

EQUITY RESEARCH


UPDATE

Produzione | 13.10.2025, h. 18:30
Pubblicazione | 14.10.2025, h. 07:00

Haiki+

Euronext Growth Milan | Clean Tech | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

€ 1,30

prev. € 1,15

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	0,8x	0,6x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA	5,8x	3,4x	2,6x	2,3x
EV/EBIT	53,8x	9,8x	6,2x	5,3x
P/E	n/a	16,7x	8,9x	7,4x
NFP/EBITDA	2,1x	2,2x	1,5x	1,1x

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	184,13	261,00	329,50	363,00
EBITDA	25,45	43,00	55,50	62,40
EBIT	2,72	15,00	23,50	27,40
Net Income	(2,29)	5,40	10,15	12,15
Net Financial Position	53,33	95,22	83,57	70,92
EBITDA margin	13,8%	16,5%	16,8%	17,2%
EBIT margin	1,5%	5,7%	7,1%	7,5%
Net income margin	(1,3%)	2,1%	3,1%	3,4%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 0,72
Target price	€ 1,30
Upside/(Downside) potential	80,9%
Ticker - Bloomberg Code	HIK IM
Market Cap (€/mln)	€ 90,27
EV (€/mln)	€ 146,38
Free Float (% on ordinary shares)	42,2%
Shares Outstanding	125.372.991
52-week high	€ 1,00
52-week low	€ 0,45
Average Daily Volumes (3 months)	258.183

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,74	0,67	0,58	n/a
to FTSE Italia Growth	8.494,21	8.256,28	7.496,35	8.072,29
to Euronext STAR Milan	47.643,45	47.936,88	40.692,59	46.172,23
to FTSE All-Share	44.617,49	43.071,73	36.377,50	36.209,77
to EUROSTOXX	5.361,47	5.438,27	4.818,92	4.970,34
to MSCI World Index	3.264,15	3.140,94	2.666,93	2.900,70

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROA	1,3%	5,1%	8,0%	9,2%
ROI	3,6%	9,3%	14,7%	17,2%
ROE	13,9%	26,1%	35,7%	36,4%
Current Ratio	0,76	0,86	0,92	1,00

