

# Redfish Longterm Capital

**BUY**

Sector: Holdings

Price: Eu1.20 - Target: Eu2.27

## Un partner strategico per le PMI Italiane

Websim Team +39-02-76418200  
research@websim.it

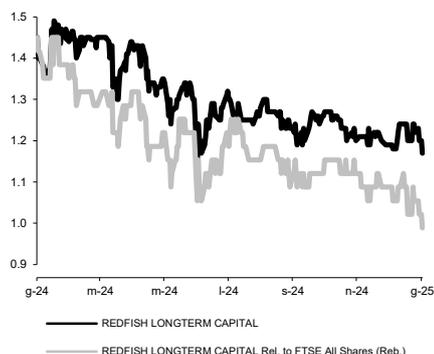
### Stock Rating

Rating: BUY (New Coverage)  
Target Price (Eu): 2.27 (New Coverage)

### Next Event

Results Out on March 31<sup>st</sup>

### REDFISH LONGTERM CAPITAL - 12M Performance



### Stock Data

Reuters code: RFLTC.MI  
Bloomberg code: RFLTC IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	-1.7%	-7.9%	-19.3%
Relative	-8.1%	-14.4%	-37.0%
12M (H/L)		1.49/1.14	
3M Average Volume (th):		6.66	

### Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	26
Total no. of shares (mn):	32
Mkt Cap Ord (Eu mn):	31
Total Mkt Cap (Eu mn):	31
Mkt Float - Ord (Eu mn):	13
Mkt Float (in %):	42.5%
Main Shareholder:	
Maior S.r.l.	19.4%

### Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	41
BVPS (Eu):	1.64
P/BV:	0.7
Net Debt (Eu mn):	-30
NAV (Eu mn)	91

■ **Un partner per la crescita delle PMI Italiane, upside potenziale ~90%: BUY.** RedFish LongTerm Capital (RFLTC) è una *holding* di partecipazioni industriali fondata nel 2020 da Paolo Pescetto e Andrea Rossotti con la famiglia Bazoli e Gitti. Specializzata in investimenti in PMI italiane attive in mercati di nicchia, agisce come *partner* di lungo termine per favorirne la crescita. Con un portafoglio di sette società, di cui due quotate, presenta un profilo valutativo attraente, il solo valore cumulato delle partecipazioni in Movinter e Polieco supera 2x la *market cap* di RFLTC. Ai prezzi correnti, riteniamo il profilo *risk-return* del portafoglio interessante per gli azionisti, che dovrebbero beneficiare di una *dividend policy* compresa tra €0.3-1.0mn/anno, un programma di *buyback* di €2mn (già eseguito per oltre 1/3) e un *Gross Asset Value* del portafoglio con un multiplo implicito pari a 1.8x il capitale investito, che rende maggiormente probabili potenziali *exit* nei prossimi anni.

■ **Competenze e visione di lungo termine.** Il *team* di RFLTC vanta un'esperienza consolidata in operazioni di finanza straordinaria e consulenza strategica. Il *focus* degli investimenti è in settori diversificati in cui la Società possiede *know-how* interno oppure mediante la sua rete di esperti. La *holding* genera *business* fornendo competenze finanziarie, manageriali e offrendo consulenze remunerate alle partecipate. RFLTC si propone come *partner* industriale strategico di lungo termine e, grazie all'elevato *standing* del *management* e dall'ampio *network* relazionale, raccoglie risorse finanziarie mediante aumenti di capitale e/o debito, promuovendo una crescita sostenibile finalizzata alla creazione di valore nel tempo.

■ **Strategia d'investimento disciplinata.** Il processo di investimento si articola in cinque fasi ben definite (i.e. identificazione, analisi, strutturazione, finanziamento e crescita), permettendo una rigorosa *due diligence*, una pianificazione strategica degli investimenti e un'accurata supervisione post-investimento.

■ **Investimenti in mercati di nicchia ad alto potenziale.** RFLTC investe in *platform companies leader* in specifiche nicchie di mercato, con l'obiettivo di realizzare progetti di aggregazione settoriale tramite operazioni *add-on*. Di rilievo il progetto di integrazione tra il Gruppo Movinter (progetto *rail-navy*) e Tesi (*aerospace*), che punta a sinergie di produzione e di prodotto, volte ad offrire ai clienti un complesso assemblaggio, perseguendo la strategia del punto di contatto unico. Con una partecipazione totalitaria, RFLTC consolida il Gruppo Movinter.

■ **Un portafoglio ad alto potenziale.** Il 96% del *Gross Asset Value* è rappresentato da PMI non quotate. Ad oggi il portafoglio è investito in sette aziende, attive in settori che spaziano dall'industriale puro all'*aerospace e tech*, dalla *multiutility* fino alla diagnostica sanitaria. Senza *exit* predeterminate e con una visione di lungo termine, RFLTC riesce a realizzare investimenti a multipli competitivi (storicamente l'EV/EBITDA medio si è mantenuto sotto 5.5x). Costi della *holding* contenuti (~1.3% del NAV), potenzialmente bilanciabili con i ricavi derivanti dai servizi erogati alle partecipate, una *policy* di remunerazione del *management* che ne favorisce il *commitment* e l'allineamento agli interessi degli *stakeholders*, si traduce in un portafoglio con un *trade-off risk-return* interessante per gli investitori.

■ **Target Price €2.27 per azione, upside potenziale ~90%.** Stimiamo il valore di RFLTC ricorrendo al metodo del *Net Asset Value* (NAV). Valutiamo le *holdings* non quotate applicando i multipli storici di *comparables* alle nostre stime 2024 (i.e. Tesi, Expo Inox, PureLabs e Polieco), mentre la capitalizzazione corrente di borsa è il nostro riferimento valutativo per le quotate (i.e. Convergenze e Solid World). Per il Gruppo Movinter, consolidato, elaboriamo un *Discounted Cash Flow Model* (WACC 6.5%, *terminal growth* 2%). Deriviamo il nostro *target price* applicando al NAV del portafoglio (>€90mn, €2.8 p.a.) un *holding/liquidity discount* del 20%. Ai prezzi correnti, il titolo incorpora un potenziale di rialzo di circa l'90%, avviamo la copertura con *rating* BUY (P/BV 0.7x, P/TP 0.5x, P/NAV 0.4x).

## Company in brief

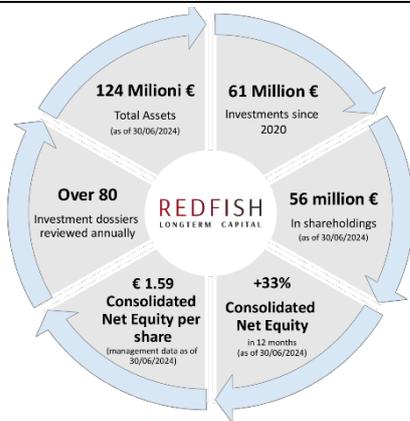
### Descrizione della Società

RedFish LongTerm Capital S.p.A. è una *holding* di partecipazioni industriali fondata nel 2020 da Paolo Pescetto e Andrea Rossotti con la famiglia Bazoli e Gitti. Quotata su *Euronext Growth Milan* da giugno 2023, è specializzata nell'acquisizione di PMI italiane a conduzione familiare, in fase matura e attive in mercati di nicchia, per favorirne lo sviluppo attraverso strategie di espansione sia in Italia, che all'estero. Opera con un orizzonte temporale medio-lungo, privilegiando minoranze qualificate o, alternativamente, maggioranze in *Club Deal*.

### Punti di forza/Opportunità

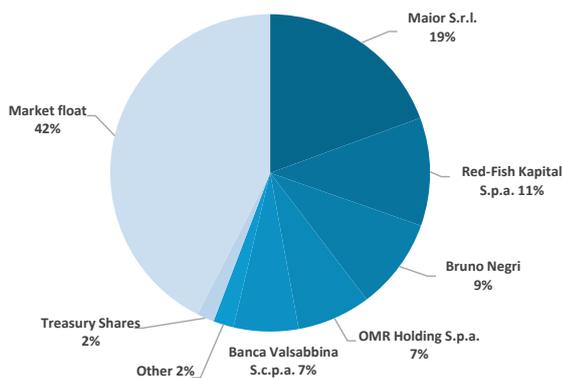
- Management di lunga esperienza ed elevato *standing*
- Consistente *network* relazionale per *club deal*
- Comprovata capacità di *fundraising*
- Struttura di costi della *holding* contenuta
- Ampia offerta di servizi integrati, scalabilità del *business*
- Potenziale per integrazioni e sinergie tra le partecipate
- Accesso a nuovi mercati in ottica di diversificazione
- Holding-period* degli investimenti di lungo termine
- Crescenti opportunità di investimento tra le PMI italiane

### RFLTC - In a Nutshell



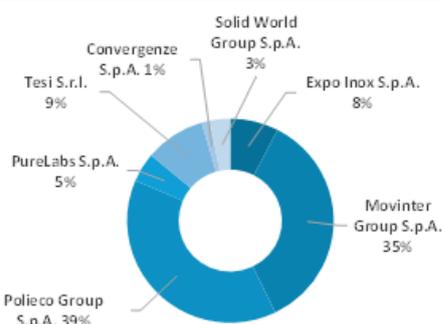
Source: Websim Corporate on Company presentation

### RFLTC – Shareholding Structure



Source: Company presentation

### RFLTC - Gross Asset Value (GAV) Breakdown by Holdings



Source: Websim Corporate estimates

### Management

**Presidente:** Paolo Pescetto  
**CEO:** Andrea Rossotti  
**Consiglieri:** Francesca Bazoli  
**Consigliere:** Ernesto Paolillo  
**Consigliere:** Luigi Pacella Grimaldi  
**Consigliere Ind.:** Raffaella Viscardi  
**Consigliere Ind.:** Massimo Lapucci

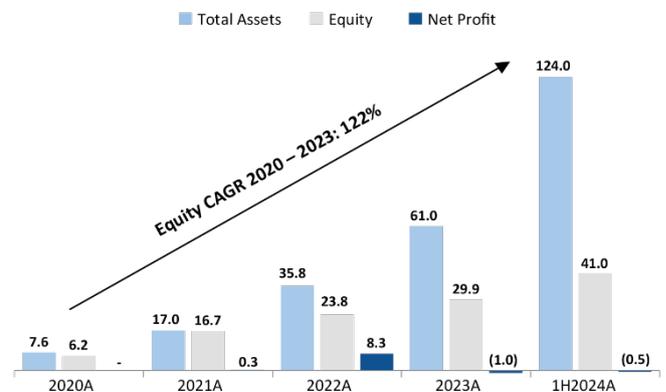
### Azionisti

Maior S.r.l.	19.37%
Red - Fish Kapital S.r.l.	11.02%
Bruno Negri	9.30%
OMR Holding S.p.A.	7.44%
B.ca Valsabbina S.c.p.a.	6.57%
Others	2.07%
Treasury shares	1.76%
Market float	42.47%

### Rischi/Debolezze

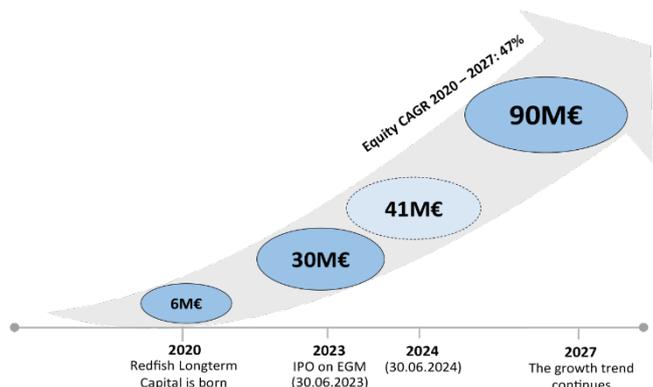
- Limitato *track-record*
- Il successo delle singole iniziative di investimento dipende dai *key manager*
- Limitata diversificazione settoriale e forte esposizione al ciclo economico
- Competizione crescente con diverse tipologie di veicoli di investimento (i.e. *Holding, Private Equity, SICAF, ELTIF, SGR, etc.*)
- Condizioni macroeconomiche avverse, con potenziale impatto sul costo opportunità degli investimenti e sul *trade-off risk-return* del portafoglio
- Limitata diversificazione geografica, *focus* sul mercato italiano

### RFLTC - Key Consolidated Financial (Pro-Forma, € mn)



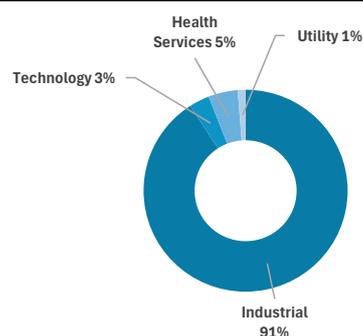
Source: Websim Corporate on Company presentation

### RFLTC - Development Plan for 2024-2027



Source: Websim Corporate on Company presentation

### RFLTC - Gross Asset Value (GAV) Breakdown by Sector



Source: Websim Corporate estimates

## Contents

<b>Company in brief</b> .....	<b>2</b>
<b>Descrizione societaria</b> .....	<b>4</b>
<b>Modello di business</b> .....	<b>10</b>
Identificazione di società target.....	10
Analisi dell’investimento.....	10
Investimento .....	11
Sviluppo del valore.....	12
Monitoraggio .....	13
<b>Il track record del management</b> .....	<b>14</b>
<b>Il portafoglio delle partecipate</b> .....	<b>16</b>
<b>Posizionamento competitivo</b> .....	<b>17</b>
<b>Il ritorno per gli <i>stakeholders</i></b> .....	<b>18</b>
<b>Analisi Finanziaria</b> .....	<b>19</b>
Dal 2020 al 2022 .....	19
Dal 2023 ai KPIs dei 9M24.....	20
I fatti di rilievo degli ultimi 12 mesi.....	24
Il piano di sviluppo 2024-2027 .....	25
<b>Valutazione e conclusioni</b> .....	<b>27</b>
Le metodologie di valutazione delle partecipate.....	27
Holding & liquidity discount, l’approccio fully diluted .....	30
Il Net Asset Value del portafoglio .....	31
Conclusioni.....	32
<b>Appendix A) I progetti e le partecipate</b> .....	<b>34</b>
Il progetto <i>Rail - Navy - Aerospace</i> .....	34
Il Gruppo Movinter .....	37
Le non quotate in mercati di nicchia.....	43
Le quotate ad alto potenziale .....	48
Le operazioni di successo.....	50
<b>Appendix B) Le società comparabili delle non quotate e multipli di mercato</b> .....	<b>51</b>
<b>Appendix C) Le partecipate quotate</b> .....	<b>53</b>

## Descrizione societaria

RedFish LongTerm Capital (RFLTC) è una *holding* industriale, fondata nel 2020 da Paolo Pescetto, Andrea Rossotti e dalle famiglie Bazoli e Gitti. Le aziende *target* sono principalmente PMI a conduzione familiare che operano in mercati di nicchia e con un significativo *business know-how*, già in fase matura e che puntano a perseguire una nuova fase di sviluppo anche attraverso acquisizioni sia in Italia che all'estero.

Il **management team** della società vanta una solida esperienza nel campo degli investimenti e della finanza (i.e. *Private Equity*, M&A, *Portfolio Management*, Consulenza Strategica, etc.). Facendo leva su competenze professionali, sia interne che esterne, e sull'ampio **network** che partecipa anche ad investimenti attraverso *club deals*, RFLTC supporta le imprese nel migliorare la loro redditività, la gestione del capitale, sviluppando opportunità di crescita.

Il **focus degli investimenti** è in settori in cui la RFLTC possiede un *know-how* industriale interno o attraverso la sua rete di **industry experts** ed in cui è in grado di generare valore fornendo competenze finanziarie e manageriali, attraverso una **attività di consulenza alle partecipate che sono remunerate e ricorrente**.

RFLTC effettua anche investimenti di maggioranza in *platform companies leader* in specifiche nicchie di mercato, mirando a realizzare progetti di aggregazione settoriale tramite *add-on*.

**RedFish LongTerm Capital** agisce come **partner di lungo periodo** per le proprie partecipate, puntando alla loro crescita senza *exit period* predeterminati, finanziandole con capitali raccolti attraverso aumenti di capitale dedicati e senza fondi *pre-committed* dagli investitori.

Specializzata in investimenti di **maggioranza** o **minoranza qualificata** in PMI italiane mature con EBITDA > €2mn, in **aumento di capitale o acquisto quote / azioni**, anche in **club deal**, spesso si impegna in operazioni di collaborazione con altri investitori per favorire una crescita e un valore sostenibile.

L'orizzonte di investimento di **lungo periodo** consente alla Società di effettuare **investimenti a multipli interessanti** (l'attuale *entry EV/EBITDA* medio è di 5.4x), garantendo agli imprenditori la possibilità di generare valore attraverso **partnership a lungo termine**.

La **struttura di costi della holding** è contenuta e la **policy di remunerazione** è legata all'incremento di **valore** del portafoglio e all'eventuale distribuzione di dividendi ai soci sottoscrittori.

Nel 2023, in aggregato, le partecipate di RFLTC hanno realizzato **€450mn di Valore della Produzione** e **€72mn di EBITDA**. Il **Capitale Investito Netto Consolidato** al 1H24PF si è attestato oltre **€84mn** (+70% vs. FY23) e il **Patrimonio Netto Consolidato** oltre **€41mn** (+33% YoY). Il **Totale Attività** nel periodo 2020 - 1H24PF è cresciuto con un **CAGR del 122%** e il perimetro complessivo della *holding* ad oggi conta +1,600 persone impiegate.

Dalla sua fondazione, RFLTC ha effettuato acquisizioni in differenti settori e in primarie aziende italiane, risultante in un portafoglio di partecipate diversificato per settore di riferimento. Ad oggi gli investimenti sono i seguenti:

- **Convergenze S.p.A.**, società quotata sull'*Euronext Growth Milan* (EGM), investimento del 2020, *Integrated Technology Operator* nel campo delle Telecomunicazioni e del *Green Energy*, partecipazione del 9.5%;
- **Solid World Group S.p.A.**, società quotata sull'*Euronext Growth Milan* (EGM), investimento del 2021, *3D digital System Integrator*, partecipazione del 8.2%;
- **Tesi S.r.l.**, investimento del 2021, fornitore di tecnologie innovative e di servizi specializzati per l'aeronautica, partecipazione del 20.0%;
- **Expo Inox S.p.A.**, investimento del 2022, gruppo internazionale *leader* nella produzione di canne fumarie in acciaio e in acciaio inox, partecipazione del 20.0%;
- **PureLabs S.p.A.**, investimento del 2023, gruppo operante nel settore della diagnostica con l'obiettivo di creare un *player* di laboratori clinici *leader* nel panorama nazionale attraverso una strategia di *Buy&Build*, partecipazione, come *lead investor*, del 26.0%;
- **Movinter Group S.p.A.**, investimento del 2023, operatore internazionale attivo nel campo della carpenteria leggera per il settore ferroviario, partecipazione del 100%. Nel 2024 Movinter ha effettuato due *add-on*:
  - **Six Italia S.p.A.** (febbraio), specializzata nella produzione di prodotti per l'isolamento termo-acustico per il settore ferroviario e navale, partecipata al 75%;
  - **SAIEP S.p.A.** (giugno), specializzata nella realizzazione di sistemi elettronici, elettromeccanici e cablaggi per il settore ferroviario, partecipata al 100%;
- **Polieco Group S.p.A.**, investimento del 2024, *leader* in Italia nella produzione di tubi corrugati per il trasporto di acqua, di resine per *coating* per tubazioni *oil & gas* e per il settore del *packaging* e nella produzione di tombini in polietilene, partecipazione al 15%.

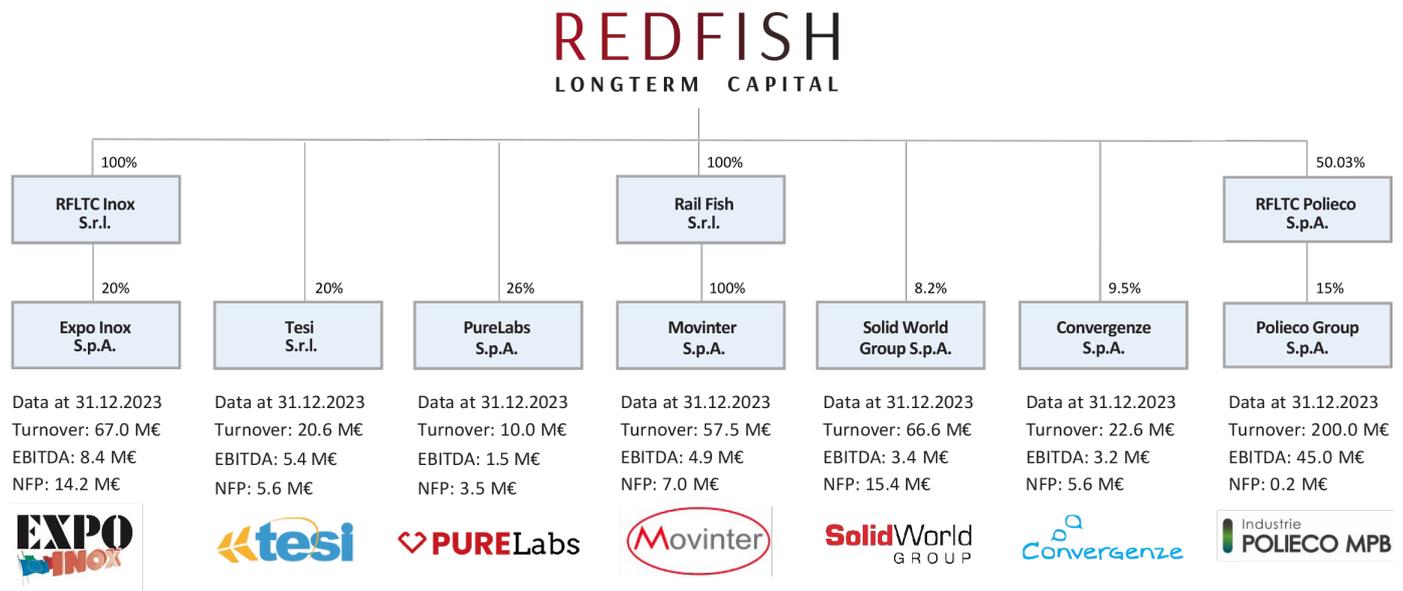
A seguire le **partecipazioni disinvestite**, entrambe nel 2022:

- **MaticMind S.p.A.**, *ICT Cybersecurity*, a seguito di clausola *Tag Along*<sup>1</sup>;
- **Marullo S.p.A (Pistacchio S.p.A.)**, *Food & Beverage*, in ottica di ottimizzazione del perimetro dell'IPO.

Di seguito gli **add-on** supportati da RFLTC tra il 2023 e 2024 rientranti tra i progetti di espansione verticale e orizzontale delle partecipate:

- **Expo Inox S.p.A.**: A1 Flue Systems L.t.d. (95%) e CP Inox S.r.l. (65%)
- **Convergenze S.p.A.**: Positivo S.p.A. (100%)
- **Movinter S.p.A.**: Six Italia S.p.A. (75%) e SAIEP S.r.l. (100%)
- **PureLabs S.p.A.**: VIVO Lab S.r.l. (70%), LAM S.r.l. (80%), CENTRO SANA S.r.l. (65%) e D'Arena S.r.l. (100%) e CDDR S.r.l. (100%)
- **Solid World S.p.A.**: Valore BF S.r.l. (100%)
- **Polieco Group S.p.A.**: Picenum Plast S.p.A. (100% produzione di tubi lisci in PVC e in PE)

## RFLTC - Company Structure



Source: Websim Corporate on Company presentation

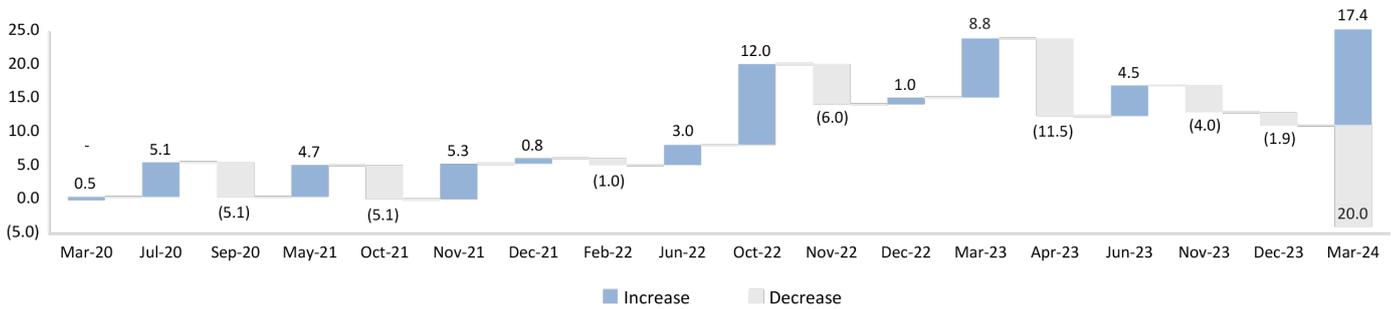
Rispetto alla struttura comunicata con la relazione del 1H24, la Società ha attuato due interventi volti a riorganizzare e razionalizzare la struttura e le partecipazioni del Gruppo, nello specifico:

- RFLTC, nel 2H24, ha dato seguito alla fusione per incorporazione della società G&RP Consulting S.r.l. (controllata al 100%), riducendo quindi la catena di controllo verso Convergenze S.p.A.
- Riacquisito il residuo 4% del capitale del veicolo **Rail Fish S.r.l.**, detenendo ad oggi il 100% del capitale di **Movinter Group S.p.A.** Il controvalore pagato per l'operazione è stato pari a €0.5mn, così come definito in aprile 2023 al *closing* della sola Movinter, non considerando quindi Six Italia e SAIEP.

<sup>1</sup> Clausola che obbliga il socio di maggioranza intenzionato a trasferire le proprie quote a terzi a garantire anche ai soci di minoranza la possibilità di vendere alle stesse condizioni.

