.225	6.547.368	7.549.219	8.794.100
Account Receivable	8.000	26.552	100.617	49.793
Account Payable	(7.149)	(20.635)	(95.659)	(89.889)
Operating Working Capital	851	5.917	4.958	(40.096)
Other asset/liabilities	(23.611)	71.740	331.789	384.333
Net Working Capital	(22.760)	77.657	336.747	344.237
Severance Indemnities & Other Provisions	-	-	-	-
NET INVESTED CAPITAL	2.748.465	6.625.025	7.885.966	9.138.337
Share Capital & Reserves	2.610.300	6.419.152	9.201.924	10.135.094
Minorities' Capital	-	-	-	-
Group Income	852	2.773	17.965	(258.741)
Minorities' Income	-	-	-	-
Equity	2.611.152	6.421.925	9.219.889	9.876.353
Cash & Cash Equivalents	(29.387)	(200.325)	(1.390.524)	(2.084.617)
Financial Debts	166.700	403.425	56.601	1.346.601
Non-fixed Financial Assets	-	-	-	-
Net Financial Position	137.313	203.100	(1.333.923)	(738.015)
SOURCES	2.748.465	6.625.025	7.885.966	9.138.337
CASH FLOW (€)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
EBIT	1.126	(109.288)	(213.552)	(239.201)
Taxes	(274)	-	-	-
NOPAT	852	(109.288)	(213.552)	(239.201)
D&A	2.056	3.589	3.723	-
Change in receivable	(8.000)	(18.552)	(74.065)	50.825
Change in payable	7.149	13.486	75.024	(5.770)
Change in others	23.611	(95.351)	(260.049)	(52.544)
Change in NWC	22.760	(100.417)	(259.090)	(7.490)
Change in provisions	-	-	-	-
OPERATING CASH FLOW	25.668	(206.116)	(468.919)	(246.690)
Capex	(10.281)	(7.664)	(668)	(6.736)
FREE CASH FLOW	15.387	(213.780)	(469.587)	(253.427)
Interest payments/proceeds	-	112.061	231.517	(19.541)
Change in Financial Debt	166.700	236.725	(346.824)	1.290.000
Change in Financial Assets	(2.763.000)	(3.772.068)	(1.004.906)	(1.238.145)
Dividend	715.590	(679.658)	370.847	305.069
Change in Capital	1.894.710	4.487.658	2.409.152	610.136
FREE CASH FLOW TO EQUITY	29.387	170.938	1.190.199	694.093

¹ Source: RFK Group

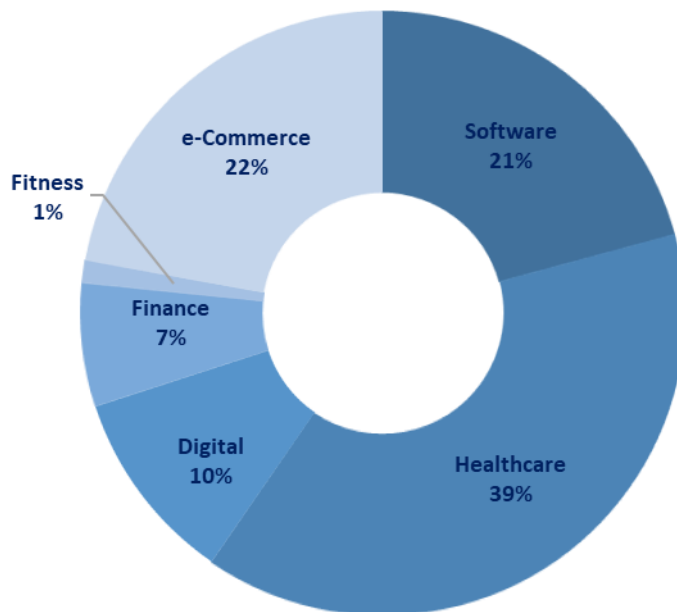
2. Company Overview

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 sette società operanti nei settori Software, Healthcare, Microfinanza, Digital, e-Commerce e Fitness.