Source: FactSet

1H25A Results

Nel 1H25A il Gruppo ha registrato valore della produzione pari a € 130,55 mln, in crescita del 29,7% rispetto ai € 100,65 mln del 1H24A. Tale crescita è stata sostenuta principalmente dall'andamento positivo della controllata Haiki Cobat, che ha contribuito in misura rilevante all'espansione dei ricavi consolidati. L'EBITDA si attesta a € 24,08 mln, in aumento del 58,7% rispetto ai € 15,18 mln del 1H24A, con un EBITDA margin del 18,4% (15,1% nel 1H24A), grazie al maggiore contributo del segmento dello smaltimento finale e all'apporto positivo della neoconsolidata Ecosavona. L'EBIT raggiunge € 7,67 mln, in forte crescita rispetto ai € 4,51 mln del periodo di confronto, con un EBIT margin pari al 5,9% (4,5% nel 1H24A). Il Net Income si attesta a € 1,80 mln, in crescita rispetto agli € 1,32 mln del 1H24A. A livello patrimoniale, la NFP si attesta a € 99,42 mln di debito, riflettendo la struttura finanziaria del Gruppo in fase di espansione e consolidamento.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 261,00 mln ed un EBITDA pari a € 43,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 16,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 363,00 mln (CAGR 24A-27E: 25,4%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 62,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 17,2%), in crescita rispetto a € 25,45 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 13,8%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP a debito pari a € 70,92 mln. Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Haiki sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari all'2,5%) restituisce un equity value pari a € 249,30 mln. L'equity value di Haiki utilizzando i market multiples risulta pari a € 77,21 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 163,3 mln. Il target price è pari a € 1,30, con rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY24A*	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	181,24	258,00	326,00	359,00
Other revenues	2,83	3,00	3,50	4,00
Value of Production	184,07	261,00	329,50	363,00
COGS	63,80	88,00	110,50	121,30
Services	62,77	86,50	111,00	122,00
Use of asset owned by others	7,49	9,00	11,00	11,80
Employees	20,77	29,00	35,00	38,50
Other operating costs	3,79	5,50	6,50	7,00
EBITDA	25,45	43,00	55,50	62,40
<i>EBITDA Margin</i>	<i>13,8%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,2%</i>
D&A	22,73	28,00	32,00	35,00
EBIT	2,72	15,00	23,50	27,40
<i>EBIT Margin</i>	<i>1,5%</i>	<i>5,7%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,5%</i>
Financial management	(4,65)	(6,00)	(6,60)	(7,20)
EBT	(1,94)	9,00	16,90	20,20
Taxes	0,35	3,60	6,75	8,05
Net Income	(2,29)	5,40	10,15	12,15
Minorities	0,01	1,00	1,80	2,60
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY24A*	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	123,15	210,00	203,00	198,00
Account receivable	43,29	63,00	71,00	77,00
Inventories	2,66	4,00	4,50	5,00
Account payable	46,35	49,00	52,00	54,00
Operating Working Capital	(0,40)	18,00	23,50	28,00
Other receivable	33,06	6,00	7,00	8,00
Other payable	34,89	4,50	5,00	5,50
Net Working Capital	(2,23)	19,50	25,50	30,50
Severance & other provisions	42,33	68,00	68,50	69,00
NET INVESTED CAPITAL	78,59	161,50	160,00	159,50
Share Capital	5,00	13,69	13,69	13,69
Reserves	16,91	39,32	43,72	52,07
Net Income	(2,30)	4,40	8,35	9,55
Equity	19,61	57,41	65,76	75,31
Minorities	2,87	8,87	10,67	13,27
Cash & cash equivalents	5,88	10,78	9,43	10,08
Short term financial debt	31,97	45,00	43,00	41,00
M/L term financial debt	30,02	61,00	50,00	40,00
Net Financial Position	56,11	95,22	83,57	70,92
SOURCES	78,59	161,50	160,00	159,50

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT		23,50	27,40
Taxes		6,75	8,05
NOPAT		16,75	19,35
D&A		32,00	35,00
Change in NWC		(6,00)	(5,00)
Change in receivable		(8,00)	(6,00)
Change in payable		3,00	2,00
Change in inventories		(0,50)	(0,50)
Change in others		(0,50)	(0,50)
Change in provisions		0,50	0,50
Operating Cash Flow		43,25	49,85
Capex		(25,0)	(30,0)
Free Cash Flow		18,25	19,85
Financial Management		(6,60)	(7,20)
Change in financial debt		(13,00)	(12,00)
Change in equity		(0,00)	0,00
Free Cash Flow to Equity		(1,35)	0,65

Source: Haiki+ Historical Data and Integrae SIM estimates

* Il bilancio 2024 non include gli effetti della scissione da Innovatec, divenuta efficace dal 10/01/2025. I dati non sono pienamente confrontabili con quelli previsti per il triennio 2025-2027, che riflettono il nuovo perimetro consolidato

Company Overview

Haiki+, *holding* di partecipazione quotata su *Euronext Growth Milan*, è attiva nel *business* dell'Ambiente e dell'Economia Circolare. Il Gruppo trasforma i rifiuti in risorse attraverso un sistema integrato di impianti e competenze, con l'obiettivo di creare valore sostenibile e promuovere una crescita industriale responsabile. Haiki+ opera attraverso quattro *business unit*:

- **Mines** - dedicata all'autorizzazione, realizzazione e gestione di discariche sostenibili, guidata da Haiki Mines, *leader* nazionale con oltre vent'anni di esperienza, che promuove soluzioni di *landfill mining* e considera le discariche come vere e proprie miniere di materie prime recuperabili in futuro;
- **Industria** - guidata da Haiki Cobat, offre servizi integrati di raccolta, trattamento e riciclo di pile, rifiuti di apparecchiature elettriche ed elettroniche (RAEE), pneumatici fuori uso (PFU) e tessuti;
- **Recycling** - dedicata alla raccolta, selezione e valorizzazione dei rifiuti speciali, anche pericolosi, guidata da Haiki Recycling, che opera attraverso sei impianti tra Piemonte e Lombardia offrendo servizi integrati, certificati e innovativi, e che insieme ad IGERS Srl, punta a presidiare nuove filiere come quelle dei metalli e del tessile;
- **Electrics** - specializzata nel recupero e riciclo dei RAEE, guidata da Haiki Electrics, che trasforma i rifiuti tecnologici in nuove risorse attraverso otto impianti industriali distribuiti in tutta Italia e supportati dalla controllata Ultralog, specializzata nella logistica del settore.

Risultati 1H25A

TABLE 2 - 1H24A VS 1H25A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H25A	130,55	24,08	18,4%	7,67	1,80	99,42
1H24A	100,65	15,18	15,1%	4,51	1,32	56,11*
Change	29,7%	58,7%	3,4%	70,0%	36,4%	n/a

Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/2024

Tramite comunicato stampa, Giovanni Rosti, Amministratore Delegato della Società, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Il primo semestre post scissione vede l’Azienda impegnata in un importante percorso di crescita e riorganizzazione che necessiterà certamente di ulteriore tempo per consentire al Gruppo di rafforzare la propria posizione e di confermarsi come uno dei leader nazionali dell’economia circolare. I risultati della semestrale esprimono con soddisfazione le competenze del Gruppo e la sua capacità di continuare ad investire per intercettare le nuove opportunità emergenti, in particolare nel settore del riciclo di materia, e consolidare le proprie filiere di recupero.”.*

Nel primo semestre del 2025, Haiki+ ha registrato risultati operativi pienamente in linea con le attese, a conferma della solidità di un modello di business capace di generare valore lungo l’intera catena dell’economia circolare. Il semestre è stato caratterizzato da un contesto operativo ancora complesso ma, al tempo stesso, sostenuto da buoni volumi di attività e da un’elevata saturazione degli impianti. Queste condizioni hanno permesso al Gruppo di consolidare i progressi gestionali già messi in evidenza nell’esercizio precedente.

Nel semestre, il Gruppo ha registrato ricavi pari a € 130,55 mln (post elisioni infragruppo), in miglioramento rispetto ai € 92,92 mln pro forma registrati nello stesso periodo del 2024. I ricavi sono stati trainati in particolare dalla controllata Haiki Cobat, che ha generato ricavi per circa € 49,10 mln (al lordo delle componenti *intercompany*), confermandosi principale generatore di ricavi a livello consolidato. Haiki Cobat rappresenta la capofila della *business unit* Industria, cuore delle attività di intermediazione e valorizzazione dei rifiuti. A seguire, Haiki Mines, polo del Gruppo dedicato alla gestione dei rifiuti non ulteriormente recuperabili, ha prodotto ricavi pari a circa € 39,60 mln, con una *performance* superiore alle attese nel segmento dello smaltimento finale in discarica, sostenuta dalla scarsità di soluzioni alternative. Haiki Recycling ha registrato ricavi pari a circa € 19,40 mln, in crescita rispetto al medesimo periodo del 2024. In ultimo, Haiki Electrics ha realizzato ricavi per circa € 12,50 mln, mentre Ecosavona, entrata nel perimetro di consolidamento a seguito della Scissione, ha contribuito con ricavi pari a circa € 12,40 mln. A completare il quadro, la neo-acquisita Raee.Man Srl, consolidata da marzo 2025, ha apportato un contributo di circa € 1,80 mln, mentre le società Cobat Ecofactory e Cobat Tech hanno generato complessivamente € 2,60 mln di ricavi. La Capogruppo Haiki+ SpA ha infine registrato ricavi per € 2,30 mln, principalmente legati a servizi infragruppo.