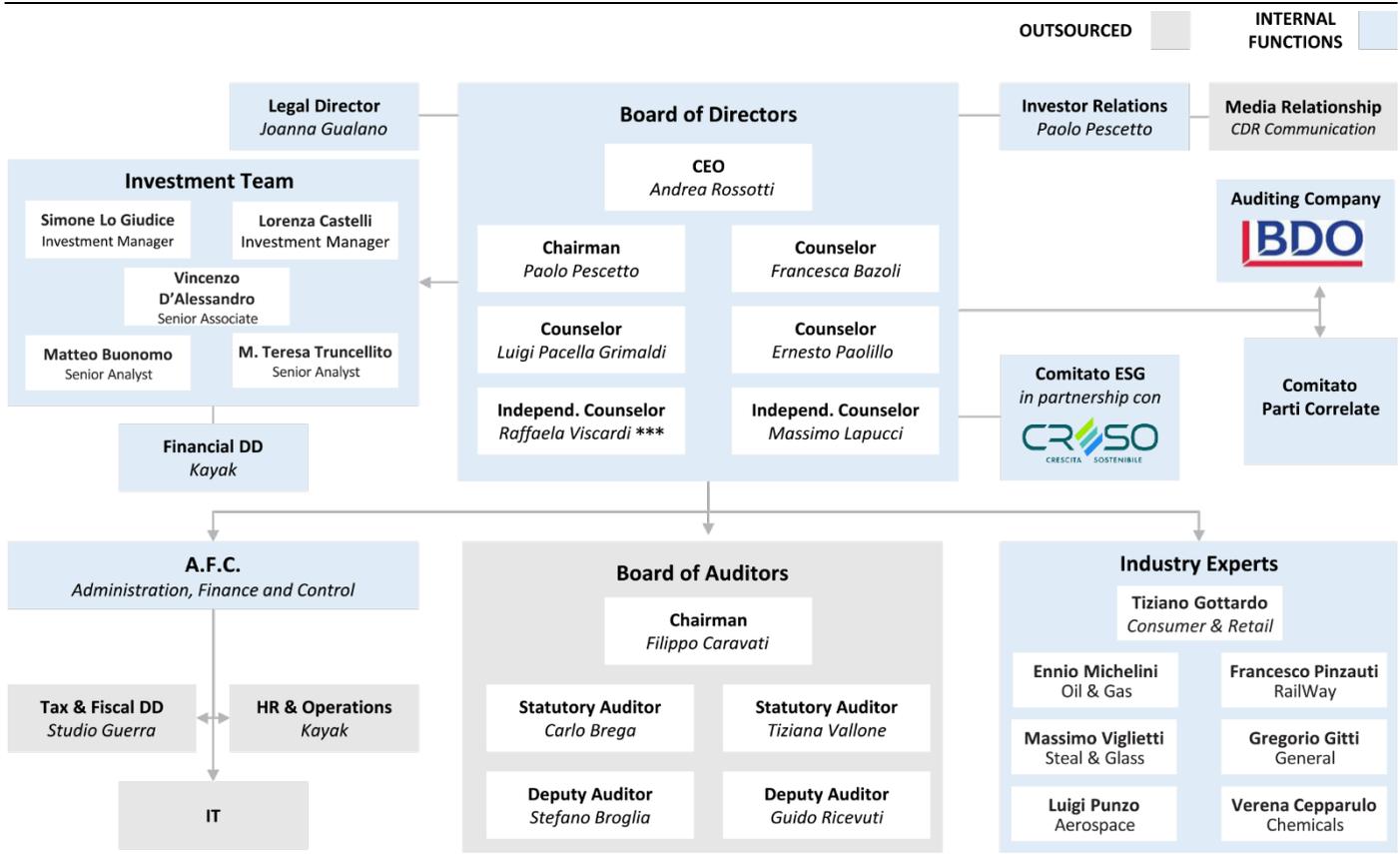
### RFLTC - Equity Milestones at 1H24

FISCAL YEAR: 2020	FISCAL YEAR: 2021	FISCAL YEAR: 2022	FISCAL YEAR: 2023	FISCAL YEAR: 1H 2024
<ul style="list-style-type: none"> <li>RFLTC Constitution (March 2020)</li> <li>First 6,16 M€ Capital Raising (July 2020)</li> <li>First 1,1 M€ Investment in Convergenze (July 2020)</li> <li>Second 5,1 M€ Investment in Matic Mind (September 2020)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Second 4,7 M€ Capital Raising (May 2021)</li> <li>Third 5,1 M€ Investment in Tesi (October 2021)</li> <li>Third 5,3 M€ Capital Raising (November 2021)</li> <li>1,8 M€ Dividend received from Tesi (December 2021)</li> <li>Fourth 1 M€ Investment in SolidWorld (December 2021)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fifth 1 M€ Investment in Marullo (February 2022)</li> <li>Issue of 2,9 M€ Convertible Bond (June 2022)</li> <li>First 12 M€ Exit from Matic Mind (October 2022)</li> <li>Sixth 6 M€ Investment in Expo Inox (November 2022)</li> <li>Second 1 M€ Exit from Pistacchio (December 2022)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>€8.8M Bond Issuance &amp; Bank Project Financing (March 2023)</li> <li>Investment: €11.5M in Movinter (April 2023) RFLTC Listing on EGM (June 2023): €4.5M</li> <li>Warrant Conversion (approx. €1M) of SolidWorld Group, equivalent to approximately 522,000 ordinary shares at a post-money share of 8.8%</li> <li>Investment in PureLabs (November 2023): €4M</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fourth Capital Increase €10.4M (March 2024) + Illimity Financing of €7M</li> <li>Investment: €20M (including Club Deal) in Polieco Group for 15% of the share capital</li> <li>Voluntary Sustainability Report on the 2023 financial statements approved by the board of directors on June 20, 2024 – Responsible Finance Policy and ESG Committee May 2023</li> </ul>



Source: Websim Corporate on Company presentation

### RFLTC - Corporate Governance



Source: Websim Corporate on Company presentation

Il capitale sociale di RFLTC è pari a €26.5mn (21.10.2024) suddiviso in **26.5mn** azioni ordinarie. Il **flottante di mercato**, ad oggi, si attesta al 42.5%, avendo la Società eseguito parzialmente un **piano di buyback<sup>2</sup>**. Alla data di pubblicazione di questo *report* la Società detiene n. **0.47mn** azioni proprie.

**RFLTC – Shareholding Structure (as of 21.10.2024)**

Shareholders	Ordinary Shares	% of Ordinary Shares	X Shares	Total Shares	% of Capital Voting
Maior S.r.l.	5,129,031	19.37%		5,129,031	19.36%
Red-Fish Kapital S.p.A.*	2,919,031	11.02%		2,919,031	11.02%
Bruno Negri	2,462,364	9.30%		2,462,364	9.30%
OMR Holding S.p.A.	1,970,000	7.44%		1,970,000	7.44%
Banca Valsabbina S.cp.a.	1,739,130	6.57%		1,739,130	6.57%
Red-Fish S.r.l.s.*	250,000	0.94%	8,300	258,300	0.98%
Alberto Santi**	161,000	0.61%		161,000	0.61%
Francesca Bazoli	93,480	0.35%		93,480	0.35%
Gregorio Gitti	43,480	0.16%		43,480	0.16%
Castello di Perno S.r.l.*	0	0.00%	1,700	1,700	0.01%
Treasury Shares	466,000	1.76%		466,000	1.76%
Market float	11,246,302	42.47%		11,246,302	42.46%
<b>Total</b>	<b>26,479,818</b>	<b>100.00%</b>	<b>10,000</b>	<b>26,489,818</b>	<b>100.00%</b>

\* Lock-up till 30 June 2025

\*\* Lock-up till 28 June 2026

Source: Websim Corporate elaboration on Company data

Il maggiore azionista è **Maior S.r.l.**, società riconducibile alla **famiglia Gottardo**, con il 19.4% del capitale sociale.

Il **30 giugno 2023**, RFLTC si è quotata in borsa raccogliendo €4.0mn (esclusa la *greenshoe*) a un prezzo di **€1.50 p.a.** con un *market cap* all'IPO di €28.7mn e un flottante del 27%. La *market cap* comprendeva anche la conversione del prestito obbligazionario convertibile di €3.0mn, emesso nel giugno 2022 e convertito al prezzo di quotazione.

Oltre all'emissione di nuove azioni, sono state emesse circa **5mn di warrant** con un tasso di conversione di 2:1 e prezzo di esercizio di €1.65, €1.82 e €2.00 per le finestre di esercizio del 2023, 2024 e 2025 rispettivamente, assegnati agli investitori dell'IPO e delle obbligazioni convertibili. **L'ultima finestra di esercizio è tra il 6 e il 17 ottobre 2025, con strike price di €2.00.**

A seguito dell'**aumento di capitale di fine marzo 2024**, deliberato per dotarsi delle risorse per acquisire la partecipazione in Polieco Group S.p.A., e sottoscritto parzialmente per **€10.4mn** da sei investitori (l'obiettivo di raccolta era di €14.99mn a €1.55 per azione, con assegnazione di *bonus shares* determinato sulla base del mantenimento dell'investimento per 6, 12 e 18 mesi), il numero di *bonus shares* maturabili complessivamente è stato determinato in **1,899,835** azioni (di cui 668,547 assegnati al 30.09.2024 e la differenza da assegnare nel 2025).

## Il Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione si riunisce con cadenza mensile per analizzare e deliberare sulle diverse opportunità di investimento, oltre che per monitorare lo sviluppo industriale delle strategie di *business* e delle sinergie fra le varie partecipate. I Consiglieri non sono esecutivi, ad eccezione di Andrea Rossotti. **Il CDA è costituito da sette membri in carica per il triennio 2023-25.** Di seguito il profilo professionale dei membri:

### Paolo Pescetto - Fondatore, Presidente e Investor Relations



Laureato in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano, ha maturato esperienze sia nel settore del *Private Equity* sia nella gestione aziendale. Si è occupato di investimenti diretti, fondando RLFTC, dal 2012 al 2018 organizzando *club deal*, e successivamente implementando un sistema di partecipazioni industriali che combinano l'investimento di capitale con la consulenza per la creazione di valore a lungo termine. Fino al 2018 ha collaborato attivamente con Arkios Italia, *advisor* finanziario indipendente specializzato in operazioni di finanza straordinaria su PMI. Ha ricoperto posizioni manageriali in importanti società di consulenza strategica come Value Partners e BCG. È stato inoltre docente di strategia aziendale presso l'Università di Genova e il MIP (*Master Impresa Politecnico*).

<sup>2</sup> Il 30.01.2024, RFLTC ha annunciato un programma di *buyback* per per massimo €2mn, entro 18 mesi.

**Andrea Rossotti** - Fondatore e Amministratore Delegato



Laureato in Ingegneria Gestionale presso l'Università di Genova e specializzato in M&A e *project financing* presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma. Ha ricoperto diversi incarichi come consulente in *holding* di partecipazioni industriali, gestendo direttamente filiali in Francia e in Italia, ricoprendo il ruolo di Direttore Generale e CFO. Nel 2011 ha fatto parte del *team* fondatore di Arkios Italia, dove ha seguito diverse operazioni di finanza straordinaria con importanti fondi di *private equity* italiani e internazionali. È socio fondatore di RFLTC e ha fatto parte del CDA di diverse società partecipate. Dal 2020 è anche membro del Collegio Sindacale della Camera di Commercio Italo-Uzbek, contribuendo allo sviluppo e alla promozione degli scambi commerciali tra i due Paesi.

**Francesca Bazoli** - Fondatrice e membro del CDA



Laureata in Giurisprudenza presso l'Università Cattolica di Milano, esercita la professione di avvocato dal 1994. Socio fondatore dello studio legale e tributario Studium 1912, specializzata in diritto civile e societario, diritto commerciale e fallimentare, mercati finanziari e bancari. È stata membro del CdA di Panaria Group Industrie Ceramiche e membro del Consiglio di Sorveglianza di UBI Banca.

**Ernesto Paolillo** - Membro del CDA



Laureato in Economia e Commercio presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, ha maturato una vasta esperienza, in particolare nel settore bancario, con ruoli di rilievo ricoperti all'estero presso la Banca Commerciale Italiana, Interbanca Milano e la Banca Popolare di Milano, di cui è stato Direttore Generale. È stato consigliere di Anima SGR, Fiera Milano, Banca Akros e UBS Italia, attualmente fa parte dei Consigli di Amministrazione della Fondazione Pirelli Hangar Bicocca, della Fondazione Pier Lombardo e di BE Consulting. È stato insignito del titolo di Cavaliere di Gran Croce dell'Ordine al Merito della Repubblica Italiana dal Presidente della Repubblica Italiana e dell'Ambrogino d'Oro dal Comune di Milano.

**Luigi Pacella Grimaldi** - Membro del CDA



Laureato in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano, ha conseguito un master presso la IE Business School di Madrid. Ha maturato un'esperienza come analista presso Mediobanca e dal 2017 ricopre il ruolo di direttore operativo e commerciale della società di famiglia Grimaldi Group, uno dei principali *player* internazionali nella logistica, specializzato in navi *roll-on/roll-off*, *car carrier* e traghetti.

**Massimo Lapucci** - Membro del CDA (indipendente)



CEO e fondatore di Impact Value, specializzata in consulenza finanziaria, M&A, sostenibilità, ESG, tecnologia e innovazione e filantropia. In precedenza, ha guidato la trasformazione delle OGR di Torino in un centro d'arte contemporanea e in un *hub* internazionale per l'innovazione, accelerando circa 130 *startup* all'anno e raccogliendo €300mn. È stato amministratore delegato della Fondazione CRT e della Fondazione Sviluppo e Crescita - CRT, concentrandosi sull'*impact investing*. Inoltre, è stato presidente dell'European Foundation Centre di Bruxelles, Yale World Fellow e vicepresidente di Social Impact Agenda per l'Italia, oltre ad aver ricoperto ruoli di responsabilità in Sintonia SA, nella pianificazione strategica, nella ricerca e nell'M&A.

**Raffaella Viscardi** - Membro del CDA (indipendente)



Laureata in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano, esperta professionista della finanza con oltre 20 anni di esperienza nel *wealth management* e *finance*. Attualmente ricopre il ruolo di CFO e CIO del gruppo VIRIS, è responsabile della gestione dei rapporti bancari e della negoziazione dei contratti di finanziamento per il gruppo, della supervisione del *budget*, della pianificazione aziendale e della gestione fiscale. Inoltre, ricopre incarichi di amministratore indipendente in diverse società quotate e multinazionali, maturando una solida esperienza nella gestione di progetti, investimenti industriali e investimenti di *private equity* nazionali e internazionali.

## Il Collegio Sindacale

Il Collegio Sindacale è composto da **5 membri**, di cui 3 effettivi e 2 membri supplenti, **in carica per il triennio 2023-2025**. L'organo è così costituito: Filippo Caravati (Presidente); Tiziana Vallone (Sindaco Effettivo); Carlo Brega (Sindaco Effettivo); Guido Ricevuti (Sindaco Supplente); Stefano Broglia (Sindaco Supplente).

## L'Investment Team

Le operazioni di RFLTC sono supervisionate da un **investment team** con competenze specifiche nella ricerca, selezione, analisi e definizione di opportunità di investimento. Inoltre, la struttura comprende analisti interni e professionisti legali che apportano le loro competenze specialistiche nelle varie fasi del modello di *business*.

### RFLTC – Investment Team



Source: Company presentation

Ruolo fondamentale assume il **network di esperti** di RFLTC, che garantisce un supporto importante all'*origination* di potenziali investimenti.

Di seguito gli *industry experts* per settore di competenza:

- **Tiziano Gottardo** (*Consumer & Retail*) - Azionista di Gottardo S.p.A., il principale distributore italiano di prodotti per la casa e per la cura personale, proprietario del marchio Tigotà.
- **Ennio Michelini** (*Oil & Gas*) - È stato Direttore Generale dal 1978 al 1998 di Vessel Filtri S.r.l., azienda attiva nella produzione di apparecchiature per la purificazione di liquidi e gas, successivamente Direttore Generale di US Filter Italy, attiva nello stesso settore, e dal 2000 al 2022 presidente di Asco Filtri S.p.A.
- **Massimo Viglietti** (*Steel & Glass*) - Con una esperienza come consulente presso Bain & Company, è stato CEO di Cogne Acciai S.p.A. e Arinox S.p.A. (Gruppo Arvedi), oltre a ricoprire altri ruoli in aziende ferroviarie e metalmeccaniche. Attualmente è Consulente di Movinter.
- **Luigi Punzo** (*Aerospace*) - CEO di Tesi S.r.l. (partecipata RFLTC) dal 2000, azienda specializzata nell'approvvigionamento integrato di parti in lamiera e meccanica completa con trattamenti termici, processi superficiali e completamento con piccoli assemblaggi.
- **Francesco Pinzauti** (*Railway*) - Ha ricoperto la carica di CEO della Ciesse Rail Interiors S.p.a per oltre 30 anni, azienda *leader* nell'innovazione e nella fornitura di soluzioni per gli interni legate all'industria ferroviaria.
- **Gregorio Gitti** (*Generalist*) - Fondatore dello studio legale Gitti & Partners e professore ordinario di Diritto Civile presso l'Università degli Studi di Milano.
- **Verena Cepparulo** (*Specialty Chemicals*) - Ha ricoperto la carica di direttore generale presso CAME S.r.l. dal 2008 al 2023, un distributore di materie prime per attriti, vernici, cosmetici e adesivi. Attualmente ricopre il ruolo di *senior project manager* presso Azelis, un produttore chimico.

## Modello di business

Il processo di investimento di RFLTC è articolato in **5 fasi** ben definite, che permettono una rigorosa *due diligence*, una pianificazione strategica degli investimenti e un'accurata supervisione post-investimento al fine di ottenere miglioramenti operativi ed espansione del mercato, mitigando al contempo i rischi finanziari attraverso fonti di finanziamento diversificate.

### RFLTC – Value Generation Stages



Source: Websim Corporate on Company presentation

### Identificazione di società target

La **catena del valore** del Gruppo ha la sua origine nell'attività di individuazione di opportunità di investimento.

Le proposte provengono con regolarità, sia attraverso la rete di relazioni sviluppata con professionisti, consulenti e soggetti facenti parte del tessuto imprenditoriale italiano, che mediante l'attività di **scouting** interna condotta costantemente sulle potenziali società *target*. **In media, vengono sottoposte al management due nuove opportunità di investimento a settimana.**

All'attività di *scouting* sono dedicate **5 risorse del team di investimento** e precisamente gli **investment managers**, che fanno riferimento al proprio *network*, e gli analisti finanziari.

I settori di interesse principale sono quelli della **meccanica di precisione, aerospaziale, ferroviario, food, information & communication technologies, oil & gas e telecomunicazioni**. Data la propria natura di *holding* generalista, RFLTC seleziona i **target** (quotati e non), che soddisfino i seguenti presupposti:

- **EBITDA maggiore di €2mn**, con marginalità attesa pari o superiore al 10% e uno storico che evidenzia una crescita costante di fatturato e redditività;
- **Posizionamento competitivo in una nicchia di mercato**, caratterizzata dalla specificità del prodotto oltre che dall'esistenza di proprietà intellettuali a tutela dell'attività caratteristica;
- **Capitale sociale a controllo familiare:**
  - con la volontà dei soci di riferimento e/o dei *manager* storici di conservare la partecipazione e/o il coinvolgimento nella gestione della società;
  - con assenza di un ricambio generazionale e con proseguimento dei *manager* in carica per dare continuità operativa;
- **Volontà di aprire la governance** a membri designati da RFLTC all'interno dell'organo amministrativo e/o di controllo;
- **Potenzialità di crescita**, anche attraverso una strategia di espansione per linee esterne.

RFLTC, ai fini del rispetto della **policy ESG**, adotta un approccio che **esclude** alcune tipologie di investimento. Non rientrano nel novero dei settori *target* quello delle armi e munizioni, tabacco, gioco d'azzardo e prodotti ad esso connessi, pornografia, programmi e soluzioni elettroniche sviluppate intenzionalmente per consentire illegalmente l'accesso a *network* o lo scarico di dati informatici, clonazione umana, attività illecite secondo le disposizioni legislative o regolamentari applicabili o che violino i principi ispiratori degli investimenti responsabili (ovvero trasparenza, integrità ed adeguatezza) secondo le linee guida delle associazioni internazionali di settore.

### Analisi dell'investimento

In questa fase, si individuano oltre ai componenti del proprio *management team* che sono in possesso di specifica conoscenza del mercato di riferimento dell'impresa oggetto di analisi, anche l'*industry expert* di riferimento.

L'attività di analisi numerica viene effettuata dagli analisti interni, coordinati dagli *investment managers*.

In questa attività viene coinvolto anche il **team di Kayak S.r.l.** quale consulente esterno, per l'analisi del mercato di riferimento e dei dati economico finanziari.

Kayak assiste RFLTC per la pianificazione, organizzazione e gestione delle seguenti attività:

- supporto contabile e amministrativo, sia a RFLTC che eventualmente ai veicoli di investimento;
- servizi di *information technology*;
- elaborazione e supporto nelle analisi di bilanci e analisi finanziarie delle potenziali società partecipate;
- attività di supporto amministrativo nella gestione delle risorse umane e per la formazione al personale;
- elaborazione e supporto nella predisposizione di *report* per analisi di mercato e studi di settore.

A fronte di queste prestazioni, RFLTC corrisponde a Kayak un corrispettivo di €15k all'anno da moltiplicarsi per il numero di società partecipate alla data del 30 giugno e del 31 dicembre di ciascun anno.

L'analisi si concentra sul posizionamento nel mercato di riferimento della società *target*, sulle opportunità offerte dai mercati di sbocco, nonché sulle prospettive economiche e finanziarie, sulla struttura patrimoniale e sui rapporti con la principale clientela, oltre ovviamente a tutti gli altri aspetti ritenuti rilevanti per una valutazione preliminare dell'operazione.

In questa fase, il *team* individua anche le aree di indagine su cui si focalizzerà la *due diligence* che riguarda gli aspetti ESG.

Il processo di analisi culmina con la formalizzazione o meno dell'interesse a investire, in caso affermativo viene redatta una **lettera di intenti non vincolante**.

## Investimento

### Strutturazione dell'investimento

La lettera di intenti viene sottoposta all'attenzione del CDA che analizza l'iniziativa da un punto di vista strategico, inclusa la struttura dell'operazione (*stand alone* o attraverso coinvestimento), nonché i termini economici e finanziari e le proposte relative alla *governance* della società individuata.

Una volta che il documento è stato concordato ed approvato, viene sottoposto alla società *target* per accettazione. A seguire, inizia l'attività di *due diligence* con la revisione dei documenti di natura finanziaria, fiscale, di *business* e legale. In questa fase la Società si avvale dell'assistenza di Kayak per le analisi numeriche di sintesi, di primarie società di consulenza per la *due diligence* finanziaria e contabile, oltre che di professionisti per le analisi fiscali e legali. Le condizioni economiche per le attività da svolgere sono sottoposte all'approvazione del CDA.

Ad esito positivo dell'attività di *due diligence* si procede con la redazione e negoziazione delle **clausole degli accordi di investimento** e delle **pattuizioni parasociali**. Quindi si procede alla convocazione del CDA per proporre le necessarie delibere riguardanti la struttura dell'operazione (es. acquisto quote/azioni o aumento di capitale), inclusa l'approvazione delle clausole contrattuali, dei patti parasociali e di opportuni eventuali presidi societari per il controllo dell'investimento e le fasi successive.

Con l'obiettivo di massimizzare gli effetti economici degli investimenti, RFLTC sottopone alle potenziali società *target*, oltre alle altre condizioni di investimento, anche la **proposta di approvare una politica di distribuzione dei dividendi** sulla base di specifici *covenant* finanziari.

Inoltre, al momento di definire le clausole contrattuali per un investimento, RFLTC incoraggia l'adozione da parte delle società partecipate di politiche, sistemi di gestione o altre iniziative relative ai rischi ESG rilevanti emersi durante la fase di *due diligence*. Durante la permanenza della partecipazione, RFLTC effettua un'attività di monitoraggio regolare e strutturata delle *performance* ESG, attraverso anche il coordinamento con il Comitato interno ESG.

RFLTC analizza numerose opportunità e formula lettere di intenti, manifestazioni di interesse o *term sheet* per molte iniziative, anche se solo alcune si concretizzano in investimenti. Pertanto, la formulazione di offerte non vincolanti, attraverso diversi strumenti giuridici, rappresenta parte integrante e sostanziale dell'attività caratteristica.

### Modalità di finanziamento degli investimenti

Fin dalla data di costituzione, RFLTC ha finanziato la propria attività mediante investimenti di terzi formalizzati, alternativamente, in **aumenti di capitale offerti a investitori privati o emissione di strumenti obbligazionari o obbligazionari convertibili**.

Ad oggi, RFLTC ha raccolto €50.2mn, di cui €31.5mn in aumento di capitale, €2.9mn con emissione di un POC (convertito in IPO) e €15.8mn mediante obbligazioni non convertibili e attraverso il canale bancario.

La strategia di *fundraising* di RFLTC prevede l'apertura progressiva a canali alternativi a quelli classici. L'obiettivo è quello di snellire i relativi costi ed aprirsi al finanziamento bancario e/o obbligazionario in maniera strutturata e progressiva, una volta raggiunta la massa critica tale che possa garantire il servizio

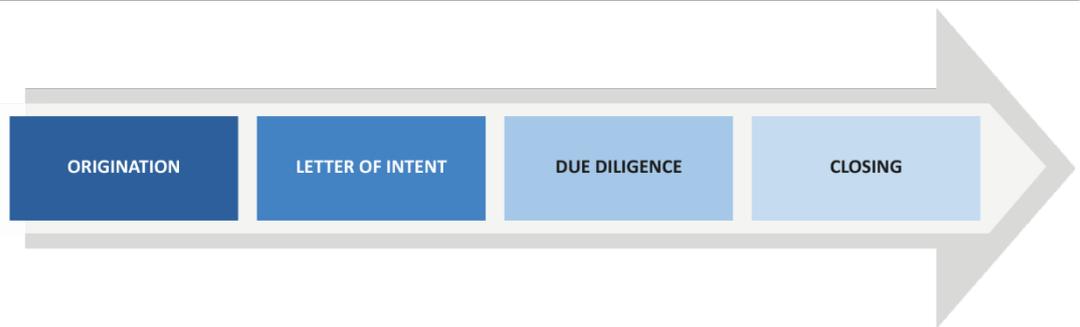
del debito nel tempo. Secondo il *management*, un **numero di partecipate superiore a sei o sette in portafoglio** dovrebbe permettere di soddisfare questa condizione.

Tra le ulteriori fonti di finanziamento è altresì previsto il possibile **reinvestimento da parte dei soci venditori** delle società partecipate che, realizzando parte del proprio investimento a seguito dell'ingresso di RFLTC nel capitale della società, intendono mantenere sotto altra forma il proprio *commitment* nel *business* attraverso strumenti strutturati *ad hoc*, come ad esempio prestiti obbligazionari non convertibili oppure tramite aumenti di capitale di RFLTC stessa.

Questa fase della catena del valore è gestita dall'Amministratore Delegato, dagli *investment manager* e dal *legal director* in coordinamento tra loro, in qualità di *team* specializzato nella conduzione delle attività di *due diligence* e redazione dei contratti di investimento, oltre al coordinamento con soggetti terzi cui viene eventualmente demandata l'attività di *due diligence* e di redazione della contrattualistica.

RFLTC si è dotata di una procedura per regolare eventuali conflitti di interesse.

#### RFLTC – Investment Process



Source: Websim Corporate on Company presentation

### Sviluppo del valore

Tale crescita viene perseguita mediante interventi nelle aree che seguono:

- **miglioramento dell'operatività aziendale e dell'efficienza di processo**, mediante inserimento di nuove competenze strategiche apportate dai *managers* e dal *network* di RFLTC;
- **scouting società target**, ovvero individuazione di società da far acquisire alla società partecipata, con l'obiettivo di espandere la propria attività in nuovi mercati complementari;
- **efficientamento della struttura finanziaria**, con miglioramento dell'accesso al capitale di rischio e di debito beneficiando dei canali relazionali di RFLTC;
- **identificazione di relazioni industriali e potenziali sinergie tra le società partecipate**, con la finalità di consolidare la presenza nei mercati esistenti e/o espandersi in nuovi, puntando all'ottimizzazione dei processi produttivi e alla massimizzazione della marginalità.

In questa fase, RFLTC attua una serie di attività finalizzate all'incremento del valore delle società partecipate nel lungo periodo, impiegando le competenze dei *manager*, le proprie strutture e le proprie risorse anche mediante la stipulazione di un accordo attraverso il quale **RFLTC eroga servizi specifici** alle società partecipate.

Tali accordi, presenti in tutti gli investimenti di RFLTC, prevedono il supporto per la strategia di:

- **Crescita per linee esterne:**
  - I. Definizione con il *management* delle società partecipate della strategia di acquisizioni e operazioni di *build-up* a livello nazionale e internazionale;
  - II. *Scouting* e analisi preliminare:
    - Analisi di mercato e identificazione dei *target* con mappatura economico-finanziaria;
    - Contatto con potenziali *target* e valutazione preliminare dei dati economici.
  - IV. Strutturazione delle manifestazioni di interesse e negoziazione dei termini, in coordinamento con i consulenti legali;
  - V. Attività di *due diligence* finanziaria e di *business* sui *target* individuati;
  - VI. Definizione dei termini finanziari e operativi dell'accordo per finalizzare l'operazione.

■ **Crescita organica:**

- I. Attività di *monitoring* con controllo di gestione sui principali indicatori economico-finanziari (marginalità, indebitamento, flussi di cassa e fatturato);
- II. Definizione con il *management* delle società partecipate della strategia di crescita domestica e internazionale;
- III. Supporto nel reperimento di risorse finanziarie, negoziazione con banche finanziatrici e modellizzazione dei *cash-flow* per investimenti, acquisizioni o attività ordinaria;
- IV. Selezione, con il coinvolgimento di consulenti esterni, di *manager* ed esperti da affiancare al *management* delle partecipate;
- V. Affiancamento nella preparazione della strategia e delle attività per un'eventuale quotazione della società;
- VI. Supporto all'internazionalizzazione, tramite apertura di sedi all'estero o ricerca di *advisor* esteri nel *network* RFLTC.

La remunerazione a favore di RFLTC per tali tipi di contratti (corrisposta su base mensile) ha una componente fissa annua, che varia da €30k a €55k, ed alcune componenti variabili commisurate alla durata del rapporto e al numero di operazioni straordinarie oggetto di analisi preliminare o effettivamente realizzate.

La stipula dei contratti di consulenza con le partecipate è condizione necessaria per l'attuazione della strategia di RFLTC che punta alla crescita e all'incremento di valore nel tempo delle stesse, rappresentando di fatto la voce di ricavi principale della Capogruppo.