Fig. 1 – Divisione portafoglio i-RFK¹



2.2 Modello di Business

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

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

¹ Source: elaborazione Integrae SIM

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. 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 manager 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

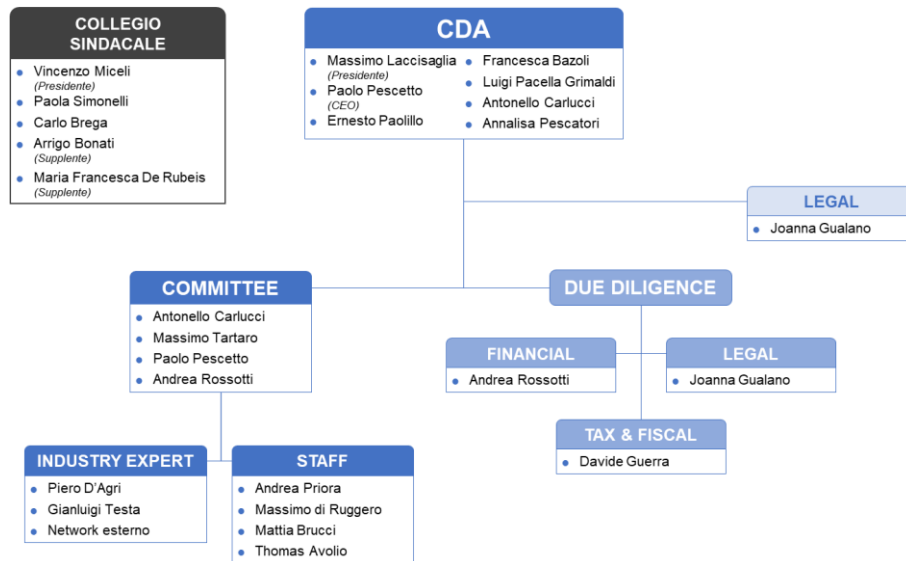
Il management, che è tra i principali investitori di i-RFK, è costituito tra gli altri da:

- 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%.

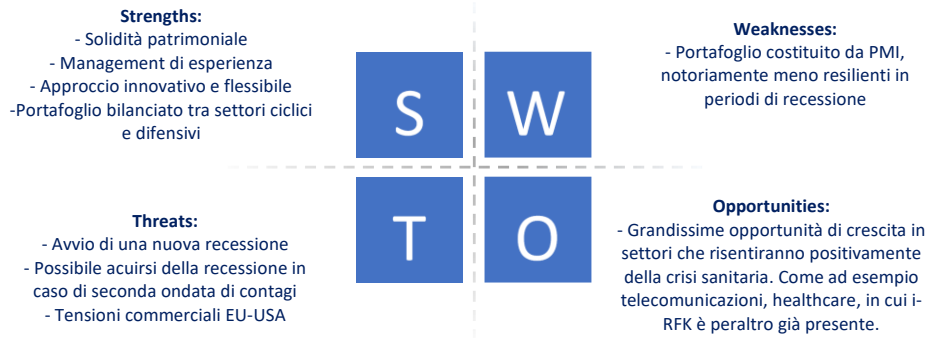
Fig. 2 – La struttura di i-RFK¹



¹ Source: elaborazione Integrae SIM

2.4 SWOT Analysis¹

Fig. 3 – La SWOT analysis²



¹ Source: elaborazione Integrae SIM

² Source: elaborazione Integrae SIM

3. Valuation

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

3.1 Società valutate con il metodo dei Multipli

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

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

3.1.1 Easy4Cloud S.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 Easy4Cloud²

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

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

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

² Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Table 3 – Easy4Cloud value¹

(€/mln)	2020A	2021E
EBITDA	0,35	0,44
EV	8,46	10,66
NFP	0,12	0,02
Equity Value	8,34	10,65
Average Equity Value	9,49	

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

3.1.2 Inventis S.r.l.

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

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

Table 4 – Financials Inventis⁷

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

Per Inventis si è utilizzato un EV/EBITDA di 26,25x, ottenendo un equity value di € 26,27 milioni.

Table 5 – Inventis value²

(€/mln)	2020A	2021E
EBITDA	0,96	1,01
EV	25,22	26,41
NFP	(0,28)	(0,63)
Equity Value	25,50	27,04
Average Equity Value	26,27	

Sector	EV/EBITDA Multiple
Healthcare Products	26,25

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

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

3.1.3 Keisdata S.r.l.

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

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

Table 6 – Financials Keisdata¹

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

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

Table 7 – Keisdata value⁹

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

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

3.1.4 Web Al Chilo S.r.l.

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

¹ Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

Table 6 – Financials Web Al Chilo¹

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

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

Table 7 – Web Al Chilo value⁹

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

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

3.2 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 MDI²

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

¹ Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

² Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

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

Table 9 – MDI Book Value¹

(€/mln)	2020A
Book Value	5,02

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 IIRFK 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.