Rispetto al 2024, la struttura dei costi riflette una maggiore stabilità organizzativa e un progressivo efficientamento del modello operativo, grazie alla riorganizzazione societaria e alla centralizzazione dei servizi di *staff*. La prima metà del 2025

mostra tuttavia un'incidenza ancora rilevante dei costi variabili, legati ai volumi di trattamento e smaltimento, e di quelli fissi, connessi al rafforzamento delle strutture e all'ampliamento del perimetro di consolidamento. In questo contesto, la crescita dei ricavi si accompagna a una gestione più equilibrata dei costi, ponendo le basi per il miglioramento della marginalità registrata a livello di EBITDA.

L'EBITDA consolidato del 1H25A si è attestato a € 24,08 mln, con un EBITDA *margin* pari al 18,4%, in miglioramento rispetto ai € 15,18 mln registrati nell'1H24PF (con EBITDA *margin* pari a 15,1%), che non beneficiava ancora degli apporti derivanti dalle società entrate nel perimetro a seguito della Scissione. Tale andamento beneficia anche dell'effetto positivo di investimenti anticipati, che hanno sostenuto una marginalità particolarmente elevata nel primo semestre, destinata a normalizzarsi nella seconda parte dell'anno su livelli in linea con quelli storici.

Il principale motore della redditività rimane il segmento dello smaltimento finale, da sempre contraddistinto da elevata marginalità grazie alla gestione diretta delle discariche. A questo si è aggiunto l'apporto positivo della neoconsolidata Ecosavona, che ha ulteriormente rafforzato la capacità impiantistica e di trattamento del Gruppo. In particolare, Ecosavona è attiva nel trattamento, smaltimento e recupero di rifiuti urbani e speciali non pericolosi attraverso la gestione della discarica del Boscaccio a Vado Ligure (SV), e, al contempo, contribuisce anche al recupero energetico del biogas, ampliando l'offerta del Gruppo nelle aree della sostenibilità e dell'economia circolare. In parallelo, l'attività di Haiki Cobat, pur generando un volume rilevante di ricavi, presenta una marginalità operativa più contenuta, seppur in crescita rispetto al 2024. Haiki Electrics e Haiki Recycling, entrambe destinatarie di importanti investimenti finalizzati all'ampliamento della capacità autorizzata e impiantistica, hanno mostrato un progresso sensibile rispetto all'esercizio precedente, risentendo tuttavia ancora di un parziale sottoutilizzo degli impianti e della fisiologica fase di assestamento successiva alle recenti acquisizioni. Tali acquisizioni riguardano, in particolare, l'ingresso di IGER S.r.l. nel perimetro di Haiki Recycling, e l'integrazione in Haiki Electrics delle attività di trattamento RAEE acquisite a seguito della Scissione.

L'EBIT si è attestato a € 7,67 mln, con un EBIT *margin* pari al 5,9%, in miglioramento rispetto ai € 4,51 mln registrati nell'1H24PF (pari a 4,5%). Il risultato riflette l'impatto di ammortamenti e accantonamenti connessi alla piena operatività degli impianti industriali, al completamento del piano di investimenti e alle quote di ammortamento derivanti da operazioni straordinarie di M&A, conferimenti e acquisizioni di minoranze. Questi effetti incidono in modo particolare sulle divisioni Mines, Electrics e Recycling, caratterizzate da un'elevata intensità impiantistica e da una struttura patrimoniale complessa.

Il Net Income è positivo per € 1,80 mln, dopo oneri finanziari netti pari a € 3,06 mln e imposte per € 2,58 mln. Il dato include inoltre la quota di utile di competenza di terzi per € 0,43 mln, riconducibile principalmente alla partecipazione minoritaria in Haiki Cobat, determinando così un Net Income di Gruppo pari a circa € 1,33 mln.