Questa fase della catena del valore è gestita dall'*investment team* di RFLTC, unitamente agli *industry experts* individuati di volta in volta. Inoltre, è previsto anche il supporto degli analisti e del *legal director* su tematiche specifiche e di *compliance*.

## Monitoraggio

Il *team* di RFLTC, con **cadenza almeno trimestrale**, procede con il monitoraggio dell'attività delle partecipate con riferimento specifico allo sviluppo del business, alle azioni strategiche in corso, all'area finanza e controllo della gestione, nonché alla gestione delle società eventualmente acquisite dalle stesse.

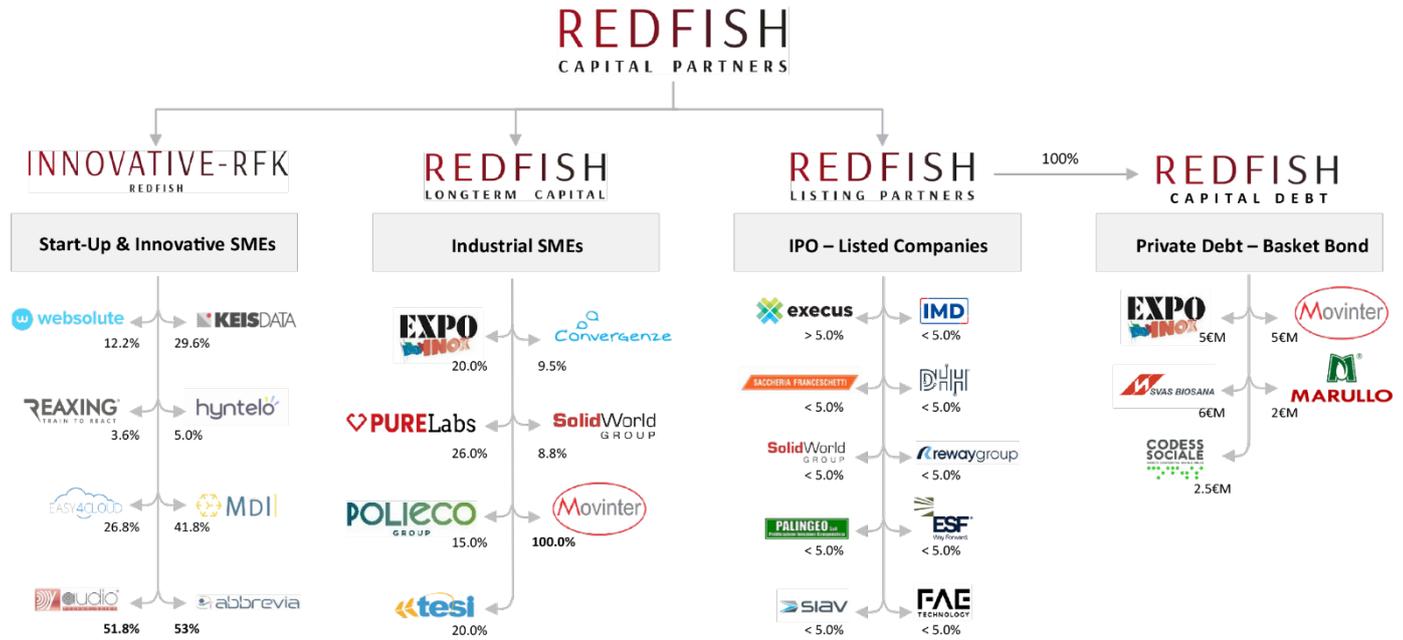
In questa fase, il *team* di analisti riceve le informazioni da parte delle società partecipate, le elabora e struttura una reportistica periodica che viene presentata al CDA dall'Amministratore Delegato, con l'ausilio dell'*investment manager* eventualmente dedicato alla specifica partecipazione.

La fase di *monitoring* può prevedere anche una reportistica, rivolta al *legal director*, con informativa specifica degli adempimenti e atti societari delle società partecipate.

## Il track record del management

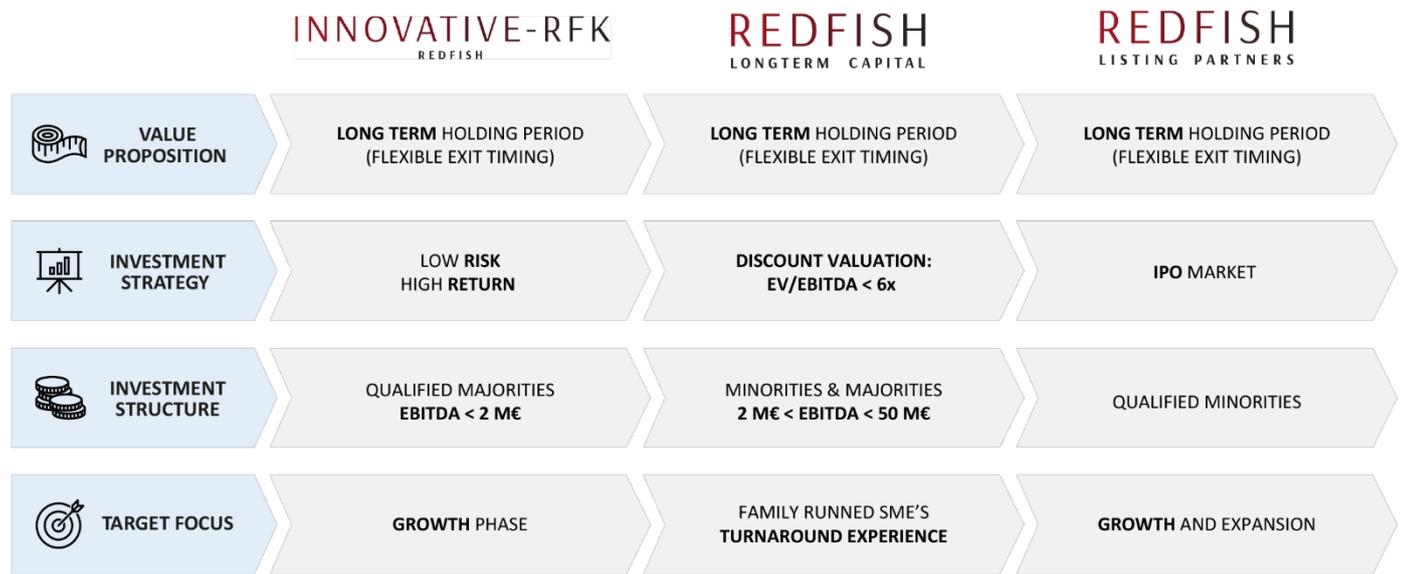
Per una valutazione del *track record del management* di RFLTC, allarghiamo il riferimento al gruppo **Red Fish Capital Partners (RFCP)**, che include nel perimetro, oltre a RFLTC anche **Innovative- RFK** (focus su *start-up* e PMI innovative) e **Red Fish Listing Partners** (focus su società quotate). Questa entità fa riferimento sia a **P. Pescetto** (Presidente di RFLTC) che ad **A. Rossotti** (Amministratore Delegato di RFLTC).

### RFCP - Red Fish Capital Partners



Source: Websim Corporate on Company presentation

### RFCP - Vehicles Features



Source: Websim Corporate on Company presentation

Si riporta di seguito un elenco delle operazioni eseguite tra il 2017 e il 2024.

**RFCP - Red Fish Capital Partners Track Record**

Company	Sector	Investment Date	Exit Date	Capital Invested (€ mn)	Exit Value (€ mn)	MOIC*	IRR**
MaticMind S.p.A.	ICT-Cybersecurity	September 2020	October 2022	5.1	12.5	2.5x	54%
Inventis S.r.l.	Medical Equipment	November 2018	June 2022	2.6	6.9	2.7x	33%
Autovie Venete S.p.A.	Infrastructure	May 2022	July 2023	1.6	6.0	3.8x	208%
Integrae SIM S.p.A.	Financial Services	September 2019	September 2023	1.0	9.0	9.0x	200%
Asco Filtri S.p.A.	Oil & Gas	July 2019	November 2021	3.3	5.7	1.7x	26%
WAC-Web al Chilo S.p.A.	IT/Amazon eCommerce Consulting	December 2020	May 2024	0.78	2.4	3.0x	50%
Magilla S.r.l.	IT/Web Consulting	June 2022	June 2024	0.25	0.5	2.0x	44%
<b>Mean</b>						<b>3.5x</b>	<b>88%</b>

Source: Company data & Websim Corporate elaboration

Si evidenzia il multiplo medio degli *exits* pari a **3.5x** il capitale investito, con l'**88%** di **IRR** (*Internal Rate of Return*), decisamente al di sopra dei risultati che nella media hanno realizzato ad oggi il *private equity* (PE) e *venture capital* (VC) italiano negli ultimi 5 anni.

In particolare, In Italia, le società di PE e VC hanno riportato nel 2023 un IRR (lordo aggregato) del 18.2%, leggermente inferiore al 18.7% del 2022, ma mediamente superiore rispetto a quello dell'UE (Fonte Invest Europe: nel 2022 15.7% per i fondi di *buyout* e 15.3% per quelli *growth*).

Di seguito, il *cash in/out* e il *trend* per anno dell'IRR di PE-VC tra il 2019 e 2023.

**Italian PE-VC: Gross Aggregate IRR Trend, 2019-2023**

(€ mn)	2023	2022	2021	2020	2019
Cash Out	1,020	2,871	684	1,625	991
Cash In	1,963	7,196	1,701	5,274	2,223
Cash Multiple	1.9x	2.5x	2.5x	3.2x	2.2x
IRR	18.20%	18.70%	19.20%	32.10%	21.40%

Source: KPMG-AIFI & Websim Corporate elaboration

Inoltre, rileviamo che Tamburi Investment Partners S.p.A.<sup>3</sup>, ovvero il riferimento come modello di *business* in Italia, ha riportato recentemente il multiplo medio storico dei propri *exits* che si è attestata a ~4x il capitale investito (Presentazione settembre 2024), non molto distante quindi da quanto su riportato.

<sup>3</sup>Tamburi Investment Partners S.p.A. (quotata sul segmento STAR, Mkt. Cap. €1.4bn al 31.01.2025) è specializzata in attività di *venture capital*. L'azienda opera attraverso i seguenti segmenti: *Investment Banking* e *Merchant banking*. Si concentra su aziende italiane di medie dimensioni e realizza investimenti di minoranza come azionista attivo in società quotate e non quotate, fornisce consulenza in operazioni di *corporate finance* e realizza investimenti nel *private equity* secondario. La società è stata fondata da Giovanni Tamburi e Alessandra Gritti nel 1992 e ha sede a Milano, Italia. Il portafoglio delle partecipate cuba in aggregato ~€25bn di ricavi e ~€5bn di EBITDA, impiegando ~100k persone (fonte: presentazione della società del 9.2024).

## Il portafoglio delle partecipate

Ad oggi, il portafoglio delle partecipate di RFLTC è costituito da **sette** società, più **due** (Six Italia e SAIEP) acquisite tramite Movinter.

### RFLTC – Holdings

Sector	Company	Investment Date	Initial Capital Invested** (€ mn)	EV/EBITDA Acquisition Multiple	Divestment Date	Holdings Divested (€ mn)	IRR	Current Stake
Energy, Natural Gas and Fiber	Convergenze S.p.A.	lug-20	1.1	5.8x	-	-	-	9.5%
ICT - Cybersecurity	MaticMind S.p.A.	ott-20	5.1	3.4x	ott-22	12.0	54%	-
Aerospace Components	Tesi S.r.l.	ott-21	5.0	6.8x	-	-	-	20.0%
3D Printing & PV	Solid World S.p.A.	dic-21	1.0	8.3x	-	-	-	8.2%
Food & Beverage	Pistacchio S.p.A.	feb-22	1.0	5.3x	dic-22	1.1	12%	-
Stainless Steel Chimneys	Expo Inox S.p.A.	nov-22	6.0	4.7x	-	-	-	20.0%
Railroad Equipment	Movinter S.p.A.	apr-23	8.5	5.1x	-	-	-	100.0%
Healthcare Services	PureLabs S.p.A.	nov-23	4.0	5.5x	-	-	-	26.0%
Railroad & Naval Equipment	Six Italia S.p.A.*	dic-23	1.8	5.1x	-	-	-	75.0%
Pipes and Manhole	Polieco Group S.p.A.	feb-24	18.0	4.4x	-	-	-	7.5%
Railroad Equipment	SAIEP S.p.A.*	mag-24	4.4	4.7x	-	-	-	100.0%
<b>Total / Mean</b>			<b>55.9</b>	<b>5.4x</b>			<b>33%</b>	

Company	Subsequent Operations	Investment Date	Capital Invested (€ mn)
Tesi	Earn-out	2021-2023	1.2
Solid World	Warrant exercise	2023	1.2
Movinter	Earn-out	2023	1.5
Movinter	Earn-out	2024	0.9
Movinter	4% Rail Fish S.r.l.	2024	0.5
<b>Total</b>			<b>5.4</b>

\* Owned through Movinter

\*\* Gross of transaction costs

Source: Company data & Websim Corporate elaboration

Sebbene RFLTC si definisca una *holding* generalista, avendo investito nel tempo in società diversificate per settore di riferimento, ad oggi, tuttavia, il portafoglio complessivo presenta un forte *bias* industriale.

Si rimanda all'**Appendix A** per un *excursus* sulle partecipate in portafoglio e sui relativi progetti in corso.

## Posizionamento competitivo

RFLTC opera in un contesto competitivo popolato da altre società di investimento come SICAF, ELTIF, SGR e *Holdings* finanziarie.

Il *focus* delle acquisizioni di RFLTC è sulle **PMI a conduzione familiare o in fase di cambio generazionale**, che vogliono proseguire una fase di ulteriore crescita e sviluppo. Di solito si tratta di società che sono alla seconda/terza generazione, con la prospettiva di mantenere in essere per molti anni la riconducibilità del *business* ai soci fondatori.

Il *core business* di RFLTC si sostanzia nella **somministrazione di servizi alle partecipate**, operando di fatto non solo come **socio industriale** di riferimento, ma anche offrendo le proprie competenze professionali e mettendo a disposizione il proprio *network* di relazioni, a supporto di progetti di espansione volti a perseguire strategie di crescita, in particolare per linee esterne.

L'inserimento di figure di elevata professionalità e competenza in ambito finanziario e commerciale, colma le necessità strutturalmente riscontrate in piccole realtà industriali, prestando quindi un servizio molto apprezzato dagli imprenditori e a sicuro valore aggiunto per RFLTC.

Una struttura dei costi contenuta, con una *policy* di remunerazione dei soci fondatori e del *management* su base variabile, in particolare mediante dividendi e *stock option*, consente a RFLTC di non disperdere i capitali raccolti. Di fatto, oltre al *track record* delle operazioni, il tema dei costi della struttura di investimento è uno degli aspetti discriminanti nella valutazione dell'efficienza dei diversi operatori presenti sul mercato, a maggior ragione quando il *focus* delle operazioni è su piccole realtà che richiedono tempo per esprimere il proprio valore economico.

### RFLTC - Competitive Positioning

	SEED & VENTURE	SCALE UP	MATURITY	LISTED
LISTED OPERATORS	 		   	  
UNLISTED OPERATORS		 	 	  

Source: Websim Corporate on Company presentation

Per meglio inquadrare il profilo di RFLTC, evidenziamo che essa opera con logiche differenti rispetto ad un fondo di Private Equity (oppure SICAF, ELTIF, SGR e Holding Finanziaria), pur considerando che la raccolta di capitali e l'acquisizione di partecipate per supportarne la crescita e lo sviluppo, resta il *trait d'union* di queste diverse strutture giuridiche.

RFLTC consente ai propri soci di remunerare il capitale investito attraverso l'eventuale distribuzione di dividendi, nonché con il valore delle partecipate riflessa nel valore azionario a seguito di possibili IPO. Questa struttura remunerativa permette di garantire un *holding period* di lungo termine delle partecipazioni, non essendo previsti generalmente *exit* predeterminati o clausole *Drag Along*<sup>4</sup>, tipico di altri veicoli e società di investimento.

### RFLTC – Holding vs. Fund: Models Comparison

	Holding Period	Shares Liquidability & Capital Increases	Sectors & Investees	Operations	Supervising / Authorizations
	Long Term without pre-determined exits	Capital Increases with no restrictions	Generalist with no restrictions in its Article of Association	Minorities, majorities, convertible bonds, listed companies, debt to support investees	N.A.
FUND (SGR, SICAF, SICAV...)	3/5 Years with pre-determined exit	No capital increases, closed funds Redemption at maturity	Article of Association identifies target sectors	Article of Association specifies minorities, majorities or debt	Bank of Italy and Consob

Source: Websim Corporate on Company presentation

<sup>4</sup> Clausola che comporta l'obbligo per il socio di minoranza di vendere le proprie quote qualora il socio di maggioranza decidesse di alienare le proprie.

## Il ritorno per gli *stakeholders*

RFLTC offre agli *stakeholders* un profilo *risk-return* coerente con la strategia perseguita e la tipologia di società in portafoglio, ovvero PMI italiane con *business model* validati, il tutto con un *commitment* che richiede una visione di lungo periodo per far maturare il valore degli *assets* sottostanti.

Per quanto riguarda il profilo remunerativo, dettagliamo di seguito quanto previsto per i **soci fondatori**, i **managers** / **collaboratori** e per gli **investitori** nella Società.

La remunerazione dei **soci fondatori**, proprietari di 10,000 azioni di **classe X** (Red-Fish S.r.l.s. 8,300, Castello di Perno S.r.l. 1,700), si basa su uno schema variabile associato all'aumento di valore di RFLTC.

In particolare:

- i titolari di azioni **classe X** ricevono, **fino alla fine del 2038, il 25% complessivo dei dividendi distribuiti**, oltre a partecipare alla distribuzione del restante 75%.
- sono titolari del **diritto di convertire** 9,900 (su 10,000) azioni di classe X in azioni ordinarie con un rapporto di **1:40** (+396,000 azioni ordinarie) **24 mesi dopo la data di IPO** (30 giugno 2023). Le restanti 100 azioni, in proporzione tra i titolari, saranno convertite in azioni ordinarie con rapporto di 1:1.

Inoltre, i soci fondatori, hanno la prerogativa di esprimere **2 membri nel CDA** di RFLTC.

La remunerazione dei **managers e collaboratori** è composta da una parte fissa e da una parte legata ai risultati conseguiti, nello specifico:

- i membri del Consiglio di Amministrazione, compresi il Presidente e l'Amministratore Delegato, ricevono €12k all'anno;
- è previsto un **piano di stock option** per massimo **2.0mn di opzioni**, riservato agli amministratori, *manager* e *collaboratori*, per i quali si giustifichi un'azione che ne rafforzi la fidelizzazione.

Più nel dettaglio:

- 1.5mn di opzioni con *vesting period* da un minimo di 2 anni a un massimo di 4 anni, con un prezzo di esercizio pari al prezzo di IPO;
- 0.5mn di opzioni con uno *strike price* pari al maggiore tra il prezzo dell'IPO e la media degli ultimi tre mesi a partire dalla data di emissione e *vesting period* tra i 2 e i 4 anni.

Infine, per quanto riguarda la remunerazione degli **investitori** nelle azioni di RFLTC, questa è legata:

- alle operazioni di investimento concluse dalla Società, con la relativa offerta di servizi di consulenza;
- alla distribuzione dei dividendi dalle partecipate, nel 2023 RFLTC ha incassato €6.9mn di dividendi;
- all'aumento del prezzo delle azioni, come riflesso della creazione di valore da parte di ciascuna società in portafoglio.

## Analisi Finanziaria

### Dal 2020 al 2022

#### La Capogruppo

Ricordiamo che le entrate principali della capogruppo derivano dalle commissioni realizzate per l'attività di consulenza prestata alle società in portafoglio e, con un impatto più rilevante quando si realizza, dai dividendi pagati dalle società partecipate.

Guardando alla linea superiore del **conto economico della capogruppo**, troviamo ricavi provenienti da servizi di consulenza, che ammontano a €80k nel 2022 rispetto ai €30k nel 2021.

RFLTC non ha avuto spese per il personale fino al 2H22, avendo esternalizzato tutte le attività alla società **RedFish Management** (RFM).

Nel 2021, le commissioni di gestione pagate a RFM sono state pari a €210k con i seguenti giustificati:

- monitoraggio e gestione delle società partecipate;
- supporto legale.

A partire dalla 2H22 RFLTC ha esternalizzato molte attività, come rappresentato nella struttura e nell'organizzazione del Gruppo.

Nel 2022 la perdita netta è stata pari a €610k, comparato con un utile netto di oltre €1.5mn del **2021**, grazie al **dividendo di €1.8mn** pagato da **Tesi S.r.l.** (di cui €1.0mn pagato nel 2021 e €0.8mn nel 2022). A fine 2021, **RFLTC ha approvato la distribuzione di un dividendo di €0.6mn.**

Per quanto riguarda l'analisi della **struttura patrimoniale della capogruppo**, nel 2022 il capitale proprio si è attestato a €16.5mn (nel 2021 la Società ha raccolto €10mn in aumento di capitale) con €14mn di immobilizzazioni finanziarie.

Nel 2021, RFLTC ha chiuso due operazioni: un investimento di €5.0mn per il 20% di Tesi S.r.l. e €1.0mn per il prestito obbligazionario convertibile di Solid World SpA.

Nel 2022 (ottobre), RFLTC ha venduto la sua partecipazione in MaticMind S.p.A. per €12.0mn e ha investito nel 20% di Expo Inox per €6.0mn (novembre). Inoltre, nello stesso anno, opportunisticamente, ha acquistato (per €1mn) e venduto (a €1.1mn) una partecipazione del 20% di Pistacchio S.p.A (marchio Marullo).

I crediti commerciali sono diminuiti da €0.9mn del 2021 a €0.1mn del 2022, in quanto €0.8mn dei dividendi ricevuti nel 2021 (€1.8mn) sono stati pagati nel 2022, incrementato pertanto la voce in oggetto del 2021.

A fine 2022, la società aveva una posizione finanziaria netta *cash positive* per €1.9mn, con €8.8mn di cassa e €11.5mn di debito (€3.0mn obbligazione convertibile, €4.5mn obbligazione e €4.0mn finanziamento bancario).

#### Il Bilancio Consolidato

Per quanto riguarda il **conto economico consolidato**, I ricavi totali sono stati pari a €80k nel 2022, rispetto ai €33k del 2021 e ai €5k del 2020, rappresentati da servizi di consulenza alle società partecipate.

Nel 2022, i costi dei servizi sono stati pari a €461k rispetto a €291k del 2021, riguardando principalmente:

- monitoraggio e gestione delle società partecipate;
- supporto legale di RFM.

A partire dal 2H22, RFLTC ha internalizzato molte attività, portando il costo del personale da €0.4k del 2021 a €33k del 2022, con i costi sostenuti per l'uso di beni di terzi che si sono attestati a €19k (da zero nel 2021).

Nel 2022 l'EBITDA, in peggioramento, è stato negativo per €452k da -€262k del 2021, ma i risultati di RFLTC hanno fortemente beneficiato di circa €7.1mn di proventi da società controllate, principalmente associati all'uscita da MaticMind realizzando €6.7mn di plusvalenze e a rettifiche di valore di partecipazioni per €0.7mn (di cui circa €120k da Tesi e €580k da Expo Inox). L'utile netto del 2022 è stato di €7.1mn, comparato a €0.3mn del 2021.

Per quanto riguarda la **struttura patrimoniale consolidata** nel 2022, il Gruppo ha raggiunto €23.8mn di patrimonio netto (ovvero +€7.2mn rispetto al 2021) e €14.5mn di immobilizzazioni finanziarie, con un incremento di €3mn rispetto al 2021.

Per quanto riguarda le operazioni effettuate, il Gruppo ha venduto la sua partecipazione in MaticMind per €12mn (nell'ottobre 2022) e ha acquistato il 20% di Expo Inox per €6mn (nel novembre 2022). Inoltre, nel corso del 2022, RFLTC ha acquistato (per €1mn) e venduto (per €1.1mn) il 20% di Pistacchio. Nel 2021, invece, il Gruppo ha chiuso due operazioni: un investimento di €5.2mn per il 20% di Tesi S.r.l. e €1mn per il prestito obbligazionario convertibile di Solid World S.p.A.

Per quanto riguarda la dinamica dei crediti commerciali consolidati, nel 2021 risentono di €0.8mn di dividendi (su €1.8mn da Tesi) ricevuti nel 2021 ma pagati nel 2022.

Alla fine dell'esercizio 2022, la PFN del Gruppo era positiva per €9.2mn, composta da circa €16.0mn di disponibilità liquide, €4.6mn di crediti finanziari e circa €11.5mn di debiti (di cui €4.5mn di obbligazioni, €4.0mn di prestiti bancari e €3mn di obbligazioni convertibili).

## Dal 2023 ai KPIs dei 9M24

### Il Bilancio Consolidato 2023

Nel 2023, RFLTC ha riportato sia i **risultati consolidati** che consolidati pro-forma, ovvero retrodatando al gennaio 2023 il consolidamento di Movinter e del suo investimento in Six Italia per il 75%.

Il Gruppo ha registrato ricavi di **vendita consolidati per €18.9mn** (Movinter ne ha generati la quasi totalità, ovvero €18.7mn, di cui il 78% in Italia) vs. €80k del 2022. L'**EBITDA consolidato è stato di €1.5mn**, contro i -€0.5mn del 2022, con un  **margine del 8.1%**. Il risultato netto consolidato del Gruppo è stato negativo per €1.0mn, rispetto ad un utile netto di €7.1mn nel 2022, grazie alla dismissione della partecipazione in MaticMind.

Dal punto di vista patrimoniale, la **posizione finanziaria netta consolidata** del Gruppo è passata dall'essere positiva per €9.2mn nel 2022 a presentare un **saldo a debito per €6.1mn**, come conseguenza dell'esborso di €11.5mn per l'acquisizione di Movinter e di €2.6mn per gli investimenti in PureLabs.

### Il Bilancio Consolidato Pro-Forma

Per meglio comprendere la dimensione numerica del Gruppo e la dinamica delle metriche *like-for-like*, riportiamo in breve un commento del **consolidato pro-forma**.

Nello specifico, i **ricavi di vendita pro-forma si sono attestati a €41.7mn**, con una crescita del 14% rispetto al 2022, l'**EBITDA è stato di €3.5mn** (vs. €3.6mn nel 2022) con un  **margine del 8.3%**. Nell'anno, è stata registrata una diminuzione della redditività a parità di perimetro di 1.4pp YoY, principalmente a causa del deterioramento del *gross profit* (-3.0pp YoY), per lo più da imputare ad una maggiore incidenza dei costi delle materie prime (che passano dal 43% nell'FY22PF a circa il 46% nell'FY23PF), al nuovo prototipo di Movinter, all'ingresso in nuovi contratti e ad una razionalizzazione della produzione che ha richiesto di esternalizzare temporaneamente alcuni materiali.

Come conseguenza del rafforzamento dell'organico di Movinter, il costo del lavoro è aumentato del 14% a €10.4mn, comunque mantenendo lo stesso peso relativo sui ricavi rispetto al 2022, ovvero circa il 23%.

Il risultato netto Pro-Forma del Gruppo è stato negativo per €1.0mn, contro un utile di €7.3mn del 2022, anno in cui erano state registrate plusvalenze per €7.1mn legate alla liquidazione della partecipazione in MaticMind.

A fine dicembre 2023, Movinter con la controllata Six Italia, hanno riportato un *backlog* di €43.9mn.

### Il Bilancio Consolidato e Pro-Forma del 1H24

Il bilancio consolidato del 1H24 includeva Movinter e la sua controllata Six Italia solo per il periodo da marzo a giugno 2024. Inoltre, la parte di bilancio di SAIEP è stata consolidata al 30 giugno 2024, a seguito dell'operazione di investimento conclusa il 27 giugno 2024. Per coerenza di confronto, il bilancio 1H23 riflette i risultati di Movinter solo per i mesi di maggio e giugno 2023.

Nel semestre, grazie all'integrazione di Movinter (consolidata il 20 aprile 2023), il Gruppo ha registrato **ricavi di vendita consolidati per €20.1mn**, rispetto ai €4.9mn realizzati nel 1H23. Movinter ha rappresentato la quasi totalità dei ricavi (€20.0mn, ovvero il 99% dei ricavi del Gruppo), con importanti contributi dalle sue linee di *business* principali, "Carpenteria" e "Piping" (€14.2mn). Gli altri €5.8mn provengono dalla quota di ricavi di Six Italia realizzati tra il 29 febbraio 2024 e il 30 giugno 2024.