Table 10 – Financials Websolute¹²

Key Financials (€/mln)	2018A	2019A	2020A
Value of Production	12.761	14.073	14.800
EBITDA	1.668	2.136	1.400
NFP	2.537	876	3.080
EBITDA margin	13,1%	15,2%	9,5%

Websolute, essendo quotata sul mercato AIM Italia, è stata valutata a valore di mercato, considerando il prezzo per azione di € 1,67, calcolato come media ponderata dei prezzi giornalieri degli ultimi 3 mesi.

Table 11 – Websolute Value²

Valori al 03/05/2021	
Avg. Stock Price (3m) (€)	1,67
N° Shares (mln)	8,65
Equity Market Value (€/mln)	14,47

3.2.3 Reaxing S.r.l.

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

¹ Source: RFK Group

² Source: Euronext

presenti fitness clubs (e.g. Virgin Active), corporate clubs (e.g. Med-Ex Ferrari), pro sport clubs (e.g. Juventus FC).

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

Table 8 – Financials Reaxing¹

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

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

Table 9 – Reaxing Book Value²

(€/mln)	2020A
Book Value	3,50

3.3 Equity value i-RFK

L'enterprise value di Innovative-RFK è stato calcolato aggregando gli equity value delle partecipate di competenza (Sum-of-the-Parts), ottenendo un valore di € 20,19 milioni.

Table 12 – Valore aggregato³

Company	Equity Value (€/mln)	Stake (%)	Stake Value (€/mln)	% on NAV	Valuation Method	Sector
Easy4Cloud Srl	9,49	24,6%	2,34	11,6%	Multiples	Software
Inventis Srl	26,27	29,8%	7,83	38,8%	Multiples	Healthcare
Keisdata Srl	6,29	29,6%	1,86	9,2%	Multiples	Software
MDI Spa	5,02	26,6%	1,34	6,6%	Last Round	Finance
Websolute Spa	14,47	14,5%	2,10	10,4%	Market Value	Digital
Reaxing S.r.l.	3,50	7,1%	0,25	1,2%	Book Value	Fitness
Web al Chilo S.r.l.	22,36	20,0%	4,47	22,2%	Multiples	e-Commerce
Total Asset Value			20,19			

Al netto della PFN (cassa) pari a € -0,74 milioni si è ottenuto un equity value di € 20,92 milioni.

¹ Source: Aida e elaborazione Integrae SIM

² Source: RFK Group

³ Source: RFK Group

3.4 Raccomandazione

L'equity value calcolato corrisponde ad un target price per azione di € 2,23, superiore del 29% rispetto al prezzo di negoziazione pari a € 1,72 (al 29/04/2020). Il nostro target price è quindi €2,23 (da €1,63) per azione della nostra nota del 13 luglio u.s.. Buy rating e medium risk (invariati).

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

Table 13 – Target price¹

Equity Value (€/mln)	20,92
EV (€/mln)	20,19
NFP (€/mln)	-0,74
<hr/>	
Outstanding Shares	9.401.656
Target Price (€)	2,23 €

¹ 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 2019. Di queste 1.851 sono qualificate come “PMI Innovativa” e 12.211 sono qualificate come “Start-up Innovativa”. Quindi un totale di oltre 14.062 possibili società target per Innovative-RFK.

La ripresa dei livelli di attività delle PMI italiane è proseguita nel 2019: il fatturato è cresciuto in termini reali del 2,8% e il valore aggiunto del 3,4% rispetto all’anno precedente. Questi dati, insieme a quelli dei bilanci precedenti, indicano che il sistema di PMI italiane arriva di fronte all’emergenza Covid dopo un decennio caratterizzato da una ripresa lenta e incompiuta, che ha consentito di recuperare solo parzialmente i livelli dei conti economici pre-crisi finanziaria. In termini reali, i ricavi sono tornati oltre i livelli del 2007 (+2%), ma la redditività rimane ampiamente al di sotto: le PMI hanno perso il 19,4% del Mol e il ROE si è ridotto dal 13,9% del 2007 al 10,8% del 2019. L’onda lunga della crisi finanziaria è stata particolarmente intensa per il settore delle costruzioni, ma gli impatti sono stati significativi anche nell’industria e nei servizi.

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 2020).

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 sottoscrive un aumento di capitale in i-RFK riceverà una detrazione d’imposta pari al 30%.

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

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

- non deve risultare costituita a seguito di una fusione, scissione, cessione di azienda o di ramo d'azienda.

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

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

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

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

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

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

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

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, 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). 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.