Sul fronte patrimoniale, la NFP al 30 giugno 2025 si è attestata a debito per € 99,42 mln, in aumento se confrontata con il dato di fine 2024 (€ 56,11 mln), riflettendo una struttura finanziaria coerente con la fase di espansione e consolidamento in corso del Gruppo. In particolare, l'incremento dell'NFP è riconducibile:

- agli effetti della Scissione, che hanno riportato nel perimetro di consolidamento i debiti obbligazionari originariamente in capo a Innovatec SpA (€ 9,90 mln);
- ai debiti finanziari contratti da Ecosavona S.r.l. per la costruzione della nuova

discarica del Boscaccio (€ 10,50 mln);

- all'acquisto della quota di minoranza di Green LuxCo SA, perfezionato nel corso del 2025 per un importo complessivo di € 20,00 mln.

La prima parte del 2025 ha segnato per Haiki+ una fase di espansione, sia sul piano dimensionale sia sul piano industriale. Nel febbraio 2025 Haiki Cobat SpA, società benefit del Gruppo, ha acquisito il 51,0% di RaeeMan Srl, specializzata nel trattamento e recupero dei RAEE. L'operazione, dal valore di € 3,00 mln, rafforza la presenza di Haiki+ in una filiera strategica come quella del recupero dei componenti elettronici, ampliando le competenze nel trattamento di batterie al litio, pile alcaline e pannelli fotovoltaici, e favorendo sinergie operative con le attività di Haiki Cobat. Successivamente, a marzo 2025, il Gruppo ha completato l'acquisizione del 49,9% di Green LuxCo SA per un corrispettivo di € 20,00 mln dilazionato fino al 2028, ottenendone il controllo totale e, con esso, quello della partecipata Ecosavona Srl, proprietaria della discarica del Boscaccio.

Infine, il 1° luglio 2025, Haiki+ ha compiuto l'acquisizione del 100,0% di Ecobat Resources Italy Srl, una delle principali realtà italiane nel recupero e riciclo di batterie al piombo e nel trattamento dei polimeri, insieme alla controllata Politec Srl. L'acquisizione di Ecobat rappresenta per Haiki+ un investimento di forte valenza industriale, realizzato a condizioni particolarmente vantaggiose. La società è stata infatti rilevata per € 16,00 mln, a fronte di un fatturato di circa € 106,00 mln, equivalenti a un multiplo EV/Sales di 0,2x. Si tratta di una realtà con una solida esperienza industriale che, dopo alcuni esercizi caratterizzati da risultati poco brillanti, nel 2024 ha mostrato un chiaro miglioramento delle *performance* operative, tornando a esprimere un EBITDA e un Net Income positivi. Stimiamo che il valore della produzione della società acquisita si mantengano in linea con il 2024 (contabilizzato al netto delle componenti *intercompany*), con una marginalità operativa ancora contenuta, fattore che si riflette nelle stime consolidate di Haiki+ con un temporaneo ridimensionamento dell'EBITDA *margin*. A queste condizioni, l'acquisizione di Ecobat si configura come un investimento oculato, volto ad ampliare la filiera industriale del Gruppo e a rafforzarne la presenza nel segmento del recupero del piombo. L'operazione risulta tecnicamente vantaggiosa non solo per i volumi generati da Ecobat, ma anche per le sinergie industriali e operative che potranno emergere, in particolare sul fronte del trattamento e della valorizzazione dei materiali.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
VoP			
New	261,00	329,50	363,00
Old	231,00	265,50	297,00
Change	13,0%	24,1%	22,2%
EBITDA			
New	43,00	55,50	62,40
Old	38,00	47,00	56,50
Change	13,2%	18,1%	10,4%
EBITDA Margin			
New	16,5%	16,8%	17,2%
Old	16,5%	17,7%	19,0%
Change	0,0%	-0,9%	-1,8%
EBIT			
New	15,00	23,50	27,40
Old	12,00	17,50	23,50
Change	25,0%	34,3%	16,6%
Net Income			
New	5,40	10,15	12,15
Old	4,90	8,75	12,95
Change	10,2%	16,0%	-6,2%
NFP			
New	95,22	83,57	70,92
Old	49,22	38,47	25,52
Change	n/a	n/a	n/a