L'**EBITDA del Gruppo nel 1H24** è sceso a **€0.42mn** da €0.52mn nel 1H23 (-19% YoY), con una contrazione del margine che passa dal 10.6% a 2.1%. Il Gruppo ha registrato una perdita netta consolidata di €1.8mn, a fronte di un leggero utile netto di €0.06mn nel 1H23. Questa perdita include €0.5mn di ammortamento legato all'avviamento dell'acquisizione di Movinter.

Dal punto di vista patrimoniale, il **capitale circolante netto consolidato al 1H24 ammontava a €11.4mn**, in aumento rispetto ai €9.5mn del FY23PF, a causa dell'incremento del magazzino e dei crediti commerciali relativi al gruppo Movinter. La **posizione finanziaria netta si è attestata a €30.1mn di debiti**, da €6.1mn al FY23 (e €17.3mn al FY23PF). Tale variazione rifletteva: i) investimenti effettuati nel corso del 1H24, pari a €2.0mn; ii) l'emissione di due prestiti obbligazionari da €5.0mn da parte di Movinter e RFLTC-Inox; e iii) l'emissione di nuovi finanziamenti a Movinter da parte del Banco Azzoaglio per €2.7mn per completare l'investimento in SAIEP.

Il bilancio **consolidato 1H24 pro-forma** riflette retroattivamente dal 1° gennaio 2024 gli effetti delle acquisizioni di Six Italia e SAIEP, confrontandoli su base *like-for-like* con la rendicontazione del 1H23.

I **ricavi pro-forma** si sono attestati a **€33.6mn**, +9.3% YoY. L'**EBITDA** è stato di **€1.5mn**, in calo rispetto ai €2.3mn del 1H23 (-32% YoY), con un **margin** del **4.6%**, rispetto al 7.4% di un anno prima. Il calo della redditività registrato è da imputare principalmente all'**aumento delle spese per il personale**, salite a €8.9mn nel 1H24PF (26% dei ricavi totali), rispetto ai €6.5mn del 1H23PF (circa 20% dei ricavi totali), a causa della sostituzione di personale temporaneo con personale a tempo pieno e dell'assunzione di personale aggiuntivo per supportare la crescita, comprese le assunzioni di dirigenti chiave (i.e. CFO, HR Manager). Su base pro-forma, il Gruppo ha registrato una **perdita netta di €1.0mn** rispetto ad un utile di €0.9mn nel 1H23.

A fine giugno il gruppo Movinter ha riportato un **backlog di €61.7mn**, di cui circa €33mn relativi a ordini da completare nel 2024 e il resto nel 2025. Di questi, €24.3mn sono relativi a Movinter *stand-alone* (rispetto ai €22.8mn alla fine 1H23), €20.4mn a Six Italia e €17mn a SAIEP.

### I KPIs FY24

A fine gennaio, RFLTC ha annunciato i **KPIs al FY24**, riportando i ricavi consolidati, pro-forma e il *backlog* della sua controllata Movinter.

I **ricavi consolidati** hanno raggiunto i €51.2mn, vs. €18.8mn al FY23 (di cui €26.1mn di Movinter S.p.A., €14.1mn riferiti a Six Italia S.p.A., €10.8mn SAIEP S.r.l. e €0.2mn riferiti a ricavi di RFLTC).

I **ricavi pro-forma** si sono attestati a €62.2mn, +7.9% YoY (di cui Movinter S.p.A. €26.1mn, Six Italia S.p.A. €16.1mn e €19.9mn di SAIEP S.r.l.), in evidenza una sensibile crescita del fatturato di SAIEP (+35% YoY) e una buona performance di Movinter (+3.2% YoY).

Il **backlog comunicato dal gruppo Movinter al FY24 ammonta a circa €84mn** (+22.4% YoY, *like-for-like*; circa il 68% è relativo al 2025). Nello specifico, il *backlog* comunicato è composto da €31.7mn di Movinter, €20.0mn di Six Italia, €32.3mn di SAIEP.

Si riportano i principali dati economici della capogruppo. I dati del 2023 hanno beneficiato del dividendo distribuito dal veicolo RFLTC1 a seguito della cessione di MaticMind.

#### RFLTC – HOLDING COMPANY - Income Statement 2020 / 1H24

(€ K)	2020	2021	2022	2023	1H23	1H24
Revenue	61.0	30.0	80.0	200.0	91.0	407.0
Other	0.0	0.0	1.0	74.0	0.0	1.0
<b>Value of Production</b>	<b>61.0</b>	<b>30.0</b>	<b>81.0</b>	<b>274.0</b>	<b>91.0</b>	<b>408.0</b>
YoY %	-	-51%	170%	238%		
Purchases	0.0	0.0	0.0	(3.0)	(1.0)	0.0
Services	(26.0)	(289.0)	(453.0)	(677.0)	(292.0)	(665.0)
Costs for the use of third-party assets	0.0	0.0	(19.0)	(61.0)	(31.0)	(35.0)
Changes in inventories of raw materials, aids, consumables, goods	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other operating expenses	0.0	0.0	(6.0)	(9.0)	(4.0)	(4.0)
Personnel	0.0	0.0	(33.0)	(257.0)	(125.0)	(146.0)
<b>EBITDA</b>	<b>34.0</b>	<b>(259.0)</b>	<b>(430.0)</b>	<b>(733.0)</b>	<b>(362.0)</b>	<b>(442.0)</b>
YoY %	-	-862%	66%	70%	-	22%
% Margin	57.4%	-863.3%	-496.3%	-238.0%	-397.8%	-108.6%
D&A / Provisions	(1.0)	(5.0)	(14.0)	(183.0)	(10.0)	(93.0)
<b>EBIT</b>	<b>33.0</b>	<b>(265.0)</b>	<b>(444.0)</b>	<b>(916.0)</b>	<b>(372.0)</b>	<b>(534.0)</b>
YoY %	-	-903%	68%	106%	-	44%
Net Financials / Associates / Write-Up (Down)	(9.3)	1,802.4	(166.0)	6,259.6	6,529.0	39.0
<b>EBT</b>	<b>23.8</b>	<b>1,537.4</b>	<b>(610.0)</b>	<b>5,343.6</b>	<b>6,157.0</b>	<b>(495.0)</b>
YoY %	-	6373%	-140%	-976%	-	-108%
Taxes	(7.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net Result</b>	<b>16.6</b>	<b>1,537.4</b>	<b>(610.0)</b>	<b>5,343.6</b>	<b>6,157.0</b>	<b>(495.0)</b>
YoY %	-	9176%	-140%	-976%	-	-108%
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net Result attributable to the Group</b>	<b>16.6</b>	<b>1,537.4</b>	<b>(610.0)</b>	<b>5,343.6</b>	<b>6,157.0</b>	<b>(495.0)</b>

Source: Company data

Nel 2023, RFLTC ha investito in Movinter e PureLabs, registrando nell'anno un aumento delle partecipazioni di oltre €15mn.

#### RFLTC - HOLDING COMPANY - Balance Sheet 2020 / 1H24

(€ K)	2020	2021	2022	2023	1H24
Other LT Assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tangible assets	0.0	0.0	24.0	29.0	31.0
Intangible assets	5.0	18.0	213.0	691.0	610.0
<i>of which goodwill</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>of which other intangible assets</i>	5.0	18.0	213.0	691.0	610.0
Financial assets	6,293.0	12,973.0	14,270.0	29,319.0	49,840.0
<b>Fixed Assets</b>	<b>6,298.0</b>	<b>12,990.0</b>	<b>14,507.0</b>	<b>30,039.0</b>	<b>50,481.0</b>
Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	61.0	897.0	106.0	110.0	207.0
Trade Payables	(14.0)	(253.0)	(292.0)	(121.0)	(208.0)
<b>Operating Working Capital</b>	<b>47.0</b>	<b>644.0</b>	<b>(186.0)</b>	<b>(11.0)</b>	<b>(1.0)</b>
Other assets and liabilities	(15.0)	186.0	233.0	(1,155.0)	553.0
<b>Net Working Capital</b>	<b>32.0</b>	<b>830.0</b>	<b>47.0</b>	<b>(1,166.0)</b>	<b>552.0</b>
Long-term liabilities	0.0	0.0	(1.0)	(13.0)	(12.0)
<b>Capital Employed</b>	<b>6,330.0</b>	<b>13,820.0</b>	<b>14,553.0</b>	<b>28,860.0</b>	<b>51,020.0</b>
Financial debts	(143.0)	0.0	(4,002.0)	(3,718.0)	(10,593.0)
Bonds	0.0	0.0	(7,490.0)	(4,800.0)	(4,800.0)
Other financial securities	0.0	0.0	4,562.0	2,563.0	2,386.0
Cash & near cash	0.0	3,864.0	8,838.0	5,909.0	475.0
<b>Net Financial Position (Debt) / Cash</b>	<b>(143.0)</b>	<b>3,864.0</b>	<b>1,908.0</b>	<b>(46.0)</b>	<b>(12,532.0)</b>
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>6,187.0</b>	<b>17,684.0</b>	<b>16,461.0</b>	<b>28,813.0</b>	<b>38,488.0</b>
Minority shareholders' equity	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total Sources</b>	<b>6,330.0</b>	<b>13,820.0</b>	<b>14,553.0</b>	<b>28,860.0</b>	<b>51,020.0</b>

Source: Company data

I prospetti seguenti riflettono il consolidamento integrale di Movinter S.p.A. per l'intero periodo gennaio - giugno 2024 (nel 2023 era presente per il solo periodo da maggio a dicembre 2023), unitamente alle sue controllate per i periodi successivi al perfezionamento delle rispettive operazioni di investimento (i.e. Six Italia S.p.A. per il periodo marzo - giugno 2024, SAIEP S.r.l. per il periodo 28 giugno - 30 giugno 2024).

#### RFLTC - CONSOLIDATED - Income Statement 2020 / 1H24

(€ K)	2020	2021	2022	2023	1H23	1H24
Revenue	5.0	33.0	80.0	18,853.0	4,875.0	20,097.0
Other	0.0	0.0	1.0	2,166.0	267.0	(23.0)
<b>Value of Production</b>	<b>5.0</b>	<b>33.0</b>	<b>80.0</b>	<b>21,019.0</b>	<b>5,142.0</b>	<b>20,074.0</b>
YoY %	-	560%	142%	26174%	-	290%
Purchases	0.0	0.0	0.0	(9,093.0)	(1,898.0)	(9,285.0)
Services	(29.0)	0.0	0.0	(291.0)	(1,535.0)	(4,536.0)
Costs for the use of third-party assets	0.0	0.0	(19.0)	(477.0)	(144.0)	(469.0)
Changes in inventories of raw materials, aids, consumables, goods	0.0	0.0	0.0	176.0	(3.0)	843.0
Other operating expenses	0.0	(3.0)	(19.0)	(142.0)	(67.0)	(234.0)
Personnel	0.0	(0.4)	(33.0)	(4,192.0)	(979.0)	(5,977.0)
<b>EBITDA</b>	<b>(25.0)</b>	<b>(262.4)</b>	<b>(452.0)</b>	<b>1,534.0</b>	<b>515.0</b>	<b>416.0</b>
YoY %	-	950%	72%	-439%	-	-19%
% Margin	-500.0%	-795.2%	-565.0%	8.1%	10.6%	2.1%
D&A / Provisions	(3.0)	(8.0)	(16.0)	(1,856.0)	(343.0)	(1,540.5)
<b>EBIT</b>	<b>(28.0)</b>	<b>(269.0)</b>	<b>(468.0)</b>	<b>(322.0)</b>	<b>172.0</b>	<b>(1,124.5)</b>
YoY %	-	861%	74%	-31%	-	-754%
Net Financials / Associates / Write-Up (Down)	(9.3)	584.0	7,607.3	(566.9)	51.0	(471.0)
<b>EBT</b>	<b>(37.3)</b>	<b>315.0</b>	<b>7,139.3</b>	<b>(888.9)</b>	<b>223.0</b>	<b>(1,595.5)</b>
YoY %	-	-946%	2166%	-112%	-	-815%
Taxes	(7.2)	0.0	(84.0)	(174.0)	(144.0)	(4.0)
<b>Net Result</b>	<b>(44.4)</b>	<b>315.0</b>	<b>7,055.3</b>	<b>(1,062.9)</b>	<b>79.0</b>	<b>(1,599.5)</b>
YoY %	-	-809%	2140%	-115%	-	-2124%
Minority interests	0.0	0.0	0.0	6.0	(18.0)	(169.0)
<b>Net Result attributable to the Group</b>	<b>(44.4)</b>	<b>315.0</b>	<b>7,055.3</b>	<b>(1,056.9)</b>	<b>61.0</b>	<b>(1,768.5)</b>

Source: Company data

L'aumento di capitale e gli investimenti effettuati nel 1H24 hanno portato ad una crescita del patrimonio netto del 37% vs. FY23, così come ad un aumento del debito netto che si è attestato a €30mn vs. €6.1mn di fine 2023.

#### RFLTC - CONSOLIDATED - Balance Sheet 2020 / 1H24

(€ K)	2020	2021	2022	2023	1H24
Other LT Assets	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0
Tangible assets	0.0	0.0	24.0	4,936.0	7,469.0
Intangible assets	11.0	28.0	219.0	11,226.0	12,418.0
<i>of which goodwill</i>	0.0	0.0	0.0	9,368.0	9,780.0
<i>of which other intangible assets</i>	11.0	28.0	219.0	1,858.0	2,638.0
Financial assets	6,256.0	11,529.0	14,485.0	20,649.0	56,153.0
<b>Fixed Assets</b>	<b>6,267.0</b>	<b>11,657.0</b>	<b>14,728.0</b>	<b>36,811.0</b>	<b>76,040.0</b>
Inventory	0.0	0.0	0.0	8,398.0	18,435.0
Trade receivables	5.0	823.0	46.0	2,657.0	11,824.0
Trade Payables	(16.0)	(256.0)	(439.0)	(7,649.0)	(15,789.0)
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(11.0)</b>	<b>567.0</b>	<b>(393.0)</b>	<b>3,406.0</b>	<b>14,470.0</b>
Other assets and liabilities	7.0	133.0	256.0	(3,220.0)	(3,059.0)
<b>Net Working Capital</b>	<b>(4.0)</b>	<b>700.0</b>	<b>(137.0)</b>	<b>186.0</b>	<b>11,411.0</b>
Long-term liabilities	0.0	0.0	(1.0)	(979.0)	(3,230.0)
<b>Capital Employed</b>	<b>6,263.0</b>	<b>12,357.0</b>	<b>14,590.0</b>	<b>36,018.0</b>	<b>84,221.0</b>
Financial debts	(137.0)	0.0	(4,002.0)	(12,256.0)	(27,540.0)
Bonds	0.0	0.0	(7,490.0)	(4,800.0)	(14,800.0)
Other financial securities	0.0	0.0	4,562.0	2,562.0	4,460.0
Cash & near cash	0.0	4,351.0	16,127.0	8,411.0	7,811.0
<b>Net Financial Position (Debt) / Cash</b>	<b>(137.0)</b>	<b>4,351.0</b>	<b>9,197.0</b>	<b>(6,083.0)</b>	<b>(30,069.0)</b>
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>6,126.0</b>	<b>16,558.0</b>	<b>23,787.0</b>	<b>29,930.0</b>	<b>41,110.0</b>
Minority shareholders' equity	0.0	150.0	0.0	5.0	13,041.0
<b>Total Sources</b>	<b>6,263.0</b>	<b>12,357.0</b>	<b>14,590.0</b>	<b>36,018.0</b>	<b>84,221.0</b>

Source: Company data

I prospetti consolidati pro-forma rappresentano su base *Like-for-Like* al 31 dicembre 2022 gli effetti contabili delle operazioni di acquisizione (i.e. Movinter S.r.l., Six Italia S.p.a. e SAIEP S.r.l.).

#### RFLTC - CONSOLIDATED (Pro-Forma) - Income Statement 2022 / 1H24

(€ Mn)	2022	2023	1H23	1H24
Revenue	36.6	41.7	30.7	33.6
Other	3.3	3.9	2.0	0.2
<b>Value of Production</b>	<b>39.9</b>	<b>45.6</b>	<b>32.7</b>	<b>33.8</b>
YoY %	-	14%	-	3%
Purchases	(17.2)	(20.5)	(16.8)	(19.3)
Services	(8.7)	(10.0)	(5.2)	(6.0)
Costs for the use of third-party assets	(1.1)	(0.9)	(0.4)	(0.8)
Changes in inventories of raw materials, aids, consumables, goods	0.3	(0.2)	(1.3)	3.0
Other operating expenses	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
Personnel	(9.1)	(10.4)	(6.5)	(8.9)
<b>EBITDA</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>2.3</b>	<b>1.5</b>
YoY %	-	-3%	-	-32%
% Margin	9.7%	8.3%	7.4%	4.6%
D&A / Provisions	(2.2)	(2.4)	(0.9)	(1.5)
<b>EBIT</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.0</b>
YoY %	-	-21%	-	-97%
Net Financials / Associates / Write-Up (Down)	7.0	(1.6)	(0.3)	(0.5)
<b>EBT</b>	<b>8.4</b>	<b>(0.5)</b>	<b>1.1</b>	<b>(0.5)</b>
YoY %	-	-106%	-	-144%
Taxes	(0.9)	(0.4)	(0.3)	(0.3)
<b>Net Result</b>	<b>7.5</b>	<b>(0.9)</b>	<b>0.8</b>	<b>(0.8)</b>
YoY %	-	-113%	-	-199%
Minority interests	0.2	(0.0)	(0.1)	0.2
<b>Net Result attributable to the Group</b>	<b>7.3</b>	<b>(0.9)</b>	<b>0.9</b>	<b>(1.0)</b>

Source: Company data

**RFLTC - CONSOLIDATED (Pro-Forma) - Balance Sheet 2022 / 1H24**

(€ Mn)	2022	2023	1H24
Other LT Assets			
Tangible assets	1.8	10.0	7.5
Intangible assets	11.8	12.6	12.4
<i>of which goodwill</i>	11.2	10.1	10.1
<i>of which other intangible assets</i>	0.6	2.5	2.3
Financial assets	14.6	20.9	56.2
<b>Fixed Assets</b>	<b>28.3</b>	<b>43.5</b>	<b>76.0</b>
Inventory	6.2	16.0	18.4
Trade receivables	3.3	10.8	11.8
Trade Payables	(5.5)	(15.3)	(15.8)
<b>Operating Working Capital</b>	<b>4.0</b>	<b>11.5</b>	<b>14.5</b>
Other assets and liabilities	(0.7)	(2.0)	(3.1)
<b>Net Working Capital</b>	<b>3.3</b>	<b>9.5</b>	<b>11.4</b>
Long-term liabilities	(1.4)	(3.3)	(3.2)
<b>Capital Employed</b>	<b>30.2</b>	<b>49.7</b>	<b>84.2</b>
Financial debts	(8.3)	(24.8)	(27.5)
Bonds	(7.5)	(5.1)	(14.8)
Other financial securities	4.6	2.6	4.5
Cash & near cash	8.1	10.0	7.8
<b>Net Financial Position (Debt) / Cash</b>	<b>(6.4)</b>	<b>(17.3)</b>	<b>(30.1)</b>
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>23.8</b>	<b>31.8</b>	<b>41.1</b>
Minority shareholders' equity	0.0	0.5	13.0
<b>Total Sources</b>	<b>30.2</b>	<b>49.7</b>	<b>84.2</b>

Source: Company data

### I fatti di rilievo degli ultimi 12 mesi

- **30.01.2024 - Piano di buyback per €2.0mn.** RFLTC annuncia un programma di riacquisto di azioni proprie per un massimo di €2.0mn, entro 18 mesi.
- **31.01.2024 - Completato l'aumento di capitale di PureLabs per €15mn** (RFLTC ha investito €4mn nel novembre 2023), con diluizione della quota di RFLTC dal 32% al 26%. Nominato il nuovo Presidente Ernesto Paolillo.
- **06.02.2024 - Annuncio dell'acquisizione del 15% di Industrie Polieco - M.P.B.** RFLTC annuncia l'acquisizione del 15% del capitale di Polieco per €30.0mn, attraverso una SPV (RFLTC - Polieco S.p.A.) controllata al 51% da RFLTC. L'operazione è valutata 1.0x FY23 EV/Sales e 4.4x FY23 EV/EBITDA. La SPV ha acquisito il 10% di Polieco il 6 marzo 2024 per €20mn e il restante 5% il 28 giugno 2024 per €10mn.
- **05.04.2024 - Aumento di capitale di oltre €10.0mn e nuovo debito di €7.0mn per finanziare l'investimento in Polieco.** RFLTC comunica di aver raccolto €10.4mn (rispetto all'obiettivo iniziale di €15.0mn), emettendo 6.7mn di nuove azioni ordinarie (al prezzo di €1.55 per azione), e con un massimo di ulteriori 1.9mn di *Bonus Share* (tramite *stock split*) emesse dopo un periodo di *lock-up* di 18 mesi. Inoltre, il 20 marzo 2024, RFLTC ha annunciato un accordo per un finanziamento di debito fino a €7.0mn da parte di Illimity SGR, con scadenza a 5 anni.
- **20.06.2024 - Primo Bilancio Sostenibile.** Il CDA ha approvato il primo Bilancio Sostenibile di RFLTC, relativo all'esercizio 2023 e redatto su base volontaria, in linea con lo *standard* europeo di rendicontazione della sostenibilità.
- **27.05.2024 - RFLTC ha deliberato l'emissione di due prestiti obbligazionari da parte delle società controllate Movinter S.p.A. e RFLTC-Inox S.r.l.,** per complessivi €10.0mn, con il fine di accelerare i piani di crescita delle società partecipate. I due prestiti obbligazionari, strutturati in due classi di titoli *asset-backed* (classe *junior* e *senior*), sono stati sottoscritti da Banca Finint e RedFish Capital Debt SpA. Per Movinter S.p.A., emissione in linea capitale di €5.0mn, scadenza 23.05.2031, TV Euribor 6 mesi + *spread* 4.5%. Per RFLTC-Inox S.r.l., emissione in linea capitale di €5.0mn, scadenza al 23.05.2030, TV Euribor 6 mesi + *spread* 4.0%.
- **13.05.2024 - Acquisizione del 100% di SAIEP S.r.l.** RFLTC annuncia l'acquisizione del 100% di SAIEP per un corrispettivo totale di €4.35mn, attraverso la sua controllata Movinter (controllata al 100% da RFLTC attraverso Rail Fish S.r.l.). L'acquisizione valuta SAIEP 0.3x EV/Sales (€16mn i ricavi nel FY23) e 4.7x EV/EBITDA (€0.93mn di EBITDA nel FY23, margine del 6%). L'acquisizione è stata completata il 27 giugno 2024, con pagamento iniziale di €3.85mn, di cui €250k attraverso la vendita di 161k azioni (al prezzo di €1.55 per azione) al socio principale di SAIEP (Alberto Santi), con un periodo di *lock-up* di 2 anni. I restanti €0.5mn saranno pagati entro la fine di giugno 2025, oltre a un potenziale *earn-out* calcolato con un multiplo di 0.75x sull'utile lordo incrementale FY24 vs. FY23 e FY25 vs. FY24.

- **26.07.2024 - Riacquisto della partecipazione di IC8 (4%) in Movinter.** RFLTC ha comunicato di aver riacquistato la quota del 4% detenuta da IC8 in Rail Fish S.r.l., la SPV che possiede il 100% di Movinter S.p.A., per €0.5mn. Dopo questa operazione, RFLTC detiene partecipazione totalitaria di Movinter.
- **03.09.2024 - Incorporazione G&RP.** RFLTC ha incorporato G&RP (SPV), società controllata al 100%, con l'obiettivo di razionalizzare e semplificare la struttura di controllo sulla partecipata Convergenze S.p.A. (9.5%).
- **07.10.2024 / 18.10.2024 - Seconda finestra di esercizio dei Warrant 2023-2025 di RFLTC.** Seconda finestra di esercizio dei Warrant senza conversione, *strike price* a €1.82 e opzione *out-of-the-money*. L'ultima finestra di esercizio è prevista dal 6 al 17 ottobre 2025, ad un prezzo di esercizio di €2.0 per azione.
- **09.2024 - Polieco-M.B.P. spin-off.** Polieco-M.B.P. scorpora il patrimonio immobiliare e €13.8mn di debiti nella neonata I.P.M. Immobiliare S.r.l. (IPM), riducendo il patrimonio netto di Polieco di €21.6mn. Da questa operazione, RFLTC S.r.l. (la SPV) detiene una partecipazione del 15% in I.P.M. Immobiliare S.r.l., per un valore di €3.24mn (ovvero il 15% di €21.6mn). La partecipazione di RFLTC in I.P.M. Immobiliare S.r.l. è destinata ad essere venduta a T.P. Holding (azionista di maggioranza di Polieco) per €5.0mn, entro aprile 2025 con una plusvalenza di €1.76mn (€5.0mn - €3.24mn).
- **10.2024 - Sottoscrizione pro-quota dell'aumento di capitale di PureLabs S.p.A.** per €1mn, ovvero **€264k**.
- **29.10.2024 - Accordo transattivo sull'acquisizione di Movinter,** Rail Fish S.r.l. (società interamente controllata da RFLTC, che ha acquisito Movinter nell'aprile 2023) ha finalizzato un accordo transattivo con i precedenti azionisti e venditori di Movinter, per risolvere una controversia di circa €1.0mn relativa a discrepanze riscontrate nel bilancio 2022 di Movinter. Gli ex-azionisti di Movinter hanno accettato di pagare un totale di €525k, di cui €380k pagati in anticipo alla data dell'accordo e il saldo entro il 30 ottobre 2025.
- **12.11.2024 - Conclusa l'operazione di fusione per incorporazione della controllata G&RP Consulting S.r.l.** (approvata dal CDA il 20 giugno 2024). Convergenze S.p.A. diventa una partecipazione diretta di RFLTC.
- **28.11.2024 - Emessa la prima tranche del prestito obbligazionario "Redfish Longterm Capital S.p.A. 6% Sustainable Growth 2024-2029",** ammontare massimo €15mn, n. 600 obbligazioni nominative del valore nominale unitario di €25k ciascuna.

## Il piano di sviluppo 2024-2027

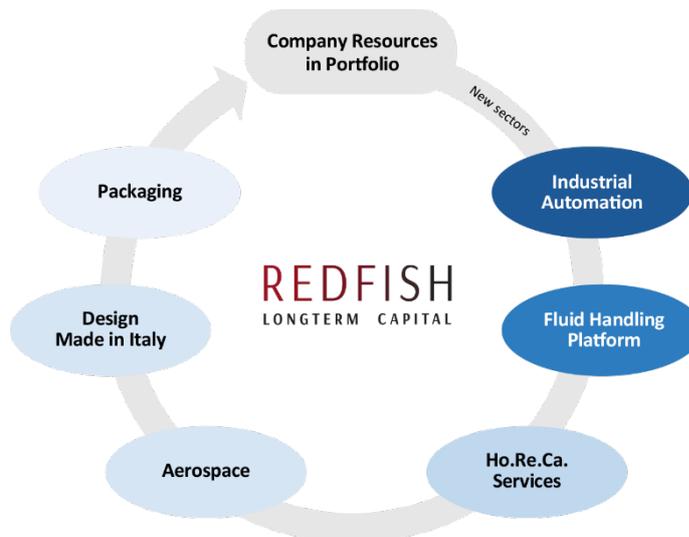
Il **6 novembre 2024** il Consiglio di Amministrazione di RFLTC ha approvato il **Piano di Sviluppo 2024-2027**.

Il piano punta a raggiungere un **patrimonio netto consolidato di €90mn entro il 2027** (€41mn al 1H24).

Nel triennio 2025-2027, la Società definisce un *target* di raccolta **annuale di €10mn**, attraverso un *mix equity/debito*, da destinare a **investimenti strategici in settori di nicchia ad alto potenziale**, selezionati per la loro capacità di offrire un **vantaggio competitivo**.

Le risorse raccolte saranno destinate verso **sei temi di investimento specifici** (si veda grafico seguente), puntando ad un multiplo **EV/Ebitda medio di entrata di 4.5x**, con prospettiva di crescita perseguibile per linee esterne.

