

EQUITY RESEARCH

INNOVATEC SPA
INITIATION DE COUVERTURE

ACHAT, OC de 3,1€
Potentiel: +43%

Pionnier Vert

Opérateur italien de premier plan fournissant des services à 360 degrés en matière de circularité et de durabilité. Le Groupe intègre des services d'environnement et d'économie circulaire (E&CE) et le cycle complet des services d'efficacité énergétique et de renouvelables (EE). Le Groupe a vu son chiffre d'affaires croître de +68% pour atteindre 144 M€ en 2021, l'EBITDA atteignant 31 M€ (+915 % par rapport à 2020), avec une marge d'EBITDA à 21,8 %.

Une opportunité sérieuse...

Le plan de relance national (PNRR) a consacré environ 60 milliards d'euros à diverses mesures incitatives pour aider la nation à devenir plus durable, plus résiliente et mieux préparée aux défis et opportunités de la transformation verte et numérique. Un environnement idéal pour Innovatec dont les valeurs fondamentales tournent autour de la circularité.

...qui déclenchera une « vague verte » à l'échelle nationale...

L'initiative HouseVerde du Groupe a été introduite pour intercepter le Superbonus 110% générant plus de 150 millions d'euros de carnet de commandes pour les activités B2C. Toutefois, les activités d'Innovatec ne dépendent pas des initiatives gouvernementales, car leur véritable valeur ajoutée provient d'un portefeuille diversifié. La production de déchets restera une préoccupation centrale et la vague de transition énergétique ne fait que commencer. Par conséquent, le véritable potentiel d'Innovatec reste à découvrir, notamment en raison de sa position de leader sur deux marchés en croissance.

....pour atteindre 412 millions d'euros de revenus en 2026E

Avec des capacités de gestion des déchets inégalées et un ancrage stratégique au sein de certains des consortiums de déchets les plus exclusifs, nous estimons que la division E&CE du Groupe atteindra 175 M€ en 2022E et 223 M€ en 2026E. De plus, nous estimons que la division EE atteindra 102 M€ d'ici 2022E et 189 M€ d'ici 2026E, grâce aux conditions favorables du Superbonus à 110% et à la transition progressive vers le B2B (hôtels et logements sociaux).

Une valorisation attractive avec un potentiel de hausse de +43%.

Notre DCF donne un objectif de cours de 3,1 €, ce qui implique un potentiel de hausse de +43%. La méthode de valorisation par comparaison est mise en avant, mais n'est pas prise en compte. Notre valorisation est affectée par un WACC élevé (11,2%).

TP ICAP Midcap Estimates	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	Valuation Ratio	12/22e	12/23e	12/24e
Chiffre d'affaires (m €)	144,6	276,4	320,3	370,5	VE/Sales	0,8	0,6	0,5
ROC (m €)	21,1	28,0	32,4	39,3	VE/EBITDA	5,3	4,3	3,2
MOC (%)	14,6	10,1	10,1	10,6	VE/EBIT	7,6	6,1	4,4
BPA (publié) (€)	0,1	0,2	0,2	0,3	PER	10,7	9,2	7,6
Dividende (€)	0,0	0,0	0,0	0,0				
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0				
FCF (m €)	19,2	1,1	15,3	22,0				

Key data

Prix actuel (€)	2,1
Secteur	Utilitaires
Ticker	INC-IT
Nb d'actions (M)	95,446
Capitalisation boursière	204,1
Volumes traités/jour (k titres)	256,941
Prochain événement	Q1 - May 2022

Actionnaires (%)

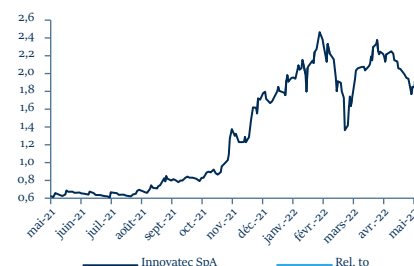
Sostenya Group S.r.l.	44,5
Gruppo Waste Italia S.r.l.	0,5
Free float	55,0

BPA (€)

	12/22e	12/23e	12/24e
Estimation	0,20	0,23	0,28
Changement de nos estimations (%)	0,00	0,00	0,00

Performance (%)

	1D	1M	YTD
Evolution du cours	7,0	-3,4	19,3



Consensus FactSet - Analystes: 2	12/22e	12/23e	12/24e
CA	272,5	322,4	383,4
ROC	21,5	28,2	36,4
RNPg	13,0	17,6	23,1