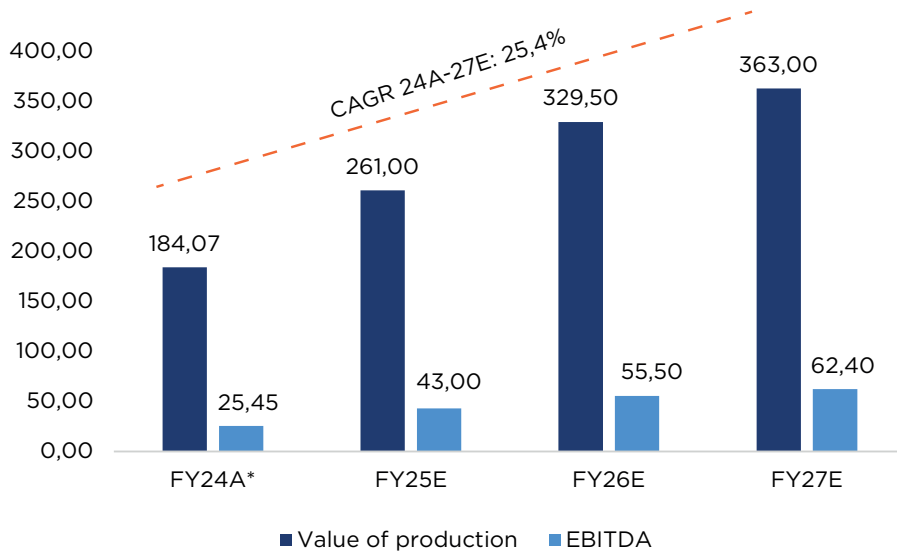
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 261,00 mln ed un EBITDA pari a € 43,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 16,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 363,00 mln (CAGR 24A-27E: 25,4%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 62,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 17,2%), in crescita rispetto a € 25,45 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 13,8%).

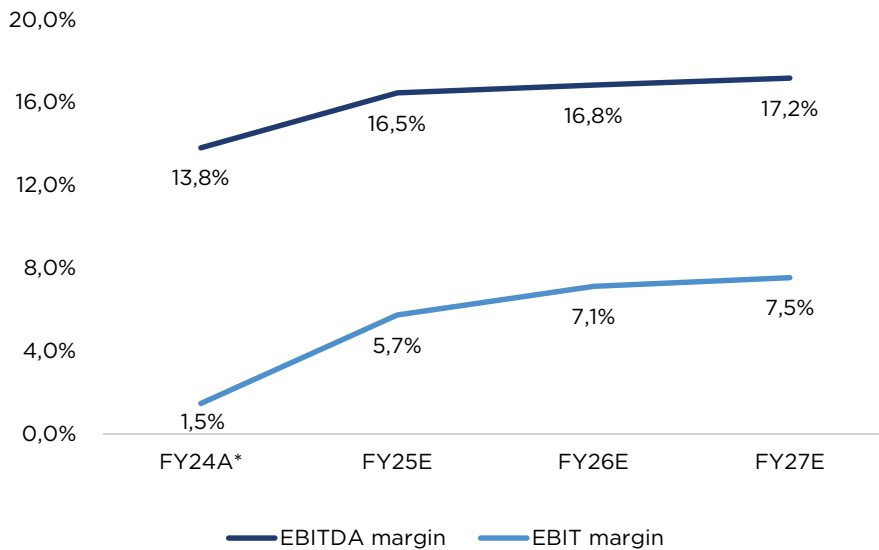
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP a debito pari a € 70,92 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY24A* - FY27E