### RFLTC - Use of Proceeds



Source: Websim Corporate on Company presentation

Il Gruppo prevede di incrementare il numero degli investimenti, passando dalle attuali 9 partecipazioni (inclusi Six Italia e SAIEP) a 20 entro il 2027.

A tal proposito, RFLTC ha già deliberato nel mese di ottobre 2024 l'emissione di un prestito obbligazionario in linea capitale fino a €15mn, denominato "**Sustainable Growth 2024-2029**", con un tasso fisso lordo annuo del 6% e cedola mensile.

Gli investimenti saranno indirizzati principalmente verso **operazione di maggioranza**, con **reinvestimento del socio uscente** al fine di garantire la continuità aziendale. È prevista anche la possibilità di coinvolgere altri **partner** finanziari in modalità **club deal**.

Parte degli investimenti potranno essere orientati anche verso aziende quotate ma sottovalutate, eventualmente anche al fine di supportare un processo di **delisting**.

Tra gli **obiettivi di breve-medio termine**, RFLTC punta ad **aprirsi ad investitori istituzionali europei** per garantire stabilità finanziaria per le future operazioni strategiche.

La Società, oltre al **programma di buyback in essere** (da gennaio ad oggi RFLTC ha acquistato 627,000 azioni proprie), ha intenzione di implementare una remunerazione regolare per gli azionisti definendo una **politica di distribuzione dei dividendi, eventualmente anche in forma di dividend in kind<sup>5</sup>, pari almeno al 5% delle riserve distribuibili**. L'obiettivo della Società è di rendere tale *policy* efficace già **a partire dal bilancio 31.12.2024**.

A seguire una sintesi degli obiettivi definiti nel Piano:

**RFLTC - Development Plan 2024-2027: Main Targets**

Goals	Targets	Timing	Details
Consolidated net equity growth	€90mn	By 2027	Net equity increase through new capital raising, acquisitions and consolidation
Annual capital raising target	€10mn/year	2025/2027	Fundraising from family offices and institutional investors to support strategic projects
Investments increase	From 9 subsidiaries to 20	By 2027	Increasing the number of holdings in niche sectors (industrial automation, aerospace, packaging, etc.)
Share buyback program	627,000 treasury shares purchased from Jan 2024 to date	Ongoing	Purchase of treasury stock to enhance the value of the stock and remunerate shareholders.
Bond issue	TF 6%, monthly coupon payment	2024-2029	"Sustainable Growth 2024-2029" bond issue.
Focus on acquisitions	Target on Italian & European companies	2024-2027	Increasing strategic acquisitions, focus on controlling interests
Dividend policy	€0.3-1.0mn/year	2024-2027	Dividend policy to remunerate shareholders

Source: Websim Corporate on Company presentation

<sup>5</sup> Tipo di dividendo distribuito agli azionisti non in denaro, ma sotto forma di beni o altre attività (es. azioni aggiuntive della stessa società o di una società collegata, obbligazioni o altri strumenti finanziari).

## Valutazione e conclusioni

RFLTC, con il piano di sviluppo 2024-2027, si è data una serie di obiettivi di breve-medio termine che riteniamo possano rendere maggiormente attrattivo il portafoglio delle partecipate, sia in termini di tempi di investimento che di profilo *risk-return* della struttura di investimento.

Con un forte *bias* industriale e oltre 80 *dossier* di investimento analizzati all'anno, ad oggi RFLTC conta 7 partecipate (dirette e tramite SPV) e 2 tramite Movinter.

Il *track record* del *management*, comprendendo tutte le operazioni di **Redfish Capital Partners**, evidenzia una buona numerica in termini di ritorno per gli investitori. In particolare, dal 2017 al 2024, sono stati realizzati 7 exits (escludendo l'operazione Pistacchio S.p.A., *brand* Marullo S.p.a, *holding period* di 10 mesi, IRR 12%), che hanno permesso al **Gruppo RFCP** di realizzare **3.5x** il capitale investito, con un **IRR medio dell'88%**. Per quanto riguarda nello specifico RFLTC, **l'operazione MaticMind ha permesso di realizzare un MOIC di 2.5x, con un IRR pari al 54%**

### Le metodologie di valutazione delle partecipate

Sulla base di queste premesse, valutiamo RFLTC con un approccio a **NAV** (*Net Asset Value*), valutando le singole controllate/collegate con differenti metodologie a seconda che la partecipazione sia consolidata o meno, oppure se sia possibile o meno far riferimento ad una valutazione di mercato dell'*equity*. Nel dettaglio:

- Valutiamo il **Gruppo Movinter** (con le sue partecipate Six Italia e SAIEP), in quanto consolidata, elaborando un *Discounted Cash Flow Model* (DCF);
- per **Tesi, Expo Inox, PureLabs e Polieco** applichiamo il metodo dei multipli di mercato (i.e. EV/EBITDA FY24E) di *comparables* (**Appendix B**);
- infine, per **Convergenze e SolidWorld Group**, quotate al listino *Euronext Growth Milan* (EGM), le valutiamo ai **prezzi di mercato**.

### Il Discounted Cash Flow Model del Gruppo Movinter

Nell'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* abbiamo utilizzato le nostre stime esplicitate 2024-2027 (**Appendix A**). Per gli anni successivi abbiamo assunto delle ipotesi prudenti, che includono una stabilizzazione dei ricavi in termini nominali sui livelli del 2027 ed una riduzione dell'EBITDA *margin* di 20bps fino al 2029, ipotizzando una marginalità terminale del 8.0%.

#### RFLTC – Discounted Cash Flow Model

(€ mn)		2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	TV
Revenue		66.2	75.0	78.1	79.7	81.3	82.9	84.5
	YoY growth	6.3%	13.3%	4.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
= EBITDA		<b>5.0</b>	<b>6.2</b>	<b>6.6</b>	<b>6.6</b>	<b>6.6</b>	<b>6.6</b>	<b>6.8</b>
	EBITDA margin	7.6%	8.3%	8.5%	8.3%	8.1%	8.0%	8.0%
- D&A		(2.8)	(2.5)	(2.5)	(2.3)	(2.1)	(1.9)	(2.2)
= EBIT		<b>2.2</b>	<b>3.7</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	<b>4.7</b>	<b>4.6</b>
	EBIT margin	3.4%	5.0%	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%	5.4%
- Taxes		(0.7)	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(1.4)	(1.3)
	tax rate	33.2%	29.4%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%
= NOPAT		<b>1.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3</b>
+ D&A		2.8	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9	2.2
-/+ Δ NWC		(1.6)	(1.4)	(1.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
- Capex		(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.1)	(2.1)	(2.2)
	% Capex on revenues	3.0%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
= FCF		<b>0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>
	Discounting factor	0.94	0.88	0.83	0.78	0.73	0.69	0.69
= PV (FCF)		<b>0.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>
	(€ mn)							
<b>A) SUM PV (FCF 25-30E)</b>		<b>10.5</b>						<b>19%</b>
TV		65.1						
<b>B) PV (TV)</b>		<b>44.7</b>						<b>81%</b>
<b>C) = (A+B) Enterprise Value (EV)</b>		<b>54.9</b>						<b>100%</b>
- Net Debt @ YE24 Est.		(15.7)						
- Minorities		(1.0)						
- Pension Liabilities		(4.3)						
<b>Equity Value</b>		<b>33.9</b>						

Source: Websim Corporate estimates

Le ipotesi alla base del *Discounted Cash Flow Model* della Società sono riassunte qui di seguito:

- **Tasso Risk Free** pari al **4.0%**
- **Equity Risk Premium** pari a **5.5%**
- **Beta Unlevered** pari a **0.45**, ottenuto dalla mediana dei beta *unlevered* (a 5 anni) delle società comparabili del settore *manufactures railway equipment*. L'*adjusted* Beta rilevato per RFLTC dalla quotazione (giugno 2023) ad oggi è pari a 0.32 (fonte: FactSet).
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al **2.0%**, corrispondente ad un tasso reale nullo, assumendo un tasso di inflazione a lungo termine del 2.0%.

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** a regime pari all'**6.5%**.

L'esito della valutazione identifica un Enterprise Value pari di €54.9mn (l'81% è riconducibile al valore terminale della Società) ed un **fair Equity Value** pari a **€33.9mn**.

Considerata la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performato un'analisi di sensitività analizzando come evolverebbe la valutazione per singola azione al variare del costo medio ponderato del capitale ("WACC") e del tasso terminale di crescita ipotizzato ("g").

**RFLTC – DCF Sensitivity Analysis to WACC and "g"**

WACC	g				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
4.5%	49.6	58.1	70.1	88.2	118.6
5.0%	42.0	48.2	56.5	68.2	85.8
5.5%	36.1	40.8	46.8	54.9	66.2
6.0%	31.4	35.0	39.6	45.4	53.3
<b>6.5%</b>	<b>27.5</b>	<b>30.4</b>	<b>33.9</b>	<b>38.4</b>	<b>44.1</b>
7.0%	24.3	26.6	29.4	32.9	37.2
7.5%	21.6	23.5	25.8	28.5	31.8
8.0%	19.3	20.9	22.7	24.9	27.5
8.5%	17.3	18.6	20.1	21.9	24.0

Source: Websim Corporate estimates

### Il Metodo dei multipli di mercato per le non quotate

Per la valutazione delle partecipate non quotate e non consolidate, adottiamo un approccio basato sui multipli di società comparabili (**Appendix B**). Applichiamo il multiplo mediano **EV/EBITDA FY24E** alle nostre stime, elaborate tenendo opportunamente conto dell'andamento del 1H24.

#### Tesi S.r.l.

Investment Date	ott-21	EBITDA 2024E (€ mn)	4.8
Initial Invested Capital (€ mn)	5.0	EV/EBITDA Multiple FY24E	10.3x
Multiple at Closing	6.8x	<b>Enterprise Value (€ mn)</b>	<b>48.9</b>
Subsequent Investment (€ mn)	1.2	Net Debt / (Cash) 2024E (€ mn)	3.5
		<b>Equity Value (€ mn)</b>	<b>45.4</b>
		RFLTC Stake	20%
		<b>RFLTC Investment Value (€ mn)</b>	<b>9.1</b>

Source: Websim Corporate estimates

#### Expo Inox S.p.A.

Investment Date	nov-22	EBITDA 2024E (€ mn)	8.0
Initial Capital Invested (€ mn)	6.0	EV/EBITDA Multiple FY24E	6.5x
Multiple at Closing	4.7x	<b>Enterprise Value (€ mn)</b>	<b>52.0</b>
Subsequent Investment (€ mn)	-	Net Debt / (Cash) 2024E (€ mn)	12.0
		<b>Equity Value (€ mn)</b>	<b>40.0</b>
		RFLTC Stake	20%
		RFLTC Stake SPV	100%
		<b>RFLTC Investment Value (€ mn)</b>	<b>8.0</b>

Source: Websim Corporate estimates

### PureLabs S.p.A.

Investment Date	nov-23	EBITDA 2024E (€ mn)	3.8
Initial Capital Invested (€ mn)	4.0	EV/EBITDA Multiple FY24E	8.1x
Multiple at Closing	5.5x	<b>Enterprise Value (€ mn)</b>	<b>31.0</b>
Subsequent Investment (€ mn)	-	Net Debt / (Cash) 2024E (€ mn)	13.8
		<b>Equity Value (€ mn)</b>	<b>17.2</b>
		RFLTC Stake	26%
		<b>RFLTC Investment Value (€ mn)</b>	<b>4.5</b>

Source: Websim Corporate estimates

Lo **spin-off di Polieco - M.B.P.**, avvenuto in settembre 2024, ha portato allo scorporo del patrimonio immobiliare e €13.8mn di debiti in I.P.M. Immobiliare S.r.l., **riducendo il patrimonio netto di Polieco di €21.6mn**. Ricordiamo che la partecipazione di RFLTC in I.P.M. Immobiliare S.r.l. è prevista essere venduta entro aprile 2025 a T.P. Holding (azionista di maggioranza di Polieco) per €5.0mn, portando ad una plusvalenza di €1.76mn (ovvero €5.0mn - €3.24mn). Inoltre, consideriamo nella valutazione di Polieco il recente **acquisto di Picenum Plast**, che **valutiamo** poco sopra i €90mn, pro-quota circa **€7mn** (assumendo ~€10mn di EBITDA nel 2024 e no debito).

### Polieco Group S.p.A.

Investment Date	feb-24	EBITDA 2024E (€ mn)	41.9
Initial Capital Invested (€ mn)	18.0	EV/EBITDA Multiple FY24E	9.6x
Multiple at Closing	4.4x	<b>Enterprise Value (€ mn)</b>	<b>402.2</b>
Subsequent Investment (€ mn)	-	Net Debt / (Cash) 2024E (€ mn)	(22)
		<b>Equity Value (€ mn)</b>	<b>424.1</b>
		Adj. Spin-Off IPM (€ mn)	(21.6)
		Adj. Picenum Plast (€ mn)	91.2
		<b>Equity Value Adj. (€ mn)</b>	<b>493.7</b>
		RFLTC Stake	15%
		RFLTC Stake SPV	50%
		<b>RFLTC Investment Value (€ mn)</b>	<b>37.1</b>

Source: Websim Corporate estimates

### Il metodo della capitalizzazione di borsa per le quotate

Per la valutazione di Convergenze S.p.a. e Solid World S.p.a. scegliamo di utilizzare un approccio prudente, basato esclusivamente sull'attuale capitalizzazione di borsa, non tenendo conto del *rating di consensus* che ad oggi esprime un *upside* sulle due società rispettivamente del 130% e 150%.

### Convergenze S.p.A.

Investment Date	jul-20	Market Cap (€ mn)	12.3
Initial Capital Invested (€ mn)	1.1	RFLTC Stake	9.5%
Multiple at Closing	5.8x		
Subsequent Investment (€ mn)	-		
Current Price	1.64	<b>RFLTC Investment Value (€ mn)</b>	<b>1.2</b>

Source: Websim Corporate estimates, FactSet

### Solid World S.p.A.

Investment Date	dec-21	Market Cap (€ mn)	37.9
Initial Capital Invested (€ mn)	1.0	RFLTC Stake	8.2%
Multiple at Closing	8.3x		
Subsequent Investment (€ mn)	1.2		
Current Price	2.25	<b>RFLTC Investment Value (€ mn)</b>	<b>3.1</b>

Source: Websim Corporate estimates, FactSet

## Holding & liquidity discount, l'approccio fully diluted

### Holding & liquidity discount

Lo **sconto medio storico** per le *holding* di partecipazione in **Europa** tende ad oscillare tra il **10% e il 30%** e risulta leggermente inferiore rispetto all'Italia.

Generalmente, questo disallineamento di valore è attribuito a **strutture societarie complesse** con *governance* opache o controlli familiari, nonché ad una percezione di scarsa diversificazione ed efficienza operativa del portafoglio. Fattori come la **bassa liquidità delle azioni** e contesti regolatori rigidi ne amplificano la magnitudo.

Crediamo, che questa non corrispondenza di valore oltre ad incorporare un giudizio su fattori propriamente numerici (es. costi di struttura, minore liquidità degli *assets* sottostanti, *bias* settoriali del portafoglio, etc.), incorpori anche un giudizio **discrezionale su aspetti attinenti alla sfera qualitativa**, difficilmente catturabili numericamente, ma che incidono sulla percezione di valore delle singole partecipate (basti pensare al tema della trasparenza informativa e al minore potere contrattuale derivante da dimensioni generalmente ridotte).

Considerazioni sul rationale dell'*holding* e *liquidity discount*:

- Le *holding companies* generalmente sostengono costi amministrativi, gestionali ed operativi per la gestione della società e delle partecipazioni. Questi costi, ricorrenti e indipendenti dai ricavi delle partecipate, riducono il valore netto per gli azionisti.
- Le partecipazioni detenute da una *holding* sono generalmente meno liquide rispetto alle azioni negoziate sul mercato. La quasi totalità delle partecipazioni di RFLTC sono società non quotate (attualmente rappresentano il 96% del *Gross Asset Value*), questa caratteristica del portafoglio si traduce in un valore percepito inferiore.
- Il controllo esercitato dalla *holding* sulle partecipate può non essere in linea con gli interessi di tutti gli azionisti, creando terreno fertile per potenziali conflitti di interesse e quindi contenziosi.
- Le *holding companies* spesso presentano una struttura di capitale complessa, impiegando in alcuni casi un debito significativo. L'utilizzo del debito per finanziare le partecipazioni aumenta il rischio di insolvenza riducendo il valore della struttura di investimento.
- La complessità nella valutazione degli attivi sottostanti genera incertezza negli investitori, che si traduce di fatto nell'applicazione di un margine per incorporare una maggiore difficoltà nel definire un valore.
- Un'eccessiva concentrazione del portafoglio in settori o aree geografiche, o al contrario una spinta diversificazione che fa venir meno la possibilità di generare sinergie, potrebbe rendere non efficiente il *trade-off risk-return* per un investitore (>90% del *Gross Asset Value* è investito in società industriali e il 100% in Italia).
- Infine, il grado di controllo esercitato dalla *holding* sulle sue partecipate può influire, un controllo di maggioranza o un'influenza significativa si traduce in un valore percepito maggiore rispetto all'ipotesi di un'influenza scarsa con una quota di minoranza.

Sulla base di queste premesse, stimiamo gli *holding costs* ipotizzando che la Capogruppo raggiunga il pareggio della *bottom-line* nei prossimi 5 anni (medio periodo), assumendo una copertura quasi integrale dei costi di struttura grazie ai ricavi da contratti di consulenza alle partecipate. Non ipotizziamo *one-off* positivi per dividendi e/o *exits*. Attualizzando ad un tasso prudenziale del 6.5%, determiniamo in €1.2mn (~1.3% del NAV) il *fair value* dell'impatto sul NAV.

Inoltre, prudenzialmente, scegliamo di applicare al NAV così determinato uno **sconto holding / liquidità del 20%**.

### Determinazione delle azioni fully diluted

Le azioni ordinarie di RFLTC in circolazione sono pari a **26.5mn** (al 21.10.2024).

Nel determinare il numero delle azioni **fully diluted** consideriamo:

- piano di *Stock Option*, che prevede l'emissione di 2mn di azioni ordinarie, nel dettaglio:
  - 1.5mn opzioni con *strike price*<sup>6</sup> pari al prezzo dell'IPO (€1.5) e *vesting period*<sup>7</sup> 24/48 mesi;
  - 0.5mn opzioni con *strike price* pari al maggiore tra il prezzo dell'IPO e la media degli ultimi tre mesi a partire dalla data di emissione, *vesting period* 24/48 mesi.

<sup>6</sup> Il prezzo al quale il compratore di una opzione può vendere o acquistare l'attività sottostante.

<sup>7</sup> Il periodo che intercorre dall'offerta della *stock option* all'inizio del periodo per l'esercizio del diritto di opzione.

- **Warrant**, circa 4.97mn in circolazione con tasso di conversione 2:1 (**2.5mn** azioni di compendio), ultima finestra di esercizio **6 ottobre 2025 - 17 ottobre 2025**, *strike price* €2.0.

Ad oggi, sia le *stock option* che i *warrant* in circolazione risultano *out-of-the-money*. Applicando il modello Black-Scholes-Merton (assumendo il *risk free* al 4% e una volatilità implicita al 40%), stimiamo un valore delle opzioni pari a circa €0.3mn. Tuttavia, per determinare il nostro *fair value fully diluted* assumiamo che tutte le opzioni in circolazione siano esercitate, incorporando nella nostra valutazione il relativo *cash-in* (ovvero *stock option* €3.0mn, *warrant* €4.97mn).

Inoltre, consideriamo:

- **Azioni Classe X**, i titolari (Red-Fish S.r.l.s. e Castello di Perno S.r.l.) hanno diritto di convertire 9,900 (su 10,000) azioni di classe X in azioni ordinarie con un rapporto di 1:40 (con l'emissione di circa **0.4mn** azioni ordinarie) **24 mesi dopo la data di IPO (30 giugno 2023)**. Le restanti 100 azioni, in proporzione tra i titolari, saranno convertite in azioni ordinarie con rapporto di 1:1.
- **Bonus Shares** di circa **1.9mn** (di cui 0.67mn emesse nel 2024) a seguito dell'aumento di capitale di fine marzo 2024 per €10.4mn a €1.55 p.a., condizionate **al mantenimento dell'investimento per 6, 12 e 18 mesi**.
- **Treasury shares**, ad oggi la Società detiene **0.47mn** azioni proprie.

Sulla base di queste considerazioni, determiniamo in **32.1mn** le azioni *fully diluted* di RFLTC.

## Il Net Asset Value del portafoglio

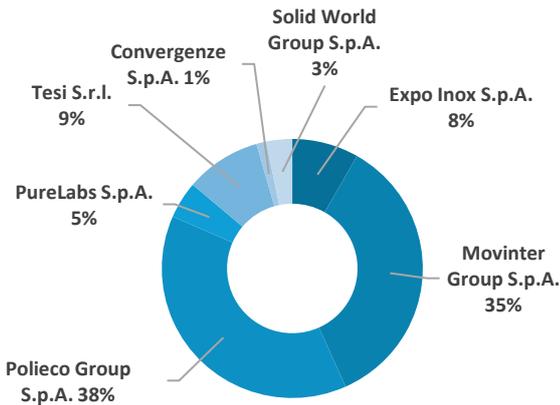
Dopo aver scelto il metodo valutativo più adeguato per ciascuna partecipata, abbiamo stimato un **Gross Asset Value del portafoglio di circa €97mn**, ovvero circa **1.8x il capitale investito**. Considerando l'indebitamento netto della Capogruppo, il *cash-in* derivante dall'ipotesi di pieno esercizio di *warrant/stock option* in essere, i costi della *holding* ed applicando un **holding/liquidity discount del 20%**, determiniamo ad un *target price* del titolo RFLTC pari a **€2.27 per azione fully diluted**, incorporando circa il **90% di upside potenziale** rispetto ai prezzi correnti di mercato.

### RFLTC – Dynamic Net Asset Value

Companies	SPV	% Stake	Methodology	€ mn	€/Share	% on GAV
Expo Inox S.p.A.	100%	20%	FY24E Peers' EV/Ebitda 6.5x	8.0	0.25	8%
Movinter Group S.p.A.	100%	100%	Discounted Cash Flow	33.9	1.06	35%
Polieco Group S.p.A.	50%	15%	FY24E Peers' EV/Ebitda 9.6x	37.1	1.15	38%
PureLabs S.p.A.	-	26%	FY24E Peers' EV/Ebitda 8.1x	4.5	0.14	5%
Tesi S.r.l.	-	20%	FY24E Peers' EV/Ebitda 10.3x	9.1	0.28	9%
<b>Total Non-Listed Companies</b>				<b>92.5</b>	<b>2.88</b>	<b>96%</b>
Convergenze S.p.A.	-	9.5%	Market Value	1.2	0.04	1%
Solid World Group S.p.A.	-	8.2%	Market Value	3.1	0.10	3%
<b>Total Listed Companies</b>				<b>4.3</b>	<b>0.13</b>	<b>4%</b>
<b>Gross Asset Value (GAV)</b>				<b>96.8</b>	<b>3.01</b>	<b>100%</b>
NFP (Debt)/Cash			Holding company 1H24	(12.5)	(0.39)	
Cash-in (Warrants & Stock Options)			Full options exercise assumption	8.0	0.25	
Holding Costs			Fair value	(1.2)	(0.04)	
<b>Net Asset Value (NAV)</b>				<b>91.1</b>	<b>2.83</b>	
Holding / Liquidity Discount				20%		
<b>Target Price</b>				<b>72.9</b>	<b>2.27</b>	
<b>Number of Fully Diluted Shs (mn)</b>				<b>32.1</b>		
<b>Potential Upside/(Downside)</b>					<b>89%</b>	

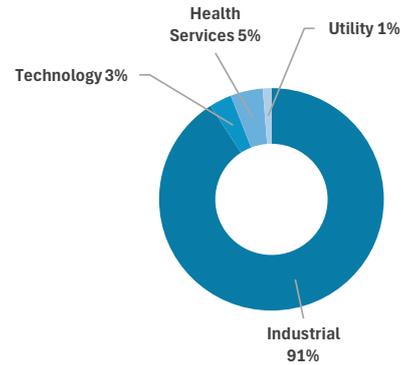
Source: Websim Corporate estimates

RFLTC - Gross Asset Value (GAV) Breakdown by Holdings



Source: Websim Corporate estimates

RFLTC - Gross Asset Value (GAV) Breakdown by Sector



Source: Websim Corporate estimates

## Conclusioni

Riteniamo che **Redfish Longterm Capital** rappresenti un'interessante opportunità di investimento in un'ottica di medio/lungo periodo per i seguenti motivi:

- **Focus su un segmento di società rilevanti per l'economia italiana**, le PMI rappresentano un pilastro cruciale dell'economia italiana, contribuendo significativamente al tessuto produttivo e all'innovazione nel Paese.
- **Portafoglio esposto a piccole realtà, operanti in mercati di nicchia con alto potenziale di crescita**. L'ampiezza del mercato e le dinamiche positive delle PMI italiane offrono un terreno fertile per investimenti mirati a strategie di creazione di valore a lungo termine.
- **L'approccio proattivo e competitivo di RFLTC è funzionale alla generazione di valore**, riduce la rischiosità implicita al posizionamento su società dimensionalmente piccole e ottimizza al contempo il *trade-off risk-return* dell'*asset class*.
- **Vocazione alla crescita** mediante acquisizioni strategiche che favoriscono sinergie tra le società partecipate in portafoglio, fornendo stabilità e servizi a valore aggiunto ad imprese in fase di trasformazione.
- **Accelerazione delle traiettorie di sviluppo**, le risorse e le competenze di RFLTC, forte di un *network* relazionale consolidato, favoriscono la crescita delle società partecipate supportandole nella generazione di valore.
- **Valutazione attraente**, gli attuali prezzi di borsa non esprimono a pieno il valore delle partecipate in portafoglio. L'*equity value* del Gruppo Movinter da solo giustifica la *market cap* attuale, se si considera anche la *stake* in Polieco si **supera 2x** la capitalizzazione di RFLTC.
- **Uso limitato della leva finanziaria da parte delle partecipate**, con una ridotta esposizione al rischio di volatilità dei tassi, quindi risultando maggiormente attraenti in scenari di M&A.
- **Piano di sviluppo 2025-2027 realistico**, prevedendo una raccolta di risorse (€10m/anno) funzionali a nuove acquisizioni/opportunità, risulta in linea con il potenziale espresso storicamente.
- **Struttura dei costi contenuta ed efficientata**, con potenziali economie di scala inesprese, competitiva rispetto a veicoli di investimento comparabili (i.e. Private Equity, SICAF, ELTIF, SGR).
- **Politica di distribuzione dei dividendi (o *dividend kind*)** in fase di definizione già dal 2024.
- **Maggiore probabilità di exits nei prossimi anni**, il *Gross Asset Value* del portafoglio esprime un multiplo medio ponderato sul capitale investito che apre a scenari di realizzo profittevole dell'investimento, con conseguente aumento della remunerazione potenziale per gli azionisti di RFLTC.

**RFLTC - MOIC & IRR Estimated**

Company	Investment Date	Holding Period (Years) to Date	Total Capital Invested	Gross Asset Value	MOIC	IRR
Convergenze S.p.A.	lug-20	4.6	-1.1	1.2	1.1x	1.7%
Solid World S.p.A.	dic-21	3.2	-2.2	3.1	1.4x	11.4%
Tesi S.r.l.	ott-21	3.3	-6.2	9.1	1.5x	12.0%
Expo Inox S.p.A.	nov-22	2.3	-6.0	8.0	1.3x	13.6%
PureLabs S.p.A.	nov-23	1.3	-4.0	4.5	1.1x	9.4%
Polieco Group S.p.A.	feb-24	1.0	-18.0	37.1	2.1x	104.6%
Movinter Group S.p.A.	apr-23	1.8	-17.6	33.9	1.9x	42.5%
<b>Total / Mean</b>			<b>-55.2</b>	<b>96.8</b>	<b>1.8x</b>	<b>27.9%</b>

Source: Websim Corporate estimates

Sulla base delle considerazioni precedenti, riteniamo che gli attuali prezzi di mercato riflettano uno sconto eccessivo rispetto al nostro prezzo obiettivo. Sebbene siamo consapevoli dei rischi associati alla bassa liquidità del titolo e all'elevata esposizione del portafoglio a settori fortemente correlati al ciclo economico, riteniamo che il potenziale implicito nel portafoglio giustifichi l'investimento in RFLTC, considerando il *trade-off* rischio-rendimento favorevole. Pertanto, avviamo la copertura con raccomandazione **BUY** e **target price di €2.27 per azione fully diluted**.