Analyst
Filippo Migliorisi
filippo.migliorisi@tpicap.com
33149241801

PIONNIER VERT	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
ESSENTIEL	4
LES ACTIVITÉS D'INNOVATEC : UNE ORIENTATION GÉNÉRALE CLEAN(GREEN)TECH...	5
L'ÉCONOMIE CIRCULAIRE	7
EFFICACITÉ ÉNERGÉTIQUE : VERS DES ÉMISSIONS « <i>NET ZERO</i> »	15
... AU CŒUR DES VALEURS D'INNOVATEC	24
ANALYSE FINANCIÈRE : PASSER AU <i>VERT</i>	25
ESTIMATIONS : 2022 - 2026	27
VALORISATION	32
LA DIRECTION D'INNOVATEC : UNE GRANDE EXPÉRIENCE	38
FUTURE CAPEX PLAN INITIATIVES	39
FINANCIAL DATA	41

Description

Innovatec Group est le principal opérateur italien fournissant des services à 360 degrés en matière de circularité et de durabilité. Le groupe intègre des services d'environnement et d'économie circulaire, de la récupération au recyclage, ainsi que le cycle complet des services d'efficacité énergétique et d'énergies renouvelables. Innovatec peut également se targuer d'aider d'autres entreprises à améliorer la circularité de leurs produits.

Innovatec vise à devenir un acteur de premier plan dans le domaine de la durabilité grâce à l'utilisation responsable et efficace des ressources en reliant l'énergie et l'efficacité énergétique au cycle des matériaux, et la récupération et le recyclage à la production globale de déchets.

Le cadre réglementaire, qui joue un rôle important dans la détermination des revenus et des marges de l'ensemble du secteur, continuera à favoriser le développement durable pendant longtemps encore. Innovatec est prête à saisir les nouvelles opportunités qui pourraient se présenter dans ce domaine, comme elle l'a toujours démontré par le passé, avec promptitude et capacité à organiser les moyens et les ressources.

Depuis son introduction en bourse en décembre 2013, le groupe a eu la rapidité et les ressources (une vaste asset base) pour interpréter et agir sur les différentes opportunités du marché, notamment celles qui découlent du PNRR (Plan national de relance italien). Innovatec est en fait un acteur et non un réacteur, mettant en œuvre les compétences et son asset base pour intégrer deux nécessités : l'efficacité énergétique et la gestion efficace des déchets. En tant que premier opérateur italien à intégrer efficacement ces deux industries, Innovatec occupe une position stratégique qui lui permet de jouer un rôle de pionnier dans l'évolution de l'Italie vers une UE nette zéro.

Innovatec a pour objectif de devenir un acteur clé du secteur CleanTech, prêt à le conduire vers une "durabilité consciente, innovante et responsable" et à orienter le marché vers un nouveau modèle de développement durable, pour aider les communautés à devenir "Net Zéro" émissions en fournissant des solutions innovantes, concrètes et opportunes aux problèmes environnementaux.

SWOT Analysis

Strengths

- Accès à un marché en pleine croissance et résilient, stimulé par les investissements du " Green Deal européen " et de la " Next Generation EU ";
- Un modèle d'entreprise distinctif, qui s'appuie sur la base d'actifs dans le domaine de l'environnement et de l'économie circulaire et sur le savoir-faire en matière d'efficacité énergétique;
- Grâce à une présence étendue tout au long de la chaîne de valeur et à un flux décisionnel fluide, Innovatec offre des solutions sur mesure qui sont peu exposées à la pression des prix;
- Une entreprise "ESG-native", qui assure la durabilité de ses clients grâce à une gouvernance bien définie.

Weaknesses

- Une pression concurrentielle dans le segment de l'efficacité énergétique résidentielle;
- La difficulté à trouver des talents pour soutenir les plans d'expansion.

Opportunities

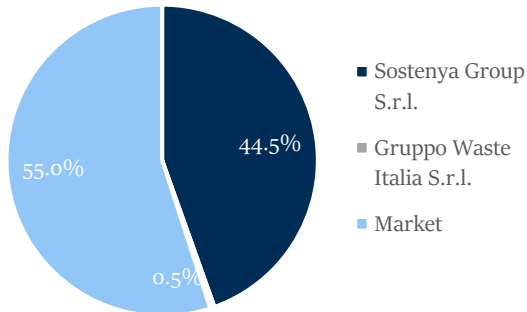
- Augmentation des dépenses publiques : le Green Deal de l'UE et le "Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza" (PNRR) = Plan national de relance ;
- Augmentation de la consommation d'énergie, passage progressif au secteur des énergies alternatives;
- Avec l'acquisition de COBAT, Innovatec a intégré une plateforme pour le recyclage, qui devrait se développer avec des CONSORTIUMS et des verticaux attractifs.