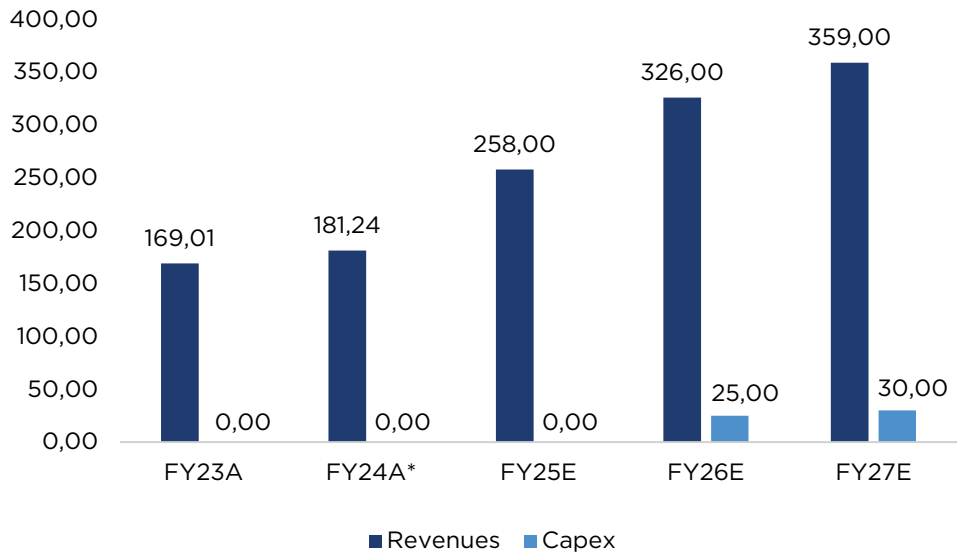
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN % FY24A*- FY27E



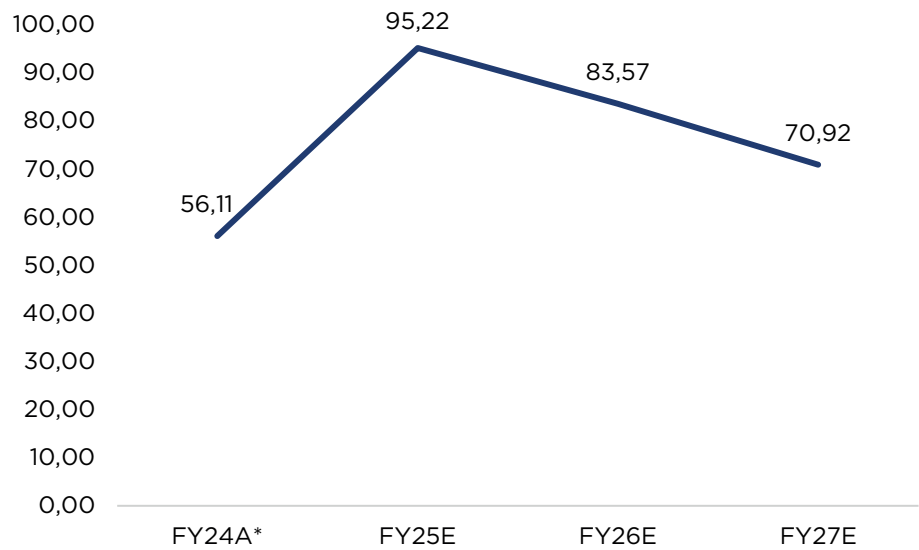
Source: Integrae SIM

CHART 3 - CAPEX FY23A - FY27E



Source: Integrae SIM

CHART 4 - NFP FY24A* - FY27E



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range di Haiki+ sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