## Appendix A) I progetti e le partecipate

### Il progetto Rail - Navy - Aerospace

Il progetto Movinter è nato nell'aprile del 2023 con l'acquisto del 100% delle azioni da parte di RFLTC.

**Movinter** è stata identificata come **società piattaforma** per sviluppare un **progetto di aggregazione** nei mercati **ferroviario, aerospaziale e militare** (aeronautico e navale), con l'obiettivo di creare un **player Tier-1 europeo**, accorciare la catena di fornitura e diventare un punto di contatto unico per i clienti.

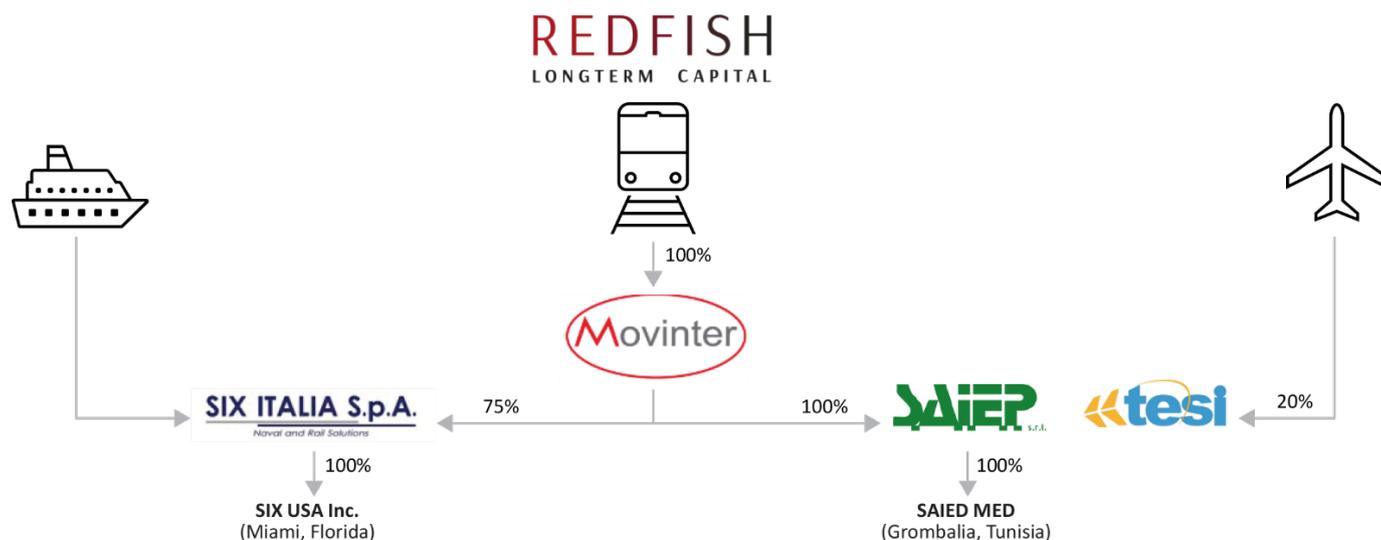
L'aggregazione è finalizzata alla creazione di un **hub** per la lavorazione dei metalli, di materiali compositi, cablaggio ed elettrificazione, per quei settori che richiedono alta specializzazione e certificazione.

Questo progetto è volto ad identificare sinergie di produzione e di prodotto, che permettano al gruppo di offrire un complesso assemblaggio ai suoi clienti e agevolare il trasferimento di *know-how* ingegneristico tra settori ad alta tecnologia, permettendo un'offerta di soluzioni innovative ai clienti con costi competitivi.

In dettaglio le società del progetto di aggregazione:

- **Movinter S.p.A. (2023)**, *holding* del gruppo, è specializzata in carpenteria leggera e tubazioni per il settore ferroviario e navale:
  - **Six Italia S.p.A. (2024)**, partecipata al 75% da Movinter, specializzata nella produzione di prodotti per l'isolamento termoacustico e per la protezione passiva dal fuoco per il settore ferroviario e navale;
  - **SAIEP S.r.l. (2024)**, partecipata al 100% da Movinter, attiva nella progettazione, produzione e installazione di cablaggi di controllo e di potenza, quadri elettrici e banchi di guida per il settore ferroviario, distribuzione di energia e automazione.
- **Tesi S.r.l. (2021)**, partecipata al 20% da RFLTC, è un'azienda attiva nel settore delle costruzioni meccaniche Tier-2 per il settore aerospaziale.

#### RFLTC – Shareholding & Group Structure



Source: Websim Corporate on Company presentation

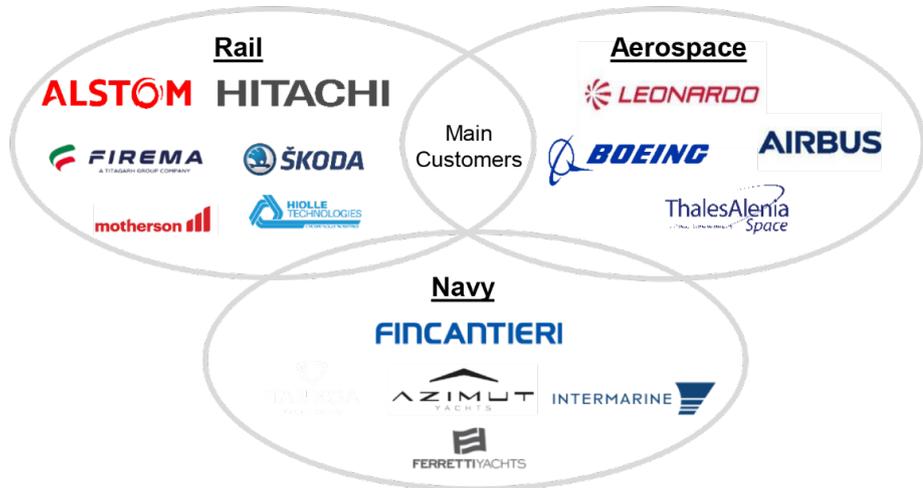
A seguire i principali dati finanziari storici ottenuti consolidando le singole società del progetto (pro-forma, aggregati al 100%):

Movinter Group & Tesi S.r.l. (Rail-Navy-Aerospace Project)			
€ mn	2021	2022	2023
Turnover	52.8	65.8	73.0
Ebitda	8.4	8.6	9.2
<i>Ebitda Margin</i>	<i>15.9%</i>	<i>13.1%</i>	<i>12.6%</i>
NFP	4.5	9.6	10.3

Source: Company presentation & Websim Corporate elaboration

I clienti delle società del progetto sono tra i principali attori globali dei settori di riferimento, permettendo di fatto al Gruppo di presidiare sia il mercato europeo che americano.

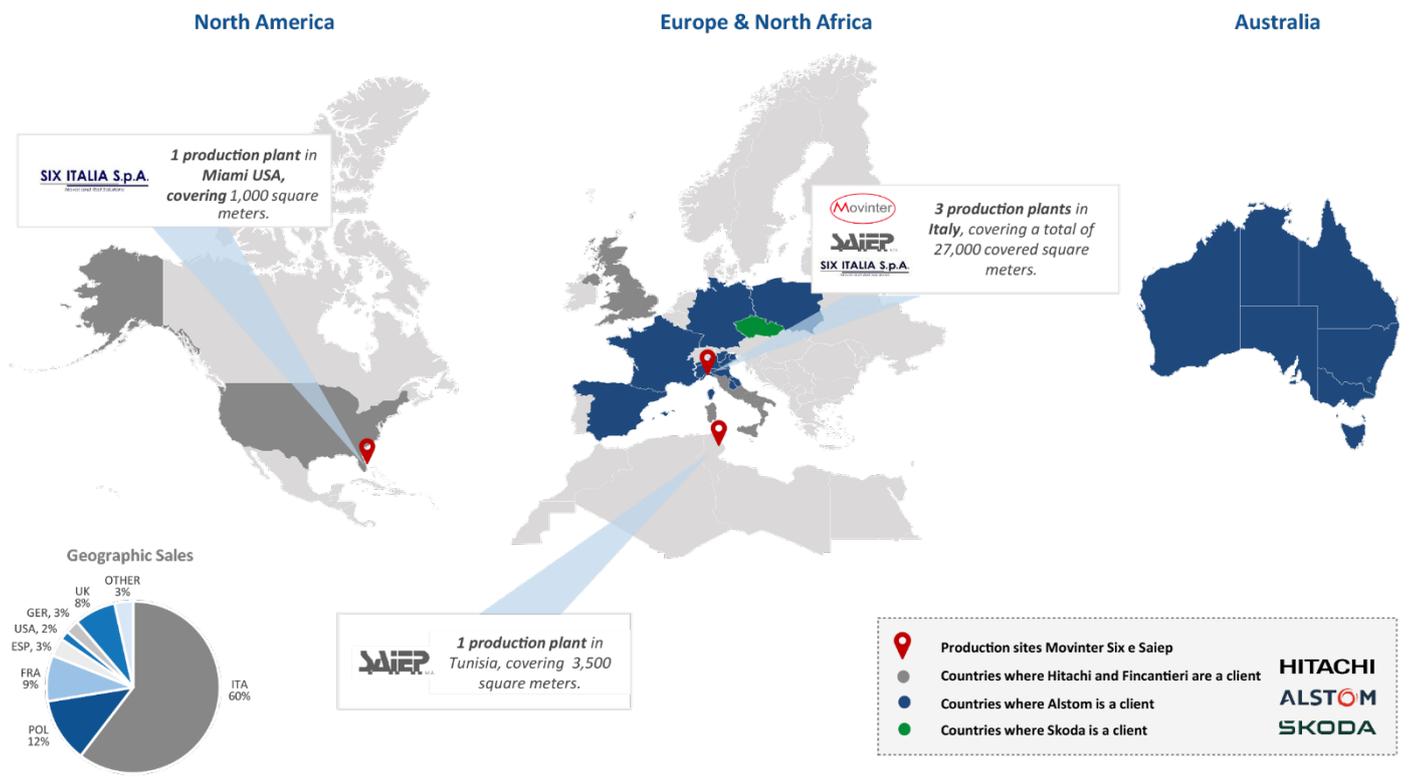
**Main Customers**



Source: Websim Corporate on Company presentation

Gli impianti produttivi del Gruppo Movinter (quindi con Six Italia e SAIEP) sono localizzati tra l'Italia, la Tunisia e gli Stati Uniti.

**Production plants in Italy, Tunisia and USA**



Source: Websim Corporate on Company presentation

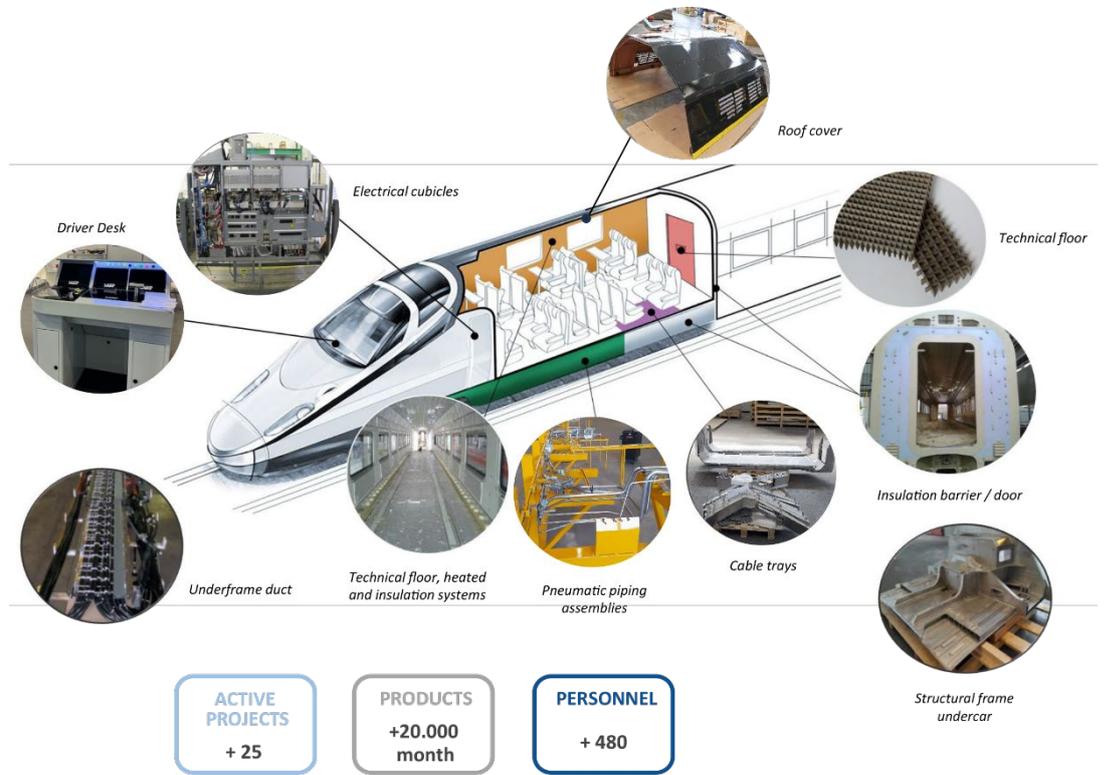
Inoltre, nello stato della Pennsylvania, si valuterà l'affitto di capannoni per avviare un nuovo stabilimento dedicato al *business* ferroviario (circa 2,000 mq). Nello specifico, l'impianto sarà dedicato alla produzione di isolamento e termoacustica, protezione passiva dal fuoco, tubazioni e sistemi pneumatici, carpenteria leggera. La decisione è maturata con l'ingresso di una importante commessa negli Stati Uniti, il cui **inizio di produzione è previsto per il 4Q25** (l'impianto dovrebbe essere finito entro il 3Q25).

**New plant in Pennsylvania (USA)**



Source: Websim Corporate on Company presentation

**Movinter Group - Product Portfolio**



Source: Websim Corporate on Company presentation

Il railway management team è composto da:

**Simone Lo Giudice** - Amministratore Delegato di Movinter e *Investment Manager* di RFLTC

Laureato in Economia e Diritto, commercialista abilitato, con precedente esperienza in operazione di ristrutturazioni societarie, *distressed M&A*, ha seguito diverse operazioni di finanza straordinaria nell'industria aerospaziale e ferroviaria. È in RFLTC dal 2021 come *investment manager*, ed è stato nominato Amministratore Delegato di Movinter nel 2023.

**Fabio Raffaghello** - Fondatore e Amministratore Delegato di Six Italia

Oltre 40 anni di esperienza nel settore chimico ferroviario, prima come direttore tecnico di Davidson, ora come Amministratore Delegato e fondatore di Six Italia. Ha partecipato allo sviluppo dei principali progetti ferroviari italiani degli ultimi decenni, alla fine del 2018 ha costituito una società negli Stati Uniti per fornire supporto e sviluppo a nuovi progetti americani.

**Alberto Santi** - Amministratore Delegato e Direttore Tecnico di SAIEP

Più di 30 anni di esperienza nel settore dell'industria elettromeccanica, da sempre nell'azienda SAIEP fondata da suo padre negli anni Settanta. Negli ultimi 10 anni ha fondato SAIEPMed, un'azienda localizzata in Tunisia, con più di 100 dipendenti, che ha partecipato ai più importanti progetti ferroviari italiani.



## Il Gruppo Movinter

Movinter S.p.A.

**Capitale investito €11.5mn (di cui €8.5mn al closing, €2.5mn come *earn-out* e €0.5mn di ri-acquisto quote) stake iniziale 96%, acquisto 4% Rail Fish *minority*, stake corrente 100%**

Con sede a Genova e sede Operativa a Cairo Montenotte (SV), Movinter è una società attiva nella fornitura di componenti e assiemi per l'industria ferroviaria, in particolare carpenteria leggera (come *boogie frames*, *cowcatchers*, *white water tanks*, *driver desks*) e *piping* (curvatura e pre-assemblaggio di tubazioni e carpenteria).

Movinter si qualifica come **partner Tier-1** nella gestione di commesse complesse, principalmente per operatori **Europei nel settore Ferroviario Alta Velocità**.

Nell'aprile 2023, Movinter è stata acquisita da RFLTC per **€8.5mn**, con la previsione di un pagamento per ulteriori **€3.0mn** dilazionati (€1.5mn corrisposti entro marzo 2023 e €1.5mn entro settembre 2024). Gli *earn-out* effettivamente corrisposti sono stati pari a €1.5mn nel 2023 e €1.0mn nel 2024.

La società impiega, direttamente ed indirettamente, più di 110 persone. L'area produttiva è di circa 35,000 mq divisa in **2 divisioni operative**:

- **Carpenteria** - Il portafoglio prodotti del reparto carpenteria spazia da semplici staffe di interfaccia, alla produzione in serie di prodotti strutturali, fornendo anche l'integrazione aggiuntiva di apparecchiature ausiliarie come strumentazioni elettriche. I prodotti della divisione sono realizzati principalmente con i seguenti materiali: acciaio inox, acciaio al carbonio, alluminio e magnesio.

### Movinter's Carpentry Products



Source: Websim Corporate on Company presentation

- **Coperture e tubazioni** - Il portafoglio prodotti del reparto spazia da semplici tubi tagliati e piegati, a set di prodotti saldati o preassemblati. I prodotti sono realizzati principalmente con i seguenti materiali: acciaio al carbonio, acciaio inossidabile e speciale, alluminio, rame e le rispettive leghe.

**Movinter's Roofs & Piping Products**



Source: Websim Corporate on Company presentation

A maggio 2024 è stato emesso un **prestito obbligazionario da €5.0mn con scadenza al 23 maggio 2031** (sottoscritto dall'SPV Redfish Basket Bond S.r.l.), assistito da un pegno sulla totalità delle azioni di Movinter di titolarità di Rail Fish S.r.l. (controllata per il 100% da parte di RFLTC), ad un tasso di interesse variabile pari all'Euribor 6 mesi più *spread* del 4.50%, **per supportare il piano di sviluppo della Società.**

**RFLTC – Shareholding & Group Structure**



Source: Websim Corporate on Company presentation

Di seguito i principali dati finanziari storici di Movinter (*stand-alone*):

<b>Movinter S.p.A.</b>				
<b>€ mn</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Turnover	16.4	16.6	22.5	26.2
Ebitda	1.4	2.3	3.0	3.0
<i>Ebitda Margin</i>	<i>8.5%</i>	<i>13.9%</i>	<i>13.3%</i>	<i>11.5%</i>
NFP	5.2	3.5	3.8	3.4

Source: Company presentation

Six Italia S.p.A.

**Add-on Movinter - Capitale investito €1.8mn, stake 75%**

Six Italia è riconosciuta come uno dei principali attori nazionali nei mercati della protezione antincendio e dell'insonorizzazione, partecipando ai principali progetti ferroviari e navali degli ultimi 15 anni. Con sede a Genova, i suoi impianti produttivi sono localizzati a Silvano d'Orba (AL) e a Miami (Florida), impiegando oltre 100 lavoratori.

Il portafoglio prodotti copre **2 principali settori**:

- **Ferroviario** - produzione di assemblaggi per la protezione antincendio strutturale e compartimentale di convogli ferroviari leggeri, in lega leggera e acciaio.
- **Navale** - fornitore di sistemi per la protezione antincendio, isolamento termo-acustico, pavimentazioni e lavori speciali in vetroresina per MMI (*man-machine Interface*).

**Six Italia's Portfolio Products**



Source: Websim Corporate on Company presentation

A fine 2023, Movinter ha acquisito il **75%** di Six Italia, il **restante 25%** del capitale sociale è detenuto da **Fabio Raffaghello** e **Fortunato Guida**, i due fondatori che si prevede manterranno la loro *leadership* strategica e operativa all'interno dell'azienda, supportati dalla gestione di Movinter.

**RFLTC – Shareholding & Group Structure**



Source: Websim Corporate on Company presentation

A seguire i principali dati finanziari storici:

Six Italia S.p.A.				
€ mn	2020	2021	2022	2023
Turnover	10.8	14.7	16.5	15.9
Ebitda	0.4	1.1	1.3	1.0
<i>Ebitda Margin</i>	<i>3.7%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.9%</i>	<i>6.3%</i>
NFP	3.7	4.0	4.5	3.8

Source: Company presentation



### SAIEP S.r.l.

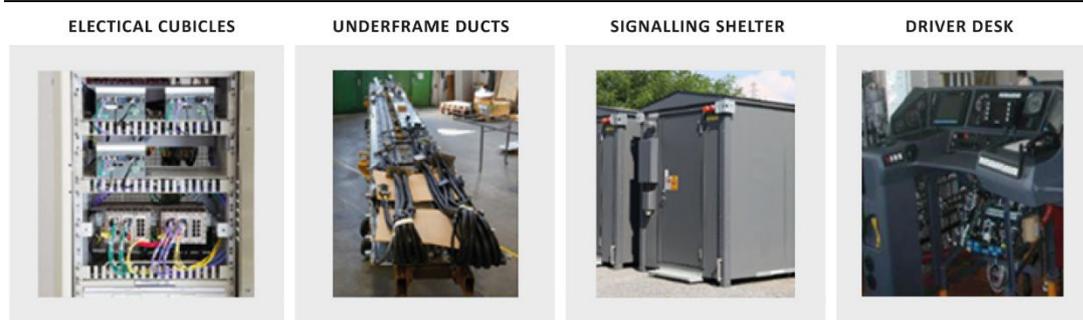
#### **Add-on Movinter - Capitale investito €4.4mn, stake 100%**

Fondata nel 1976, SAIEP S.r.l. è un'azienda situata a Cairo Montenotte (SV), attiva nella progettazione, fabbricazione e installazione di cablaggi di controllo e di potenza, quadri elettrici per il settore ferroviario, distribuzione di energia e automazione. SAIEP impiega oltre 180 lavoratori.

Nello specifico SAIEP realizza i seguenti prodotti:

- I. Cabine elettriche di compartimento;
- II. Scatole elettriche sotto il pavimento;
- III. Cabine elettriche di cabina;
- IV. Vaschetta portacavi pre-cablata;
- V. Scrivanie di guida complete;
- VI. Pensilina elettrica di segnalazione.

#### SAIEP's Portfolio Products



Source: Websim Corporate on Company presentation

La società detiene una partecipazione del 100% in **SAIEP Med SARL**, società localizzata in **Tunisia**, dedicata alla produzione di cablaggi e sub-cablaggi, completamente integrata nei processi produttivi di SAIEP che beneficia dei minori costi della manodopera.

#### RFLTC – Shareholding & Group Structure



Source: Websim Corporate on Company presentation

Di seguito i principali dati finanziari storici di SAIEP:

SAIEP S.r.l.				
€ mn	2020	2021	2022	2023
Turnover	12.5	9.5	13.4	15.4
Ebitda	0.5	0.2	0.2	0.9
<i>Ebitda Margin</i>	<i>3.6%</i>	<i>2.1%</i>	<i>1.5%</i>	<i>5.8%</i>
NFP	(2.0)	(0.8)	0.0	(0.2)

Source: Company presentation

## Mercato e posizionamento

Secondo una ricerca della commissione TRAN<sup>8</sup> del Parlamento Europeo, fino al 2030 il **mercato mondiale del materiale rotabile** sarà interessato da una notevole crescita grazie a vari fattori, tra cui l'urbanizzazione, l'espansione delle reti ferroviarie, i progressi tecnologici e il maggiore interesse per i trasporti sostenibili. Le stime suggeriscono un **CAGR tra il 4% e il 6% per il periodo 2023-2030**.

Si prevede che i tassi di crescita più elevati saranno registrati nei mercati di piccole dimensioni delle regioni America latina e Africa/Medio Oriente. **L'espansione riguarderà anche i più maturi mercati delle regioni Europa, Asia-Pacifico e America del Nord**, che contribuiranno alla quota maggiore della crescita nel suo complesso. Secondo le stime, i **tassi di crescita annui per le regioni con mercati maturi si aggireranno intorno al 2% e al 3%**. Stando alle proiezioni della Commissione europea, il parco materiale rotabile operativo nell'UE crescerà del 2.1 % tra il 2020 e il 2030.

In **Italia**, nel 2022, il **trasporto passeggeri e merci** su rotaie si è attestato, rispettivamente, a circa il **4% e 8%** del totale (fonte: Confcommercio, Eurostat, Istat). Sebbene il nostro paese risulti allineato come tendenza a quello europeo per quanto riguarda il trasporto di persone (7% in Europa), il trasporto merci risulta invece ancora ben al di sotto della media europea che si attesta al 18% del totale. Si evidenzia che il trasporto di persone in Italia ha risentito positivamente dell'espansione della rete ad alta velocità e dell'ammodernamento del parco rotabile, risultando di fatto in una leggera crescita nel periodo 2015-2023, passando dal 6% all'8% del totale (Fonte: Istat, Annuario Statistico Italiano 2023).

Secondo ANIE ASSIFER<sup>9</sup>, nel 2022, l'industria italiana fornitrice di tecnologie e impiantistica per i trasporti ferroviari ed elettrificati ha registrato un fatturato aggregato di €5.3bn, in crescita del 18.6% YoY, con un incremento più sostenuto sul mercato interno (+19.1% YoY) rispetto all'estero (+13.2% YoY), con il 21% dei volumi destinato all'*export*.

In Italia, i fondi del **PNRR** destinati al parco di veicoli ferroviari ammontano a circa **€2.7bn**. Queste risorse sono state stanziare per il rinnovo e l'ammodernamento del parco dei treni, con l'intento di potenziare il trasporto ferroviario passeggeri e merci in Italia, rendendolo più sostenibile ed efficiente.

Il **mercato ferroviario italiano** è caratterizzato da un elevato livello di frammentazione ed è composto principalmente da piccoli operatori.

Per gli ordini più importanti, gli OEM del settore ferroviario sono propensi ad affidarsi a fornitori più strutturati che offrono anche supporto ingegneristico e di sviluppo/produzione del prodotto.

In questo mercato altamente frammentato, Movinter è ben posizionata per integrare ulteriormente la sua offerta attraverso M&A o *partnership*, rafforzando così il suo posizionamento di **partner Tier-1**.

### Le Stime 2024-27E del Gruppo Movinter

Le nostre stime di fatturato del **Gruppo Movinter** assumono un **CAGR del 7.9% nel periodo 2024-27E**. Proiettiamo un **Book-to Bill** intorno ad **1.0x** in arco piano e ricavi di vendita che passano da €62mn (proforma) a fine 2024 a poco oltre €78mn al termine del quadriennio. Nello specifico, nel periodo, assumiamo per Movinter *stand-alone* un CAGR del 4.8%, per Six Italia del 14.9% e del 5.3% per SAIEP, con un peso specifico di Six Italia e SAIEP sul totale dei ricavi generati sostanzialmente stabile.

Il **Gross Margin** del Gruppo dovrebbe mantenersi intorno alla soglia del 50% mediamente.

Nelle nostre proiezioni, assumiamo una struttura dei costi operativi stabile nel periodo, ovvero intorno al 93% del Valore della Produzione (rispetto al 95% del 1H24). In particolare, proiettiamo il costo delle materie prime poco sopra il 50% del fatturato e i servizi al 18% (al 1H24 il peso è stato del 58% per la prima voce mentre sono risultati allineati alla nostra ipotesi le spese per servizi). Per quanto riguarda il costo del personale, dovrebbe risultare sostanzialmente costante come peso relativo, ovvero tra il 20-22%, rispetto al 26% del 1H24.

L'**EBITDA margin** del Gruppo è atteso in crescita dal **7.0% nel 2024** fino a **8.5% nel 2027**, con un EBITDA atteso a fine periodo di €6.6mn. Il **CAGR 24-2027E** dell'**EBITDA** è atteso a circa il **15%**.

L'**EBIT** dovrebbe raggiungere i **€4.1mn nel 2027**, con il **margin** che cresce progressivamente dal 2.2% del 2024 al **5.3% al 2027**. Assumiamo ammortamenti tendenzialmente tra €3.0-2.5mn nei quattro anni.

Gli oneri finanziari netti dovrebbero decrescere progressivamente da €1.8mn nel 2024 (€1.5mn gli interessi passivi e €0.3mn da imputare ad aggiustamento di valore di un investimento) a €1.0mn al 2027, assumendo un miglioramento progressivo della posizione finanziaria netta ed un costo del debito decrescente, in assenza di operazioni straordinarie e distribuzione di dividendi.