Threats

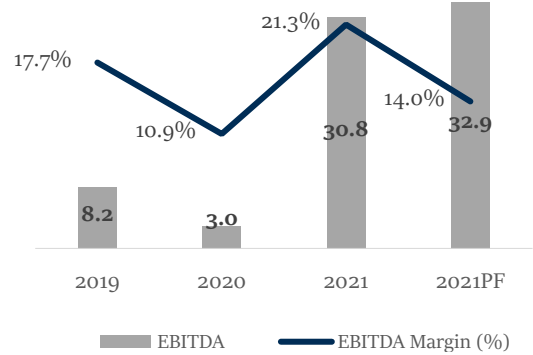
- La transition de l'Italie vers les énergies renouvelables est plus lente que celle des autres pays de l'UE ;
- Augmentation du nombre de concurrents dans la production de panneaux solaires, l'élimination des déchets et les installations de traitement des eaux ;
- Grands conglomérats internationaux comme concurrents sur le marché des énergies alternatives ;

Essentiel

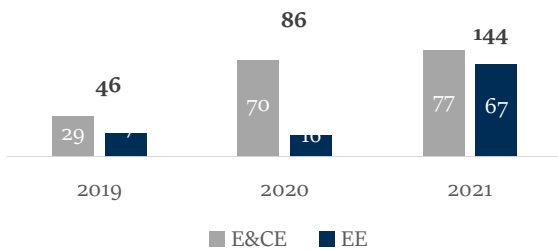
Structure actionnaire



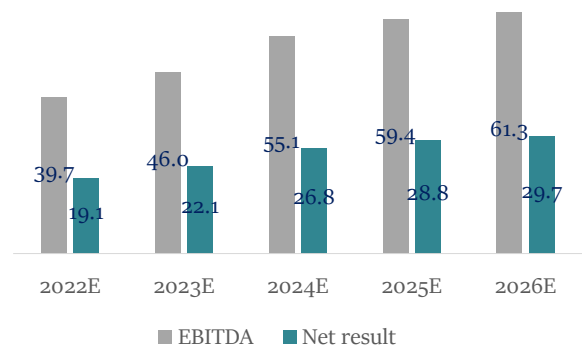
EBITDA du Groupe (2019 - 2021PF)



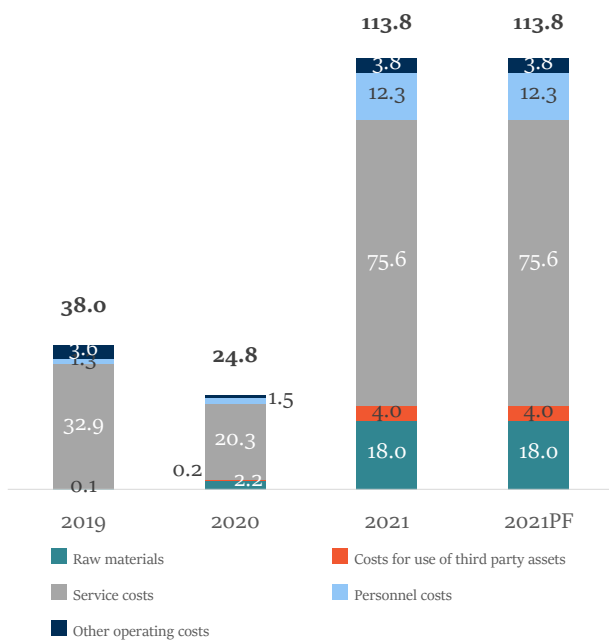
CA par segment (2019 - 2021)



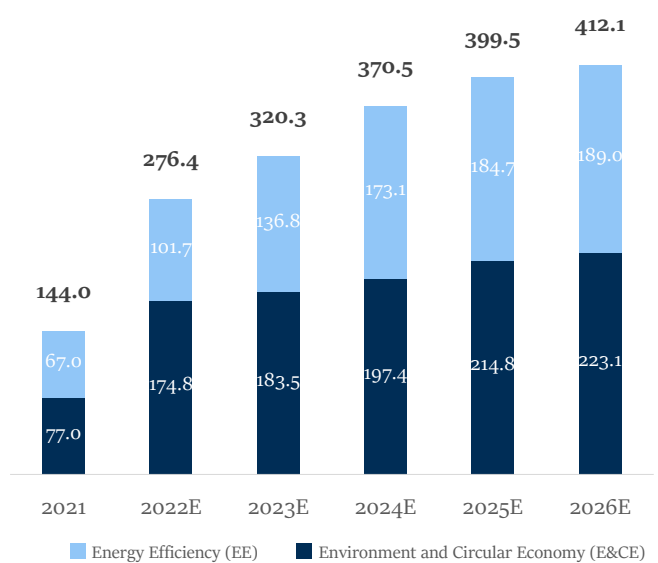
Estimations de l'EBITDA et du résultat net



Structure de coûts (2019 - 2021PF)