DCF Method

TABLE 4 - WACC

WACC		10,8%	
D/E 66,7%	Risk Free Rate 2,5%	β Adjusted 1,3	α (specific risk) 2,5%
Kd 7,0%	Market Premium 7,3%	β Relevered 1,5	Ke 14,6%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 10,8%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO Actualized	131,9	42,0%
TV Actualized DCF	182,3	58,0%
Enterprise Value	314,3	100,0%
NFP (FY24A)	56,1	
Minorities	8,9	
Equity Value	249,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 249,3 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)	9,3%		9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
	3,0%	355,7	328,2	304,7	284,3	266,6	250,9	237,1
	2,5%	334,5	310,4	289,5	271,3	255,2	241,0	228,4
	2,0%	316,2	294,8	276,1	259,7	245,1	232,2	220,6
	1,5%	300,2	281,1	264,2	249,3	236,0	224,1	213,5
	1,0%	286,2	268,9	253,6	240,0	227,8	216,9	207,0
	0,5%	273,7	258,0	244,1	231,6	220,4	210,2	201,0
	0,0%	262,6	248,3	235,5	224,0	213,6	204,2	195,6

Source: Integrae SIM

Market Multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Haiki+, esso è composto da:

TABLE 7 - MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Aurea SA	3,5x	2,9x	n/a	8,9x	6,1x	n/a	9,9x	6,2x	n/a
Aurubis AG	4,9x	4,0x	n/a	8,2x	6,9x	n/a	12,2x	10,7x	9,1x
Befesa SA	6,5x	5,9x	5,6x	10,4x	9,4x	n/a	10,9x	9,4x	9,2x
Mo-BRUK SA	7,0x	6,3x	5,9x	8,2x	7,2x	6,9x	10,7x	10,6x	n/a
Pizzorno Environment SA	5,3x	5,2x	n/a	13,2x	13,0x	n/a	16,8x	16,4x	n/a
Radius Recycling	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Renewi Plc	5,4x	4,8x	5,2x	10,8x	9,7x	9,8x	12,7x	10,3x	7,2x
Res SpA	7,0x	5,5x	4,6x	9,9x	7,3x	5,9x	n/a	n/a	n/a
Seché Environment SA	4,7x	4,1x	n/a	9,3x	7,9x	n/a	9,9x	8,2x	6,7x
Median	5,3x	5,0x	5,4x	9,6x	7,6x	6,9x	10,9x	10,3x	8,2x

Source: FactSet

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	229,84	277,22	336,65
EV/EBIT	144,00	178,60	188,24
Enterprise Value post 25,0% discount			
EV/EBITDA	172,38	207,92	252,49
EV/EBIT	108,00	133,95	141,18
Equity Value			
EV/EBITDA	77,15	124,34	181,56
EV/EBIT	12,78	50,38	70,25
Average	44,96	87,36	125,91

Source: Integrae SIM

L'equity value di Haiki+ è stato calcolato utilizzando la media tra i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, utilizzando uno sconto del 25,0% per includere nel prezzo anche la minore liquidità che caratterizza il titolo Haiki+ rispetto ai suoi comparable. Nettando il valore del patrimonio netto di terzi (minorities), il risultato è **€ 77,21 mln**.

Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	163,3
Equity Value DCF (€/mln)	249,3
Equity Value Multiples (€/mln)	77,2
Target Price (€)	1,30

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 163,3 mln. Il target price è quindi di € 1,30 (prev. € 1,15). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	8,6x	5,1x	4,0x	3,5x
EV/EBIT	80,6x	14,6x	9,3x	8,0x
P/E	n/a	30,2x	16,1x	13,4x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	5,8x	3,4x	2,6x	2,3x
EV/EBIT	53,8x	9,8x	6,2x	5,3x
P/E	n/a	16,7x	8,9x	7,4x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessia Di Florio and Giada Croci are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
24/04/2025	0,55	Buy	1,15	Medium	Update
04/07/2025	0,59	Buy	1,15	Medium	Breaking News

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

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information

and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that he investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside >= 7.5%	Upside >= 10%	Upside >= 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside <= -5%	Upside <= -5%	Upside <= 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Haiki+ SpA.