<sup>8</sup> La Commissione per i Trasporti e il Turismo (TRAN) è una delle commissioni permanenti del Parlamento Europeo e si occupa di questioni relative ai trasporti e al turismo all'interno dell'Unione Europea.

<sup>9</sup> Associazione delle Industrie Ferroviarie

L'EBT dovrebbe risultare negativo nel 2024 per €0.4mn, per poi continuare a crescere fino a €3.1mn nel 2027.

Il *tax-rate* è atteso intorno al 30% medio nel periodo, con un **risultato netto del Gruppo negativo per €0.3mn nel 2024, atteso poi positivo per €0.6mn nel 2025, €1.9mn nel 2026 e €2.2mn nel 2027**. Il margine sui ricavi di vendita **passa dall'1% nel 2025 al 2.9% a fine 2027**.

Per quanto riguarda l'**Operating Working Capital**, assumiamo DIO a 110 giorni, DSO 100 e DPO 100, arrivando ad un peso del circolante operativo sulle vendite intorno al 28% e un *cash conversion cycle* di 110 giorni.

Ci aspettiamo che nel periodo stimato il **Net Working Capital** si assesti intorno ad un peso medio sul fatturato del 20% e che tra il 2025-2027 il maggior assorbimento di circolante netto sia sotto i €4.5mn.

I capitale investito medio è previsto sostanzialmente stabile, con un miglioramento atteso della redditività operativa, consentendo al Gruppo Movinter di registrare nei prossimi anni un **RoACE crescente, che dovrebbe raggiungere il 14% nel 2027**.

Su queste ipotesi, l'*Operating Cash Flow* dovrebbe attestarsi tra €3.1-3.6mn nel 2024 e 2025, per poi migliorare progressivamente e raggiungere i €4.9mn nel 2026 e €5.5mn nel 2027.

I Capex cumulati nel periodo 2024-2027 dovrebbero essere pari a €7.4mn (proiettiamo €1.4mn nel 2024 e €2mn per anno nel periodo 2025-2027), con un peso medio sui ricavi intorno al 2.6%. Il *Free Cash Flow* cumulato del periodo 2024-2027 dovrebbe di conseguenza aggirarsi intorno a €9.7mn, coprendo intorno al 55% dell'indebitamento netto al 1H24 (stimato a €17.5mn).

Nel 2024 ci aspettiamo che con €1.6mn di *Free Cash Flow*, l'**indebitamento finanziario netto** scenda a **€15.7mn**, pari ad un rapporto **Net Debt/EBITDA di 3.6x**. Negli anni successivi la Posizione Finanziaria Netta dovrebbe continuare a migliorare, fino a raggiungere un debito netto di €7.6mn nel 2027, con una *ratio* Net Debt/EBITDA di 1.1x.

**Movinter Group - Income Statement 2024E / 2027E**

(€ Mn)	2024E-PF	2025E	2026E	2027E
Revenue	62.2	66.2	75.0	78.1
<b>Value of Production</b>	<b>65.4</b>	<b>67.8</b>	<b>78.1</b>	<b>79.5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4.4</b>	<b>5.0</b>	<b>6.2</b>	<b>6.6</b>
<i>% of revenue</i>	7.0%	7.6%	8.3%	8.5%
D&A and Provisions	(3.0)	(2.8)	(2.5)	(2.5)
<b>EBIT</b>	<b>1.4</b>	<b>2.2</b>	<b>3.7</b>	<b>4.1</b>
<i>% of revenue</i>	2.2%	3.4%	5.0%	5.3%
Net Financial Income (Charges)	(1.8)	(1.3)	(1.0)	(1.0)
<b>EBT</b>	<b>(0.4)</b>	<b>0.9</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>
Taxes	0.0	(0.3)	(0.8)	(0.9)
<b>Group Net Result</b>	<b>(0.3)</b>	<b>0.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>
Minority Interests	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>Shareholders' Net Result</b>	<b>(0.3)</b>	<b>0.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>

Source: Websim Corporate estimates & Company data

**Movinter Group - Balance Sheet 2024E / 2027E**

(€ Mn)	2024E-PF	2025E	2026E	2027E
Tangible Assets	6.5	6.0	5.5	5.3
Intangible Assets	10.0	8.6	7.5	6.1
Financial Assets	6.3	6.3	6.3	6.3
<b>Fixed Assets</b>	<b>22.8</b>	<b>20.9</b>	<b>19.3</b>	<b>17.6</b>
Inventory	18.8	19.9	22.6	23.5
Trade Receivables	14.0	14.9	16.8	17.5
Trade Payables	(15.7)	(16.1)	(18.8)	(18.9)
<b>Operating Working Capital</b>	<b>17.0</b>	<b>18.7</b>	<b>20.6</b>	<b>22.2</b>
Other Current Assets	1.5	1.6	1.8	1.9
Other Current Liabilities	(6.0)	(6.3)	(7.2)	(7.5)
Tax Receivables and Payables	0.2	0.2	0.2	0.2
Net Accruals and Deferrals	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
<b>Net Working Capital</b>	<b>12.0</b>	<b>13.7</b>	<b>15.1</b>	<b>16.4</b>
Provisions for Risks and Charges	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Leaving Indemnity	(4.3)	(4.5)	(4.7)	(4.9)
<b>Capital Employed</b>	<b>30.4</b>	<b>29.9</b>	<b>29.5</b>	<b>28.9</b>
Financial Debts	(15.2)	(14.7)	(14.2)	(13.7)
Bonds	(5.0)	(4.6)	(3.8)	(2.9)
Other Financial Securities	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash & Near Cash	4.5	5.2	6.8	9.0
<b>Net Financial Position (Debt) / Cash</b>	<b>(15.7)</b>	<b>(14.1)</b>	<b>(11.2)</b>	<b>(7.6)</b>
<b>Net Equity</b>	<b>14.7</b>	<b>15.8</b>	<b>18.3</b>	<b>21.3</b>
<b>Total Sources</b>	<b>30.4</b>	<b>29.9</b>	<b>29.5</b>	<b>28.9</b>

Source: Websim Corporate estimates & Company data

**Movinter Group - Cash Flow Statement 2024E / 2027E**

(€ Mn)	2024E-PF	2025E	2026E	2027E
<b>Group Net Result</b>	<b>(0.3)</b>	<b>0.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>
Taxes	(0.0)	0.3	0.8	0.9
Financial Charges (Income)	1.8	1.3	1.0	1.0
Depreciations and Amortizations	3.0	2.8	2.5	2.5
Change in Net Working Capital	(2.5)	(1.6)	(1.4)	(1.3)
Provisions and Other Adjustments	1.2	0.2	0.1	0.2
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>3.1</b>	<b>3.6</b>	<b>4.9</b>	<b>5.5</b>
CapEx	(1.4)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
Divestments (Acquisitions)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0
Own Shares Buyback	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital Increase	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non-Operating Items	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash Flow</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>
NFP @ Beginning of the Period	(17.3)	(15.7)	(14.1)	(11.2)
Cash Flow of the Period	1.6	1.6	2.9	3.5
<b>NFP @ End of the Period</b>	<b>(15.7)</b>	<b>(14.1)</b>	<b>(11.2)</b>	<b>(7.6)</b>

Source: Websim Corporate estimates & Company data

## Le non quotate in mercati di nicchia

Tesi S.r.l.

### Capitale investito €5.0mn, stake 20%

Tesi S.r.l. è un'azienda localizzata in provincia di Salerno, attiva da oltre 45 anni nel settore delle costruzioni meccaniche **Tier-2** per il settore aerospaziale, più di 140 dipendenti e oltre 15,000 mq di impianti produttivi. Titolare di **certificazioni POA (Production Organisation Approval)** e **DOA (Design Organisation Approval)**, possiede un comparto di *engineering* molto all'avanguardia.

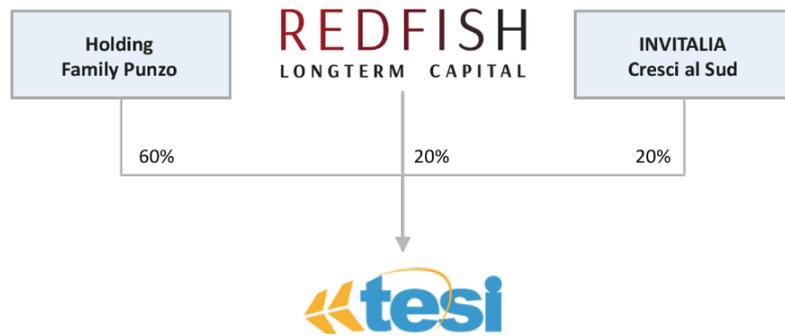
L'attività operativa di Tesi è organizzata in tre *business unit*: **Civil, Space e Defence**.

Il portafoglio prodotti comprende componenti e assiemi aeronautici complessi per trattamenti termici, saldatura e processi superficiali, muniti inoltre delle tecnologie necessarie per la rimozione dei trucioli e la formatura della lamiera.

Tesi persegue una strategia di crescita anche non organica, resa possibile da una buona generazione di cassa e da una tendenza al consolidamento attualmente in atto nel mercato di riferimento.

In ottobre 2021, RFLTC ha co-investito insieme ad Invitalia Fondo Cresci al Sud in **Tesi**, acquisendo una partecipazione del **20%**, con il diritto di esprimere un membro del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale. Tesi è stata acquisita da RFLTC per €5.0mn (senza *transaction costs*), con *earn-out* effettivamente corrisposti nel 2021-2022-2023 per complessivi €1.2mn.

#### RFLTC – Shareholding & Group Structure



Source: Websim Corporate on Company presentation

Di seguito i principali dati finanziari storici di Tesi:

Tesi S.r.l.				
€ mn	2020	2021	2022	2023
Turnover	18.9	14.7	16.0	20.6
Ebitda	4.70	4	4.8	5.4
<i>Ebitda Margin</i>	<i>24.9%</i>	<i>27.2%</i>	<i>30.0%</i>	<i>26.2%</i>
NFP	(4.3)	(2.2)	2.1	5.6

Source: Company presentation



#### Polieco Group S.p.A.

##### Capitale investito €18.0mn, stake 15% (attraverso 50.03% RFLTC Polieco S.p.A.)

**Industrie Polieco - M.P.B. S.p.A.** è la capogruppo di Polieco Group S.p.A. Fondata nel 1977, è un'azienda a conduzione familiare con sede a Cazzago S. Martino (BS), è *leader* in Italia nella progettazione e produzione di sistemi di **tubazioni in polietilene corrugato a doppia parete ad alta densità** (produzione avviata sin dal 1992), nonché nella produzione di **resine** per il rivestimento dei tubi e per il settore dell'imballaggio.

Nel 1995 ha acquistato le attrezzature e le tecnologie per produrre il **tubo ECOPAL** (tubo corrugato in polietilene per reti fognarie non in pressione) già in uso nei paesi del nord Europa e negli Stati Uniti.

Inoltre, la Società progetta e produce raccordi, pezzi speciali e pozzetti in polietilene, attraverso la tecnica dello stampaggio ad iniezione e rotazionale.

Nel 2012 ha iniziato lo sviluppo di un progetto per la realizzazione del **chiusino stradale KIO** in materiale composito, riscuotendo interesse e successo nel mercato mondiale.

La crescita del *business* ha portato Industrie Polieco - M.P.B., ad espandersi in Europa creando le società **Polieco France SA** (1999), Polieco España (1999 poi chiusa nel 2012), **Polieco Hellas S.A.** e **Polieco Slovakia S.R.O** (2006).

Infine, nel dicembre 2024, Industrie Polieco – M.P.B. annuncia l'acquisizione del 100% del capitale sociale di uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) costituito da **Picenum Plast S.p.A** per il conferimento delle attività legate alla produzione di **tubi lisci in PVC e in PE**.

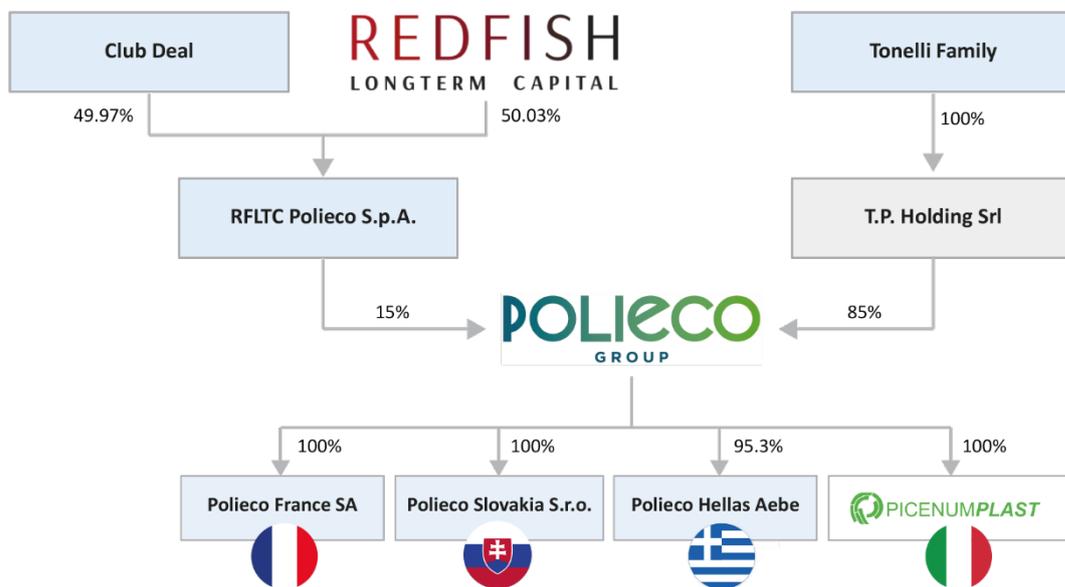
Con riferimento ai risultati del 1H24, la società ha riportato un fatturato consolidato pari ad €103mn, rispetto a €114mn del 1H23, un EBITDA superiore ad €23mn, ed una disponibilità di cassa superiore ad €16mn.

L'attività della società è organizzata in **due** divisioni operative:

- **Sistemi di tubazioni - Business Unit 1** (58% dei ricavi): progettazione e produzione di condotti per impianti elettrici e di telecomunicazione in edifici residenziali, oltre a soluzioni di tubazioni per sistemi fognari (sistemi "Ecopal") e chiusini;
- **Resine - Business Unit 2** (42% dei ricavi): produzione di resine per il rivestimento di tubi per oleodotti e gasdotti e di adesivi utilizzati in vari settori, tra cui il *packaging* alimentare, la cosmetica e la farmaceutica.

Con 6 stabilimenti produttivi (375,000 mq) dislocati in tutta Europa, impiega più di 400 dipendenti.

**RFLTC – Shareholding & Group Structure**



Source: Websim Corporate on Company presentation

A seguire i dati finanziari principali storici del gruppo:

Polieco Group S.p.A.				
€ mn	2020	2021	2022	2023
Turnover	116.0	149.8	194.5	200.0
Ebitda	20.00	18.3	27.9	45.0
<i>Ebitda Margin</i>	<i>17.2%</i>	<i>12.2%</i>	<i>14.3%</i>	<i>22.5%</i>
NFP	21.0	18.4	20.0	0.2

Source: Company presentation



**Expo Inox S.p.A.**

**Capitale investito €6.0mn, stake 20%**

Expo Inox è una *holding* industriale con sede in provincia di Pavia, nasce nel 1993 e opera a livello europeo nel settore delle produzioni di **sistemi fumari metallici** (in acciaio inox, rigidi o flessibili), **in polipropilene** (specifici per generatori a condensazione) **ed in acciaio al carbonio** (verniciati o smaltati). Con più di 260 dipendenti, gli stabilimenti si estendono per più di 40,000 mq.

La Società offre un'ampia gamma di prodotti riguardanti l'evacuazione fumi in diversi materiali, quali acciaio, inox, rame, ferro, alluminio, plastica e prodotti accessori sia per un utilizzo *standard* che per progetti customizzati.

La strategia commerciale si basa su una **logica multi-marchio**, Expo Inox ha una rete di circa 210 agenti ed una fitta rete di magazzini che permettono una flessibile gestione della logistica in uscita.

Il gruppo conta stabilimenti di produzione e centri di distribuzione in Francia, Turchia, Spagna, ed un servizio di vendita avvalorato da una logistica *drop off* di oltre 20,000 mq alle porte di Milano.

In novembre 2022, RFLTC è entrata nel capitale di Expo Inox investendo €6.0mn (20% del capitale) tramite RFLTC Inox, al fine di supportare con l'apporto di risorse, *network* relazionale e *know-how* in ambito finanziario, la crescita e le mire espansionistiche dell'azienda.

A seguito dell'ingresso nel capitale di RFLTC, è stato nominato un CFO di gruppo ed un *Managing Director* per il mercato UK.

Inoltre, nel mese di dicembre 2023 è stata perfezionata l'acquisizione del 95% della società **A1 Flue Systems** (situata a Nottingham - UK), operatore complementare che permette un ingresso strutturato di Expo Inox sul mercato inglese, con circa €10mn di fatturato aggiuntivo. Nel 1H24 è stata integrata la neoacquisita A1 Flue Systems, sono stati fatti investimenti specifici per l'avvio della produzione e commercializzazione di canne fumarie per il mercato residenziale UK (c.d. BU Domestic), oltre ad investimenti per l'acquisto di macchinari per la produzione in loco, formazione del personale e campagne pubblicitarie e *marketing*.

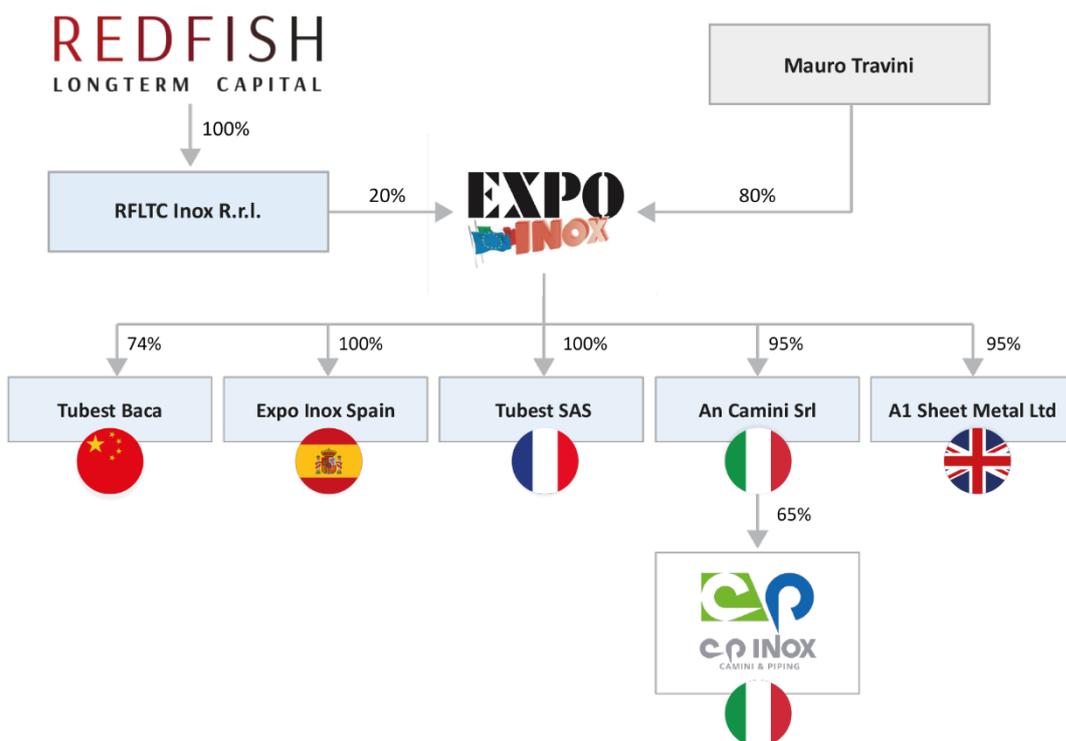
Nel febbraio 2024, la partecipata **An Camini** ha costituito **CP Inox**, di cui oggi detiene il 65% del capitale con l'obiettivo di espandere il portafoglio prodotti e attività del gruppo Expo Inox, realizzando non solo sistemi di evacuazione per il mercato residenziale e con diametri *standard*, ma implementando, tramite progetti chiavi in mano, anche complessi impianti industriali fatti su misura per il committente.

Rileva notare che appare particolarmente interessante quanto stanziato dal PNRR in tema di miglioramento dell'efficienza energetica dei grandi edifici pubblici oltre alla necessaria realizzazione di nuove centrali di cogenerazione, alimentate con combustibili organici non fossili, come biogas, biometano, olio vegetale e biomasse in grado di migliorare la resa energetica del 100% rispetto ai sistemi di vecchia generazione.

Nel 1H24, Expo Inox ha riportato una *top-line* di €25mn (-7% YoY), causato dal rallentamento degli investimenti a livello europeo (il mercato francese e tedesco di riferimento hanno registrato dei cali del 15-20%), in Italia anche marginalmente legati al termine degli incentivi sulle ristrutturazioni.

A maggio 2024 RFLTC Inox S.r.l. ha emesso un prestito obbligazionario da €5mn (sottoscritto dall' SPV Redfish Basket Bond S.r.l.) con scadenza 23 maggio 2030, assistito da un pegno sulla totalità della partecipazione di Expo Inox di titolarità di RFLTC Inox S.r.l. (TV Euribor 6M + *spread* 4.0%), finalizzato alla erogazione a favore della partecipata Expo Inox di un finanziamento *intercompany* per sostenere la crescita del *business*.

**RFLTC – Shareholding & Group Structure**



Source: Websim Corporate on Company presentation

Di seguito i principali dati finanziari storici:

Expo Inox S.p.A.				
€ mn	2020	2021	2022	2023
Turnover	35.4	46.6	66.1	67.0
Ebitda	4.2	6.8	9.3	8.4
<i>Ebitda Margin</i>	<i>11.9%</i>	<i>14.6%</i>	<i>14.1%</i>	<i>12.5%</i>
NFP	20.8	14.1	14.1	14.2

Source: Company presentation



**PureLabs S.p.A.**

**Capitale investito €4.0mn, stake 26%**

Fondata nel dicembre 2022, PureLabs è una *holding* di partecipazioni con sede a Milano.

Il gruppo svolge attività di acquisizione, gestione e integrazione di centri di diagnostica clinica, proponendo una piattaforma articolata in grado di generare economie di scala, sinergie e valore, realizzando ricavi attraverso un meccanismo di cessione dell'investimento a operatori strategici o finanziari.

Il modello di servizio proposto sfrutta le potenzialità dei canali digitali offrendo ai pazienti percorsi personalizzati di prevenzione, benessere e longevità.

Il mercato di riferimento è caratterizzato da un potenziale di sviluppo elevato derivante da una frammentazione spinta a livello nazionale, alimentando di fatto la *pipeline* di aziende *target*.

Il piano di crescita di PureLabs inizia a luglio 2023 con l'acquisto del 75% di **VivoLab Group**, struttura che opera da più di 30 anni nel levante ligure, con 12 centri di cui 2 *hub*, 4 punti prelievo e 6 sedi di diagnostica e poliambulatorio, per un bacino di utenza totale di circa 800mila abitanti e un giro d'affari consolidato pro-forma di oltre di €10mn ed Ebitda di circa €1.5mn.

A dicembre 2023, viene acquisito l'80% di **Lam S.r.l.**, *add-on* del gruppo Biodata.

Nel mese di novembre 2023, RFLTC sottoscrive per €4mn un aumento di capitale di PureLabs, acquisendo una partecipazione di minoranza di circa il **26%**, al fine di supportare il processo di acquisizioni già avviato e la nascita di uno dei principali centri diagnostici polispecialistici operanti in Italia.

Il 31 gennaio 2024, PureLabs perfeziona un aumento di capitale di €15mn, sottoscritto da investitori istituzionali, *family office* e importanti famiglie imprenditoriali italiane.

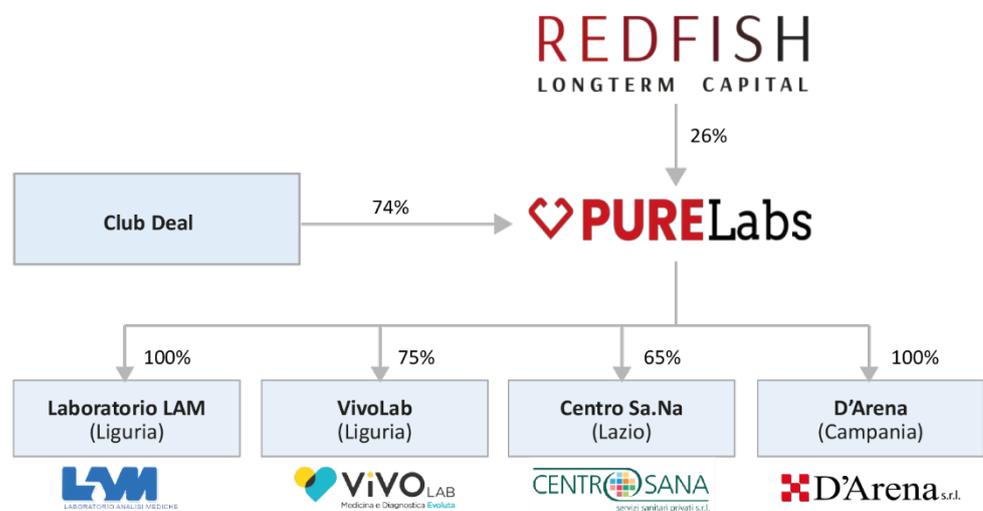
In giugno 2024, si conclude l'acquisto del 65% del **Centro Sa.Na.** (struttura polispecialistica in servizi sanitari e di diagnostica del Lazio, con ricavi 2023 di circa €9mn, ed un *adjusted* Ebitda pari a €1.9mn), il socio venditore ha reinvestito nell'operazione mantenendo una quota del 10%.

Contestualmente a questa operazione, PureLabs ha sottoscritto con Banco Bpm un accordo di finanziamento di tipo *acquisition financing* per un importo complessivo pari a €12.4mn, di cui il 20% a servizio dell'operazione Centro Sa.Na. e il resto a supporto delle altre acquisizioni. Il 10 ottobre 2024 è stata conclusa l'acquisizione del 100% di **D'Arena S.r.l.** e **CDDR S.r.l.**

RFLTC svolge il ruolo di *lead investor* per accelerare il progetto di sviluppo industriale di PureLabs con un fatturato obiettivo a 3 anni di €50mn. L'accordo di *club* è di circa il 68% e la strategia di sviluppo prevede l'acquisizione e il rafforzamento di queste aziende, per farle convergere in un unico gruppo, mantenendo come soci di minoranza gli stessi fondatori dei laboratori, valorizzando le competenze locali e sviluppando servizi sanitari all'avanguardia.

Il 1H24 consolidato (il Centro SA.NA è stato consolidato per il solo mese di giugno) PureLabs S.p.A. ha registrato ricavi per €6.3mn, un Ebitda di €0.3mn ed un risultato di esercizio con una perdita pari ad €0.6mn.

**RFLTC - Shareholding & Group Structure**



Source: Websim Corporate on Company presentation

A seguire i principali dati finanziari storici:

PureLabs S.p.A.		
€ mn	2022	2023
Turnover	9.2	10.0
Ebitda	1.3	1.5
<i>Ebitda Margin</i>	<i>14.1%</i>	<i>15.0%</i>
NFP	3.1	3.5

Source: Company presentation



## Le quotate ad alto potenziale

### Convergenze S.p.A.

#### Capitale investito €1.1mn, stake iniziale 12.5%, incorporazione G&RP (SPV), stake corrente 9.5%

Fondata nel 2005, è una *multiutility* con sede a Capaccio Paestum (SA). Convergenze, attraverso la sua divisione TLC, risponde al problema del **digital divide** portando la connettività a banda larga nelle zone non servite, affermando una forte vocazione territoriale.

L'attività operativa è organizzata in 3 *Business Unit*. Nello specifico, offre servizi internet e voce (BU TLC), dal 2015 eroga energia e gas naturale (BU Energy) e dal 2024 è operativa la nuova BU *Media & Content Delivery Network*. Con più di 85 dipendenti, ha stabilimenti che si estendono per oltre 5,000 mq.