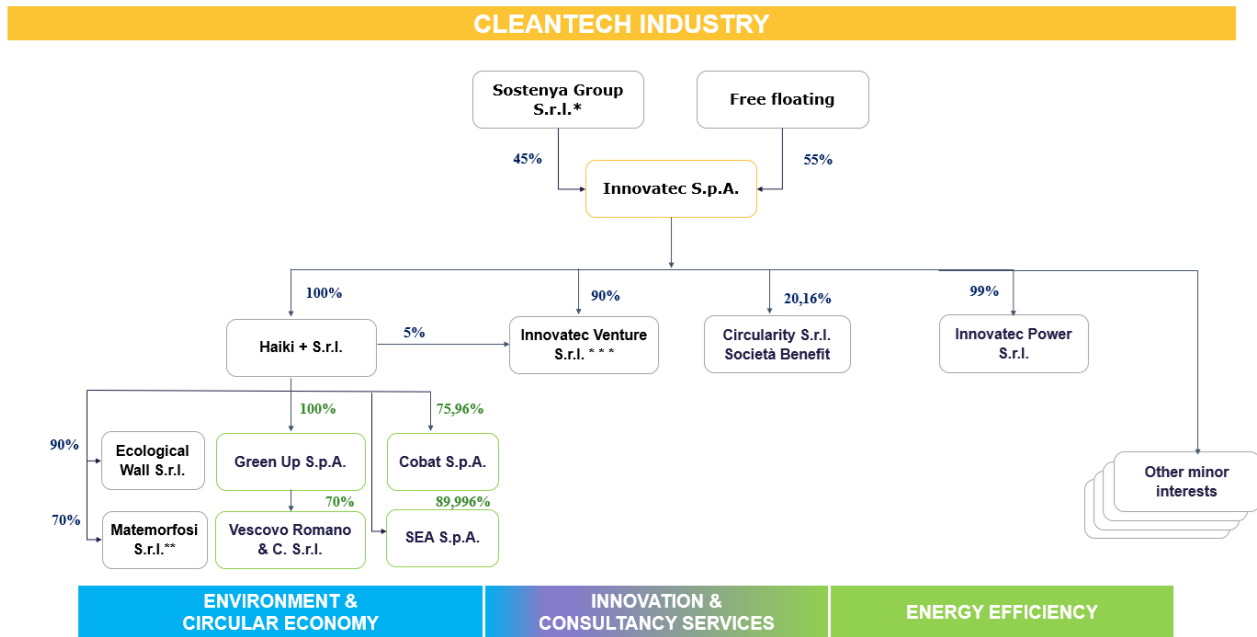
Estimations du CA



Les activités d’Innovatec : une orientation générale Clean(Green)Tech...

Innovatec S.p.A. (« Innovatec » ou « Groupe »), est un conglomérat actif dans le secteur des « CleanTech », c'est-à-dire l'ensemble des technologies propres qui mettent au point des procédés, des produits ou des services qui réduisent les effets négatifs sur l'environnement grâce à des améliorations importantes de l'efficacité énergétique, de l'utilisation durable des ressources ou des activités de protection de l'environnement.

Structure du Groupe



* Including Gruppo Waste Italia shares (0,46%)
 **remaining 30% owned by Vescovo Romano & C. Srl
 *** remaining 5% owned by Innovatec Power Srl

Sources : Innovatec

Les activités d’Innovatec

ENVIRONMENT & CIRCULAR ECONOMY		INNOVATION & CONSULTANCY SERVICES	EE & RENEWABLES	
cobat	HAIKI	greenUp	Circularity	INNOVATEC VENTURE
INNOVATEC POWER	HOUSE VERDE			
TRADITIONAL ENVIRONMENTAL SERVICES	Collection Selection Recovery of Materials Disposal	High level advisory in circular economy + Cleantech corporate venture capital	B2B	Energy efficiency EPC PV plants Smart vertical technologies
CIRCULAR ECONOMY SERVICES	Recycling Energy recovery EPR driven services		B2C	HouseVerde (“HV”) Energy communities
			PA	Kyoto fund Energy communities
The Italian leading operator providing 360-degree services in circularity and sustainability	We integrate Energy Efficiency services and the full cycle of Environmental services , from recovery to recycling	We also have an impact in helping other Companies improve the circularity in their products and processes		

Sources : Innovatec

Le groupe Innovatec est en mesure d'agir sur l'ensemble de la chaîne de valeur dans le domaine de la durabilité environnementale : de l'efficacité énergétique à l'optimisation des processus environnementaux, de l'efficacité de l'eau aux services intégrés de conseil, de recherche et de formation pour les différentes chaînes de production du secteur - une contribution de plus en plus importante pour soutenir le développement de « l'économie circulaire ».

Les différentes filiales du groupe opèrent au sein de deux divisions distinctes :

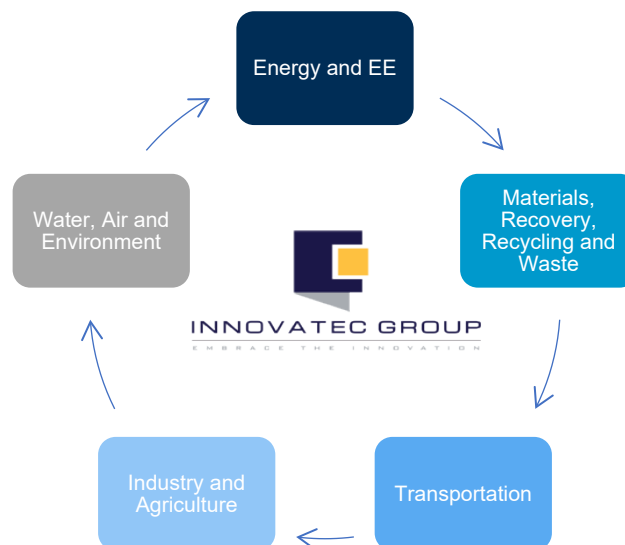
ENVIRONMENT & CIRCULAR ECONOMY (E&CE)

La filiale Haiki+ S.r.l. (« Haiki+ »), à travers les filiales opérationnelles Green Up S.p.A. (« GreenUp »), Vescovo Romano & C. S.r.l. (« Vescovo Romano »), Ecological Wall S.r.l. (« Ecological Wall »), Matemorfosi S.r.l. (« Matemorfosi »), S.E.A. - Servizi Ecologici Ambientali (« SEA ») et COBAT S.p.A. (« COBAT »), **offre des services de gestion intégrée pour la collecte, le transport, le traitement, la récupération, la valorisation et l'élimination des déchets spéciaux non dangereux**, en assistant ses clients dans la gestion correcte et efficace des déchets, en réduisant l'impact environnemental de l'activité commerciale avec une augmentation progressive de la quantité de matériaux récupérés, conformément aux principes de l'économie circulaire et du zéro déchet.

ENERGY EFFICIENCY & RENEWABLES (EE)

La filiale Innovatec Power S.r.l. (« Innovatec Power »), **qui développe des projets et propose des produits et des services à haut rendement énergétique pour les clients industriels (B2B) et, grâce au récent projet HouseVerde (HV), propose des mesures d'efficacité énergétique pour les ménages et les copropriétés (B2C)**. Innovatec Power opère également dans le secteur des énergies renouvelables et a, comme « activité principale » supplémentaire, la construction et la gestion de grandes et moyennes installations d'énergie renouvelable (installations photovoltaïques, communautés énergétiques et autres) et la construction d'installations d'élimination des déchets.

Clean Tech Principles: Économie circulaire



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Dans un environnement concurrentiel où la durabilité sociale et environnementale devient de plus en plus centrale, l'acquisition de CleanTech par Innovatec vise à renforcer sa résilience et à devenir un acteur de premier plan en matière de **durabilité** grâce à l'utilisation responsable et efficace des ressources en reliant l'énergie et l'efficacité énergétique au cycle des matériaux, ainsi qu'à la récupération et au recyclage des déchets. L'intégration de CleanTech a encore enrichi le savoir-faire et l'expertise d'Innovatec en matière d'économie circulaire, dans le but d'explorer de nouvelles opportunités de marché. Cette nouvelle approche permettra au groupe d'augmenter ses revenus à l'avenir grâce à la **vente croisée** de services/projets dédiés au développement et à la mise en œuvre de solutions innovantes, conformément aux nouveaux objectifs de durabilité (économiques, sociaux et environnementaux).

Innovatec étant présente sur différents marchés, nous analyserons d'abord le marché cible, puis nous présenterons les solutions qu'Innovatec propose sur le marché correspondant.

L'économie circulaire

De manière générale, Innovatec se positionne dans le secteur des technologies propres (« CleanTech »). **Les technologies propres désignent tout processus, produit ou service qui réduit les incidences négatives sur l'environnement par des améliorations importantes de l'efficacité énergétique, l'utilisation durable des ressources ou des activités de protection de l'environnement** (source : Innovatec). Les technologies propres peuvent être considérées comme un point de départ pour la durabilité. Il existe diverses initiatives au niveau international et national auxquelles Innovatec est sensible, telles que (mais sans s'y limiter) : **le Green Deal de l'UE, le « Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza » (PNRR) et le plan d'action pour l'économie circulaire.**