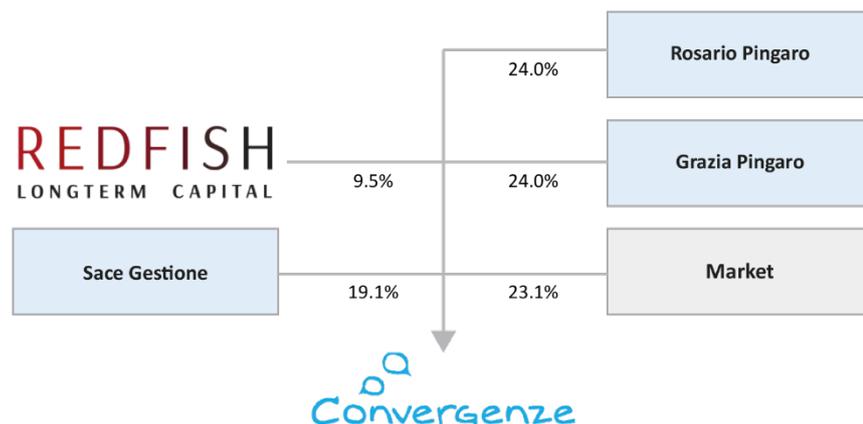
Al 1H24, il peso delle singole BU sul valore della produzione era il seguente: **TLC 47%, Energy 53%**. La nuova divisione **Media & Content Delivery Network** è sostanzialmente in fase di *start-up*.

A fine settembre 2024, la Società ha realizzato una rete di fibra ottica lunga oltre **10,800 km** (FTTH - con autorizzazione ottenuta nel 2014) e possiede **più di 100 ponti radio per la connessione WiFi**.<sup>10</sup>

Il 27 luglio 2020, RFLTC entra nell'azionariato con una partecipazione del 12.5% attraverso il veicolo G&RP Consulting S.r.l.<sup>11</sup>, per un corrispettivo totale di **€1.1mn** (valore di carico per azione €1.49) ad un EV/EBITDA di 5.8x sul FY19, oltre alla prerogativa di nominare un membro del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale. Inoltre, RFLTC presta consulenza su operazioni di finanza straordinaria (contratto di circa €30k/anno), nel giugno 2022 Convergenze acquista il 100% di Positivo S.r.l.

A fine dicembre 2020, Convergenze si quota sul mercato EGM (*Euronext Growth Milan*) con una capitalizzazione di mercato di €12mn (escluse le PAS<sup>12</sup>) e una raccolta di ca. €3mn. RFLTC è stata soggetta a *lock-up* fino alla fine del 2023.

#### RFLTC – Shareholding & Group Structure



Source: Websim Corporate on Company presentation

<sup>10</sup> Il 31 gennaio 2025 Convergenze ha comunicato i dati gestionali al FY24: ricavi totali €26.3mn, +12.7% YoY (di cui BU TLC €11.4mn, +1.5% YoY; BU Energia €14.9mn, +23% YoY), >11,100 km la rete di fibra ottica.

<sup>11</sup> Il 20 giugno 2024 il CdA di RFLTC ha approvato il progetto di fusione per incorporazione di G&RP Consulting S.r.l.

<sup>12</sup> *Price Adjustment Shares (PAS)*, sono azioni emesse in una transazione, il cui valore o quantità finale è subordinato al verificarsi di determinati eventi o al raggiungimento di specifici obiettivi.

Di seguito i principali dati finanziari storici di Convergenze, aggiornati al 1H24:

Convergenze S.p.A.						
€ mn	2020	2021	2022	2023	1H23	1H24
Turnover	16.4	18.9	28.3	22.6	10.5	12.1
Ebitda	2.3	1.8	1.5	3.2	1.3	2.3
<i>Ebitda Margin</i>	<i>14.0%</i>	<i>9.5%</i>	<i>5.3%</i>	<i>14.2%</i>	<i>12.4%</i>	<i>19.0%</i>
NFP	0.1	2.3	6.1	5.6	6.5	4.8

Source: Company presentation & FactSet



### Solid World Group S.p.A.

**Capitale investito iniziale €1.0mn, stake iniziale 6.13%, esercizio warrant 2022-2025, capitale investito arriva a €2.2mn, stake corrente 8.2%**

Solid World è un gruppo di 10 società operanti nel settore delle **tecnologie 3D** lungo l'intero processo digitale, aiutando a progettare e fabbricare prodotti in modo più efficiente in ottica **industry 4.0**. È il principale **3D digital system integrator** italiano, fornendo un portafoglio integrato di *software, hardware e services*. Con più di 190 dipendenti, ha stabilimenti che si estendono per oltre 20,000 mq.

L'offerta di Solid World è indirizzata a diversi settori industriali, tra cui *automotive, aerospace, meccanica, mecatronica, home design, moda* etc. Grazie alla nuova divisione biomedicale (**BIO3DMODEL**), la società attualmente serve anche cliniche, centri ospedalieri e case di cura.

L'attività operativa di Solid World è organizzata in 3 *Business Unit*. Al 1H24, il peso dei segmenti di *business* sul valore della produzione era il seguente: **Software 73%, Hardware 25%, Manufacturing 2%**.

Il 27 dicembre 2021, RFLTC ha investito €1.0mn, in qualità di *lead investor*, sottoscrivendo un POC di Solid World, ottenendo il diritto di nominare un membro del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale.

In luglio 2022, Solid World è stata ammessa alle negoziazioni sull'*Euronext Growth Milan* con un prezzo di €2.0 per azione.

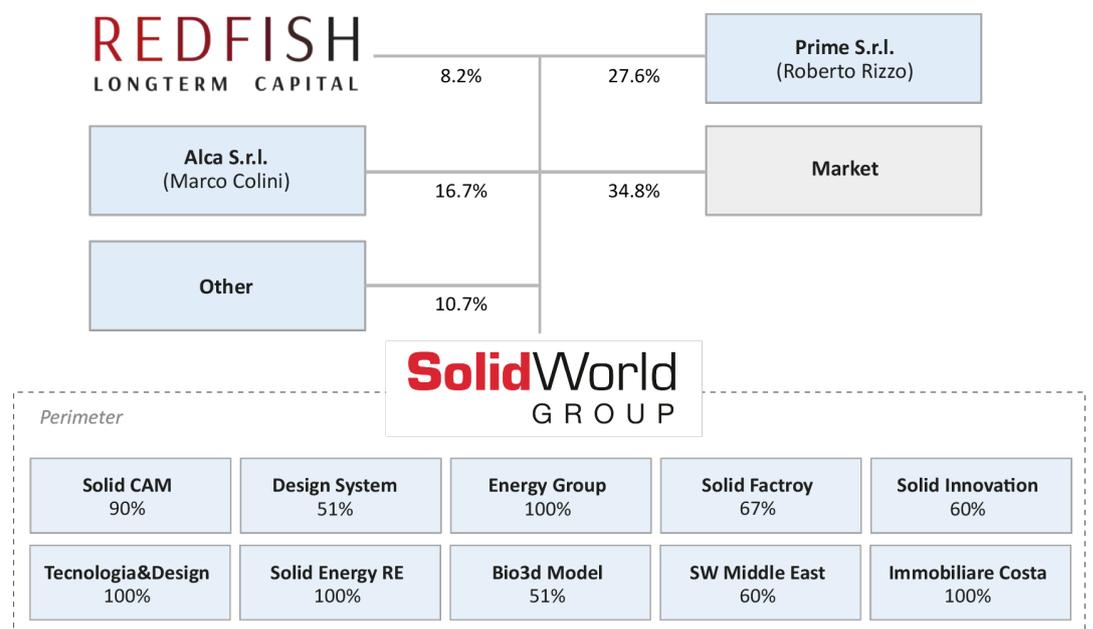
A seguito dell'IPO e della conversione dell'obbligazione convertibile, RFLTC arriva a detenere una partecipazione del 6.13%.

Nel luglio 2023, RFLTC converte n. 1,044,697 "Warrant Solid World 2022-2025" (rapporto di conversione di 2:1, *strike* €2.2) ricevuti in assegnazione gratuita in fase di IPO in seguito all'approvazione del bilancio FY22 (su complessivi 1,428,000 *warrant*, 383,303 sono state precedentemente venduta).

A seguito della conversione dei *warrant*, RFLTC detiene n. 1,236,348 azioni ordinarie di Solid World Group S.p.A.

RFLTC detiene una partecipazione pari all'8.2% del capitale sociale della società. **RFLTC ad oggi ha in carico Solid World a €1.614 per azione (valore che include l'esercizio del warrant).**

### RFLTC – Shareholding & Group Structure



Source: Websim Corporate on Company presentation

A seguire lo storico dei principali dati finanziari aggiornati al 1H24:

Solid World Group S.p.A.						
€ mn	2020	2021	2022	2023	1H23	1H24
Turnover	48.6	55.1	57.7	66.6	35.2	40.1
Ebitda	2.5	3.8	4.0	3.4	2.8	6.2
<i>Ebitda Margin</i>	<i>5.1%</i>	<i>6.9%</i>	<i>6.9%</i>	<i>5.1%</i>	<i>8.0%</i>	<i>15.5%</i>
NFP	11.4	15.3	12.3	15.4	12.8	15.9

Source: Company presentation & FactSet

## Le operazioni di successo

### MaticMind S.p.A.

#### Capitale investito €5.1mn, stake 4.2%, exit €12.0mn, IRR +54%

Fondata nel 2006, MaticMind è una società tecnologica tra i principali *Value Adding Reseller* (VAR) italiani, fornendo servizi in ambito *networking*, *cybersecurity*, *cloud* e *data center*. Nasce come *spin-off* dell'attività italiana di Ascom AG, società attiva nella consulenza ICT per il lavoro a distanza, impiega oltre 700 persone e collabora con più di 150 *partner*.

RFLTC ha sostenuto MaticMind nella sua strategia di crescita per linee esterne, consentendo all'azienda di raddoppiare la propria linea di *business* e di migliorare la propria marginalità in due anni. Nel 2H21, MaticMind ha acquisito Megamind (ex New Charger), mentre nel 1Q22 ha concluso due operazioni di M&A, acquisendo SIND e ITI Sistemi.

Nel 2021, MaticMind ha riportato €349mn di Valore della Produzione con un margine EBITDA del 10.9%.

RFLTC ha co-investito (con il Fondo Italiano d'Investimento in qualità di *anchor investor*) nell'ottobre 2020 €5.1mn (inclusi i costi di transazione), acquisendo una **stake del 4.2%** ad un multiplo di ingresso pari a **3.4x** l'Ebitda FY20.

Nell'ottobre 2022, la quota del 100% di MaticMind è stata venduta per circa €320mn al **fondo di private equity CVC Capital Partner e Cdp Equity**. Sia RFLTC che il Fondo Italiano di Investimento hanno beneficiato della clausola *Tag Along*.

L'*exit* è avvenuto nell'ottobre 2022 realizzando un **IRR (Internal Rate of Return) del 54%**, ovvero **2.4x** il capitale investito. A fine 2023, il valore della Valore della Produzione di MaticMind è stato di €448.5mn, l'Ebitda pari a €51.3mn, con un debito netto di €166mn.

### Pistacchio S.p.A. (Marullo S.p.A. brand)

#### Capitale investito €1.0mn, stake 20%, exit €1.1m, IRR +12%

Pistacchio S.p.A. è una società attiva nell'industria *food & beverage*, specializzata nella lavorazione di prodotti a base di pistacchio, nocciole e altra frutta secca. Produce sia semilavorati che prodotti finiti per l'industria del gelato e per la GDO (Grande Distribuzione Organizzata), opera in un segmento altamente ciclico.

Nel febbraio 2022, RFLTC ha acquistato per €1mn una **partecipazione del 20%** in Pistacchio S.p.a, con un multiplo di ingresso sull'Ebitda di 5.3x. La società era in fase di *turnaround*, quindi con un profilo di rischio non in linea con i *target* di investimento di RFLTC.

Nell'ottobre 2022, la **partecipazione è stata venduta a KayakFO per €1.1mn**, realizzando un **IRR del +12%**, ovvero **1.1x** il capitale investito, più i ricavi derivanti da servizi di consulenza prestati (€24k).

A fine 2023, il Valore delle Produzione della società è stato di €25.1mn, l'Ebitda pari a €2.8mn ed un debito netto di €12.8mn.

## Appendix B) Le società comparabili delle non quotate e multipli di mercato

Expo Inox S.p.A.							
Company	Country	Mkt. Cap. (€ mn)	EV/EBITDA				EV/EBITDA
			FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	Hist. Roll. 3Y
Poujoulat SA	FRANCE	80	5.3x	6.5x	4.8x	4.2x	6.2x
<b>Mean</b>			<b>5.3x</b>	<b>6.5x</b>	<b>4.8x</b>	<b>4.2x</b>	<b>6.2x</b>
<b>Median</b>			<b>5.3x</b>	<b>6.5x</b>	<b>4.8x</b>	<b>4.2x</b>	<b>6.2x</b>

Movinter Group S.p.A.							
Company	Country	Mkt. Cap. (€ mn)	EV/EBITDA				EV/EBITDA
			FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	Hist. Roll. 3Y
Alstom SA	FRANCE	9,036	8.5x	6.0x	4.8x	4.1x	15.7x
OMER S.p.A.	ITALY	110	6.8x	5.7x	4.7x	3.7x	n.m.
Trinity Industries, Inc.	UNITED STATES	3,026	14.6x	10.9x	11.0x	10.0x	15.1x
Stadler Rail AG	SWITZERLAND	2,132	7.4x	11.8x	9.0x	6.4x	18.5x
<b>Mean</b>			<b>9.3x</b>	<b>8.6x</b>	<b>7.4x</b>	<b>6.0x</b>	<b>16.4x</b>
<b>Median</b>			<b>7.9x</b>	<b>8.5x</b>	<b>6.9x</b>	<b>5.2x</b>	<b>15.7x</b>

Polieco Group S.p.A.							
Company	Country	Mkt. Cap. (€ mn)	EV/EBITDA				EV/EBITDA
			FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	Hist. Roll. 3Y
Avient Corporation	UNITED STATES	3,711	11.4x	10.2x	9.5x	8.2x	13.0x
Westlake Corporation	UNITED STATES	14,544	7.9x	7.4x	6.8x	5.8x	11.0x
Covestro AG	GERMANY	10,634	14.4x	12.5x	9.9x	7.8x	6.9x
Matrx Corp	CANADA	520	6.5x	11.4x	6.5x	5.5x	11.3x
Wienerberger AG	AUSTRIA	2,991	6.4x	7.1x	6.1x	5.4x	6.9x
Genuit Group PLC	UNITED KINGDOM	1,075	8.9x	9.0x	8.6x	7.8x	21.7x
Advanced Drainage Systems, Inc.	UNITED STATES	9,297	12.1x	12.0x	11.2x	10.3x	14.7x
Binh Minh Plastics JSC	VIETNAM	392	5.3x	6.2x	6.0x	6.2x	4.2x
<b>Mean</b>			<b>9.1x</b>	<b>9.5x</b>	<b>8.1x</b>	<b>7.1x</b>	<b>11.2x</b>
<b>Median</b>			<b>8.4x</b>	<b>9.6x</b>	<b>7.7x</b>	<b>7.0x</b>	<b>11.2x</b>

PureLabs S.p.A.							
Company	Country	Mkt. Cap. (€ mn)	EV/EBITDA				EV/EBITDA
			FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	Hist. Roll. 3Y
Ambea AB	SWEDEN	730	9.8x	7.4x	7.0x	6.5x	9.0x
Attendo AB	SWEDEN	724	8.1x	7.7x	7.1x	6.8x	9.5x
Garofalo Health Care S.p.A.	ITALY	464	10.9x	8.2x	7.5x	6.7x	15.6x
Emeis	FRANCE	874	16.7x	11.0x	8.5x	6.7x	18.3x
Spire Healthcare Group PLC	UNITED KINGDOM	1,116	9.5x	8.0x	7.0x	6.1x	10.5x
Medicover AB Class B	SWEDEN	1,301	15.4x	12.9x	11.4x	9.7x	16.4x
<b>Mean</b>			<b>11.0x</b>	<b>8.4x</b>	<b>7.4x</b>	<b>6.6x</b>	<b>13.2x</b>
<b>Median</b>			<b>10.3x</b>	<b>8.1x</b>	<b>7.3x</b>	<b>6.7x</b>	<b>13.0x</b>

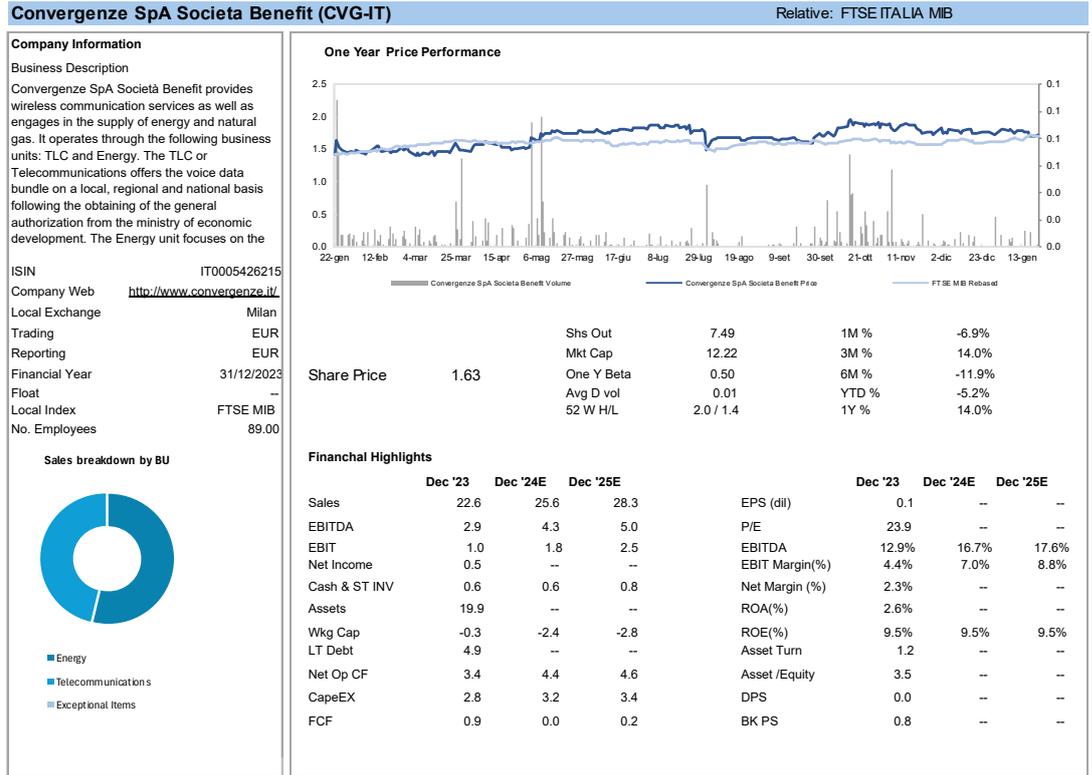
Tesi S.r.l.							
Company	Country	Mkt. Cap. (€ mn)	EV/EBITDA				EV/EBITDA
			FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	Hist. Roll. 3Y
A.L.A. S.p.A.	ITALY	217	10.6x	9.4x	8.6x	7.7x	n.m.
Avio SpA	ITALY	411	14.6x	15.6x	11.4x	9.3x	6.2x
Ekinops SA	FRANCE	85	n.m.	4.2x	3.0x	2.1x	11.4x
Figeac Aero SA	FRANCE	251	10.7x	7.6x	6.4x	5.4x	n.m.
HENSOLDT AG	GERMANY	4,433	20.4x	15.2x	12.6x	10.7x	9.3x
Thales SA	FRANCE	30,549	13.4x	11.2x	9.8x	8.8x	9.1x
JENOPTIK AG	GERMANY	1,242	8.2x	7.6x	7.2x	6.2x	14.8x
Northrop Grumman Corp.	UNITED STATES	70,252	22.8x	14.7x	14.0x	13.5x	11.8x
<b>Mean</b>			<b>14.4x</b>	<b>10.7x</b>	<b>9.1x</b>	<b>8.0x</b>	<b>10.4x</b>
<b>Median</b>			<b>13.4x</b>	<b>10.3x</b>	<b>9.2x</b>	<b>8.3x</b>	<b>10.4x</b>

Source: FactSet

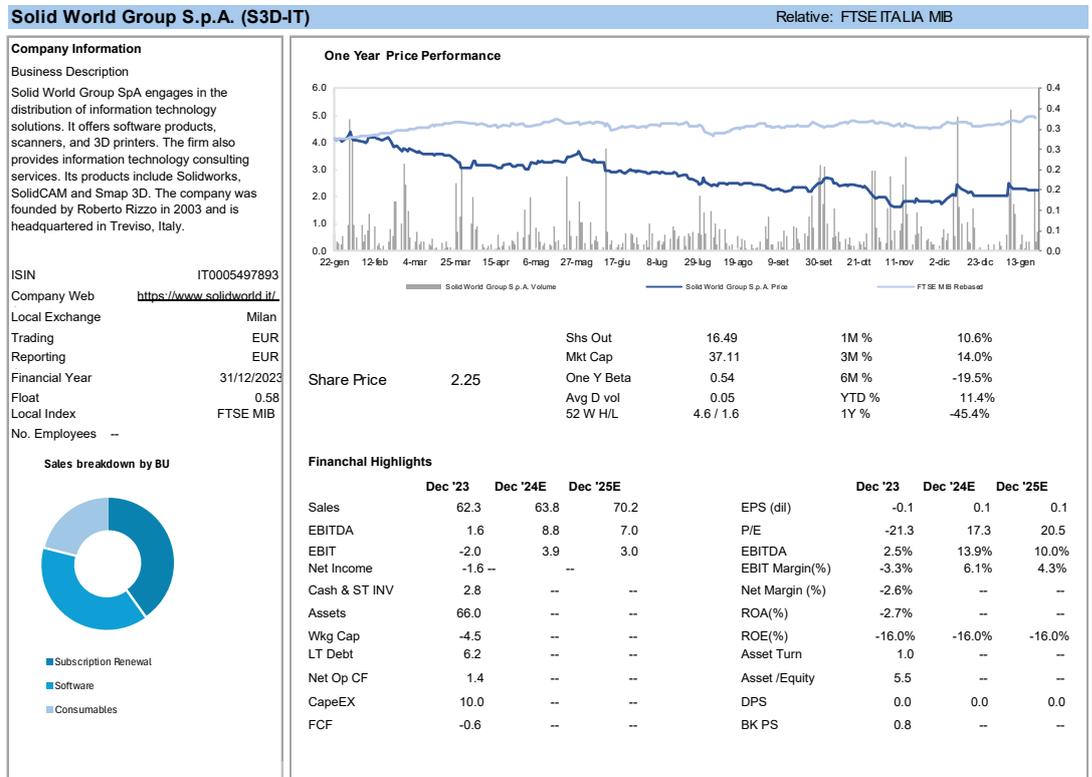
<b>Expo Inox S.p.A.</b>	
Poujoulat SA	Engages in the manufacture and marketing of chimney flues and energy wood products
<b>Movinter Group S.p.A.</b>	
Alstom SA	Manufactures equipment for transmission and distribution of electric power
OMER S.p.a.	Designs and manufactures railway components
Trinity Industries, Inc.	Manufactures and sells railcars, barges, wind towers, highway products, containers and steel components
Stadler Rail AG	Manufactures railroad equipment
<b>Polieco Group S.p.A.</b>	
Avient Corporation	Manufactures specialized polymer materials
Westlake Corporation	Manufactures and supplies essential materials and housing & infrastructure products
Covestro AG	Manufactures and distributes polymer materials
Mattr Corp	Provides pipeline and pipe services
Wienerberger AG	Manufactures and markets clay bricks and roof tiles
Genuit Group PLC	Engages in the manufacture and trade of plastic pipe systems
Advanced Drainage Systems,	Manufactures pipes and fittings for water management
Binh Minh Plastics JSC	Manufactures plastic pipes
<b>PureLabs S.p.A.</b>	
Ambea AB	Provides healthcare services
Attendo AB	Provides care services for the elderly, people with disabilities and individual and families
Garofalo Health Care S.P.A.	Provides hospitals and outpatient services
Emeis	Provides private health care services and operates facilities including nursing care facilities
Spire Healthcare Group PLC	Operates hospitals and clinics
Medicover AB Class B	Provides health care and diagnostic services
<b>Tesi S.r.l.</b>	
A.L.A. S.p.A.	Provides logistics and supply chain solutions to aerospace industry
Avio SpA	Provides aerospace propulsion systems, engine modules and components
Ekinops SA	Develops, sells optical transport and network access products & provides voice, data communications and related software solutions
Figeac Aero SA	Designs, manufactures, and assembles aeronautical products
HENSOLDT AG	Manufactures and sells radars for fighter jets, submarine periscopes and night vision systems
Thales SA	Engages in the manufacturing and marketing of electronic equipment and systems for the aeronautics, naval, and defense sectors
JENOPTIK AG	Manufactures and markets photonic solutions
Northrop Grumman Corp.	Designs and manufactures space, mission, aeronautical and missile systems

Source: FactSet

## Appendix C) Le participate quotate



Source: FactSet



Source: FactSet

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	REDFISH LONGTERM CAPITAL		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	2.27	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	1.20	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	04/02/2025	Date of last report:	--

**DISCLAIMER (for more details go to [DISCLAIMER](#))**

**IMPORTANT DISCLOSURES**

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website [www.intermonte.it](http://www.intermonte.it) under LEGAL INFORMATION. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the [PERFORMANCE](#) web page.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

**ANALYST CERTIFICATION**

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certifies that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Ave, Suite 1702, NY 10022, USA.

**GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH**

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (DCF) model or similar methods such as a dividend discount model (DDM)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales.
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&PMB40 Index, most of those on the MIDEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

- BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;
- OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;
- NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period;
- UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;
- SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

**CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS**

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 31 December 2024 Intermonte's Research Department covered 132 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	31.34 %
OUTPERFORM:	43.28 %
NEUTRAL:	25.38 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (71 in total) is as follows:

BUY:	50.70 %
OUTPERFORM:	29.58 %
NEUTRAL:	19.72 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

**CONFLICT OF INTEREST**

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

**Intermonte is acting as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkemy S.p.A.**

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aquafil, Banca Ifis, Banco BPM (in the context of the offer promoted by UniCredit), Civitanavi Systems, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Eagle (on Greenthesis shares), Growens, Maire Tecnimont, SAES Getters, Tinexta, Unidata and WIT.

**Intermonte SIM is acting as counterparty to WIT Fin S.r.l. in connection with call and put options having WIT S.p.A. shares and dividends as reference underlying.**

Intermonte SIM is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DHH, El.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), IEG, IndelB, Intred, Luve, Misitano & Stracuzzi, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharmanutra, Relatech, Reply, Revo Insurance, Reway, Saes Getters, Sciuiker Frames, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Star7, Sy5-Dat Group, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIT.

Intermonte SIM has a contractual commitment to act as liquidity provider on behalf of third parties for the following company: Banca Sistema.

Intermonte SIM performs as a market maker for the following companies: A2A, Anima, Atlantia, Autogrill, Azimut Holding, BAMI, Banca Generali, Banca Mediolanum, Brembo, Buzzi, CNHI, Enel, ENI, Exor, Fineco, FCA, FTMB, Generali, Italgas, Iren, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediobanca, Moncler, Mediaset, Pirelli&C, Prysmian, Poste, Ferrari, Saipem, Snam, STM, Tenaris, Telecom Italia, Telecom Italia sav, Terna, UBI, Unicredit, Unipol, UnipolSai.

Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider and/or Specialist and/or Corporate Broker on the following companies: Abitare In, Alkemy, Allcore, Almawave, Banca Sistema, Bifire S.P.A., B&C Speakers, Casta Diva Group, Cleanbnb, Coffe, Crowdfundme, Cube Labs, Cy4gate, Cyberoo, DHH, Digital Bros, Digital Magics, Digitouch, Doxee, Edilziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Energy, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GM Leather, GPI, Green Oleo, High Quality Food, Ikonisys, Intercos, Intred, ISCC Fintech, Lemon Sistemi, Lventure Group, Maps Group, Mare Group, Masi Agricola, Matica Fintec, Misitano & Stracuzzi, Neodecortech, Notorious Pictures, Olidata, Osai Automation System, Racing Force Group, Redfish Long Term Capital, Relatech, Reti, Sciuiker Frames, SG Company, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Talea, Tamburi, Tesmec, Tinexta, TMP Group, Tps Group, Trendevice, Ulisse Biomed, Xenia Hôtellerie Solution Spa Società Benefit, Wit, Zest.

Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short
-----------	---	------------

**© Copyright 2025 by Intermonte SIM - All rights reserved**

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website [MIFID](#)

Further information is available