CleanTech : Intégration verticale

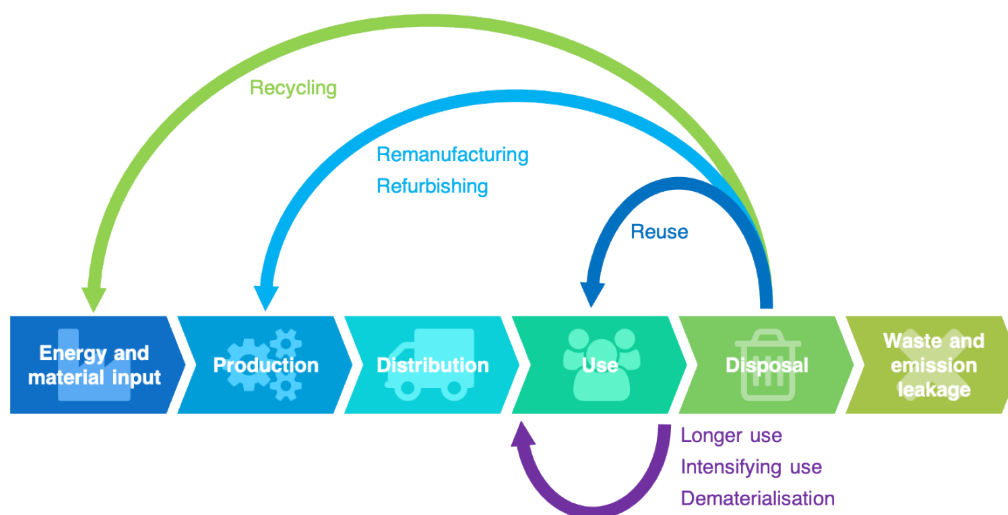


Sources : Innovatec, Cleantech, TP ICAP Midcap

A. L'économie circulaire : un 'focus' sur la gestion des déchets

L'économie circulaire peut être synthétisée à partir de deux concepts sous-jacents : l'économie circulaire et l'innovation des modèles d'affaires (source : Geissdoerfer et al., 2020). Dans cette optique, l'économie circulaire vise à maximiser la valeur des produits, des matériaux et des ressources le plus longtemps possible en les réintégrant dans le cycle de production à la fin de leur utilisation, tout en minimisant la production de déchets (source : Eurostat).

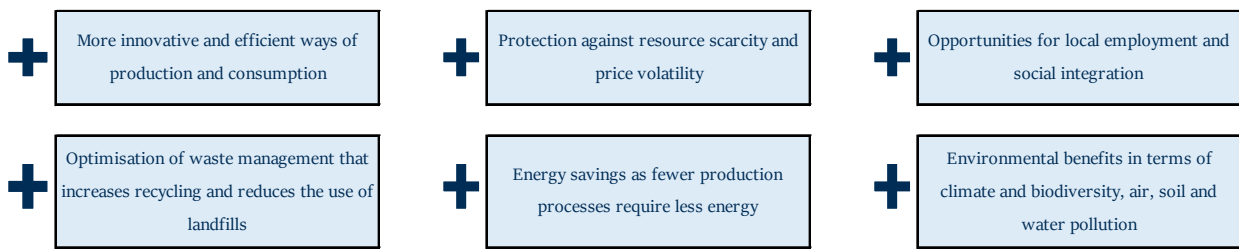
CleanTech



Sources : Circular business model: a review – Journal of Cleaner Production

Certains pays européens, en particulier, ont franchi des étapes importantes dans la réalisation des objectifs de l'économie circulaire : Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Italie, Luxembourg, Pologne, Portugal, Slovénie, Espagne et Pays-Bas. L'Italie est l'un des leaders en matière de pratiques de recyclage des déchets municipaux grâce à une progression constante depuis l'introduction du concept.

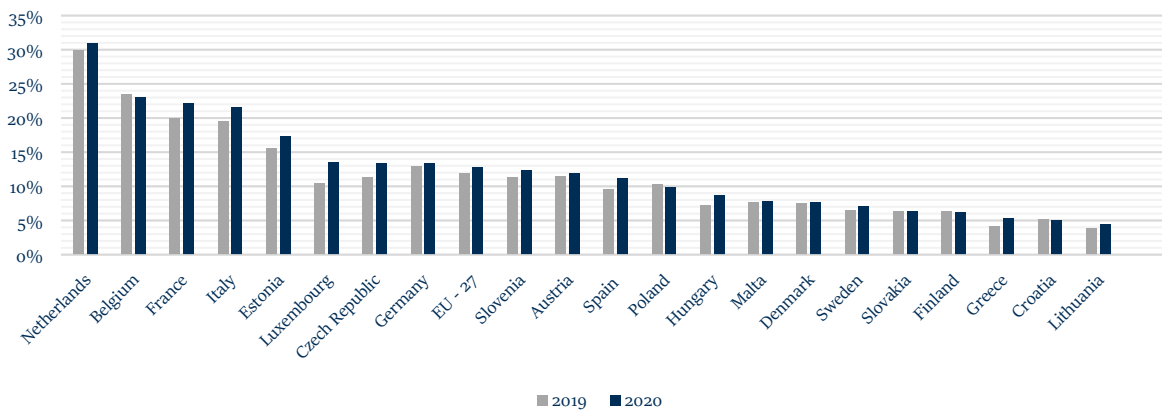
Avantages de l'économie circulaire



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Le taux d'utilisation de matériaux circulaires en Italie en 2020 était équivalent à 21,6 %, contre 19,5 % en 2019 (source : Eurostat). Seuls la France, la Belgique et les Pays-Bas ont enregistré des taux d'utilisation de matériaux plus élevés en 2020. En ce qui concerne la production de déchets, la moyenne de l'UE en 2020 a dépassé les 505 kg par habitant et par an, ce qui correspond à la production de déchets par habitant en Italie en 2020 (505 kg).

Taux d'utilisation de matériaux circulaires par pays (en %)



Sources : Eurostat, TP ICAP Midcap

Plan d'action pour l'économie circulaire :

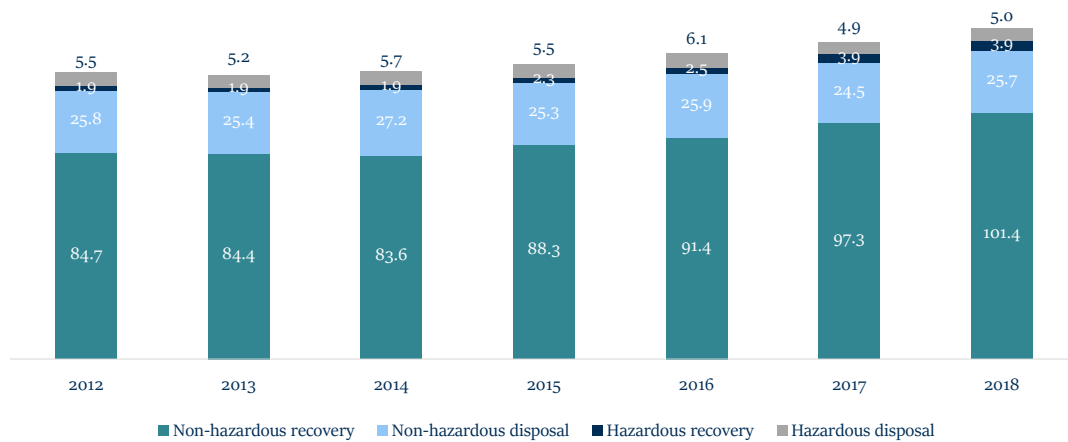
Dans le but de rendre l'UE plus propre et plus compétitive, la Commission Européenne a adopté le nouveau plan d'action pour l'économie circulaire (CEAP), en mars 2020. Tout comme le PNRR, le CEAP s'inscrit dans le cadre de l'agenda pour une croissance durable, le Green Deal européen.

Le nouveau plan d'action annonce des initiatives tout au long du cycle de vie des produits. Plus précisément, la façon dont les produits sont conçus, la promotion des processus d'économie circulaire, et vise à faire en sorte que les déchets soient limités afin d'optimiser les ressources.

Il est possible de segmenter le marché de la gestion des déchets en fonction des caractéristiques, des activités économiques, du pays, et plus encore. Concernant les déchets générés par l'activité économique, en 2018, les secteurs qui ont le plus contribué sont la construction (36%), les mines (26,2%), les carrières et l'industrie manufacturière (10,6%) et les ménages (8,2%), tandis que d'autres secteurs tels que le secteur de l'énergie, les services et l'agriculture ont tous enregistré des taux de contribution inférieurs à 5% (source: Eurostat).

Dans le cadre de cette étude, nous nous concentrerons sur la distinction entre les matières **dangereuses** et **non dangereuses**. Dans cette optique, les déchets non dangereux sont largement dominants concernant la valorisation et l'élimination globale des matériaux. En 2018, environ 127 mille tonnes de déchets non dangereux ont été soit valorisées (recyclées), soit envoyées en décharge, tandis que les déchets dangereux représentaient environ 9 mille tonnes.

Déchets spéciaux dangereux et non dangereux en Italie (en milliers de tonnes)

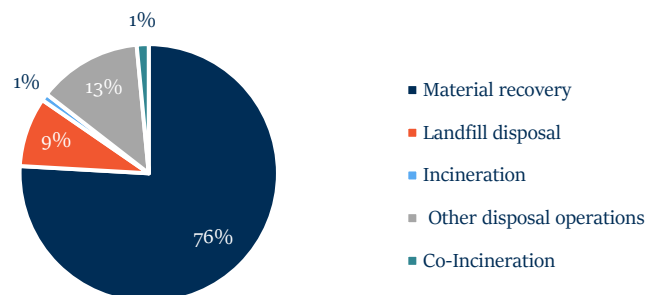
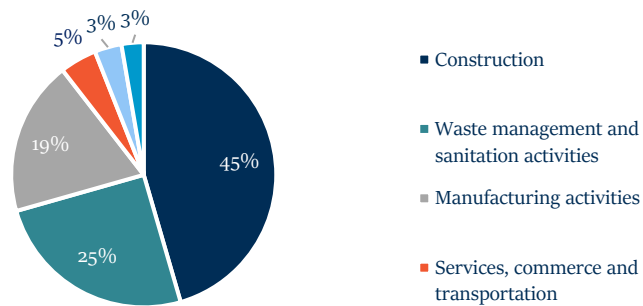


Sources : ISPRA, TP ICAP Midcap

En Italie, comme dans le reste des pays industrialisés, la production de déchets spéciaux est assurée par le secteur de la construction et de la démolition, qui représente 45% de la production totale, soit 51 millions de tonnes. En ce qui concerne les déchets spéciaux non dangereux uniquement, la répartition entre les différentes activités reflète la répartition des données de production totale, comme on peut le supposer étant donné la forte incidence de ce type de déchets (93%).

Le bois traité, les additifs pour béton, l'amiante, les sols contaminés, les produits de conservation, les adhésifs, la peinture et divers types de batteries ne sont que quelques exemples de déchets spéciaux résultant des activités de construction et de fabrication.

Production de déchets spéciaux en Italie (%) (ci-dessus) et gestion des déchets spéciaux en Italie (%) (ci-dessous)



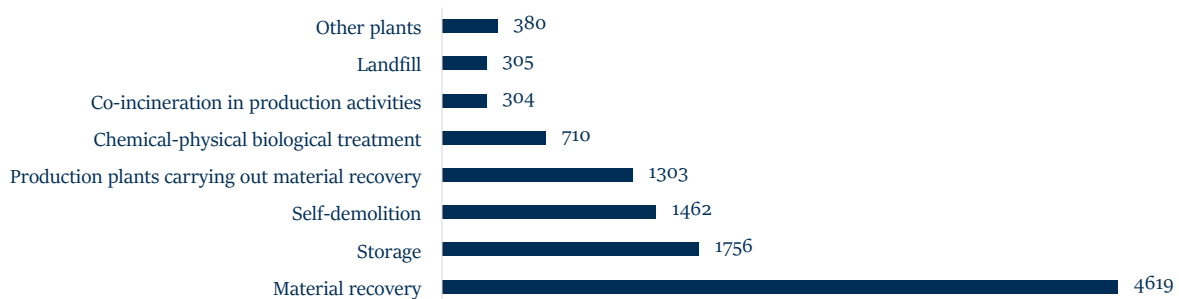
Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Étant donné la nature des déchets spéciaux générés par les secteurs de la fabrication et de la construction, la solution la plus efficace pour ces matériaux est le processus de récupération. La mise en décharge et l'incinération ne sont pas préférables en raison de leur empreinte carbone élevée, mais elles sont nécessaires une fois que tous les matériaux précieux/recyclables sont récupérés.

Les installations dédiées à la récupération des matériaux (4619 sites) équivalent à 43% des installations nationales de gestion des déchets en Italie; elles sont suivies par les installations qui ne font que stocker les déchets en vue de leur récupération/élimination avec 16% (1756 unités). Enfin, les installations d'autodémolition représentent 14% et les installations de production, qui effectuent la récupération des matériaux dans le cadre du cycle de production, représentent 12%.

Le nombre total de décharges en activité est de 305, et il a diminué progressivement au cours des dernières années. Les décharges pour déchets non dangereux sont fortement concentrées dans le nord de l'Italie (75 décharges), 44 dans le sud et 31 dans le centre du pays.

Installations nationales de gestion des déchets en Italie

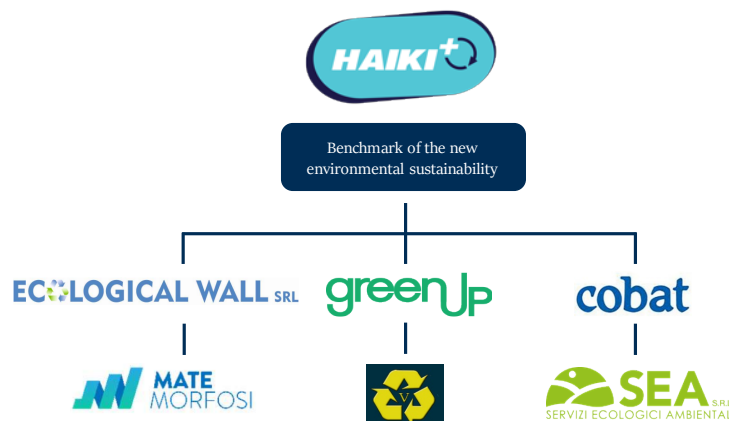


Sources : "Rapporto rifiuti speciali 2021", TP ICAP Midcap

B. « Environment and Circular Economy » - 54% des revenus 2021 : la solution d'Innovatec

Les services environnementaux (E&CE) comprennent la collecte et le transport des déchets soit par la propre flotte du Groupe soit par des tiers. La collecte conduit ensuite au traitement des déchets, qui s'effectue via des systèmes de sélection et de traitement exclusifs. Le groupe dispose actuellement d'un ensemble de 5 centres dans le nord de l'Italie et de plus de 1000 clients, dont la plupart sont de grandes entreprises. En outre, Innovatec assure l'élimination permanente des déchets grâce à deux décharges actives exclusives et une troisième en vertu d'un contrat de location, situées dans le nord de l'Italie.

Environment & Circular Economy (E&CE)



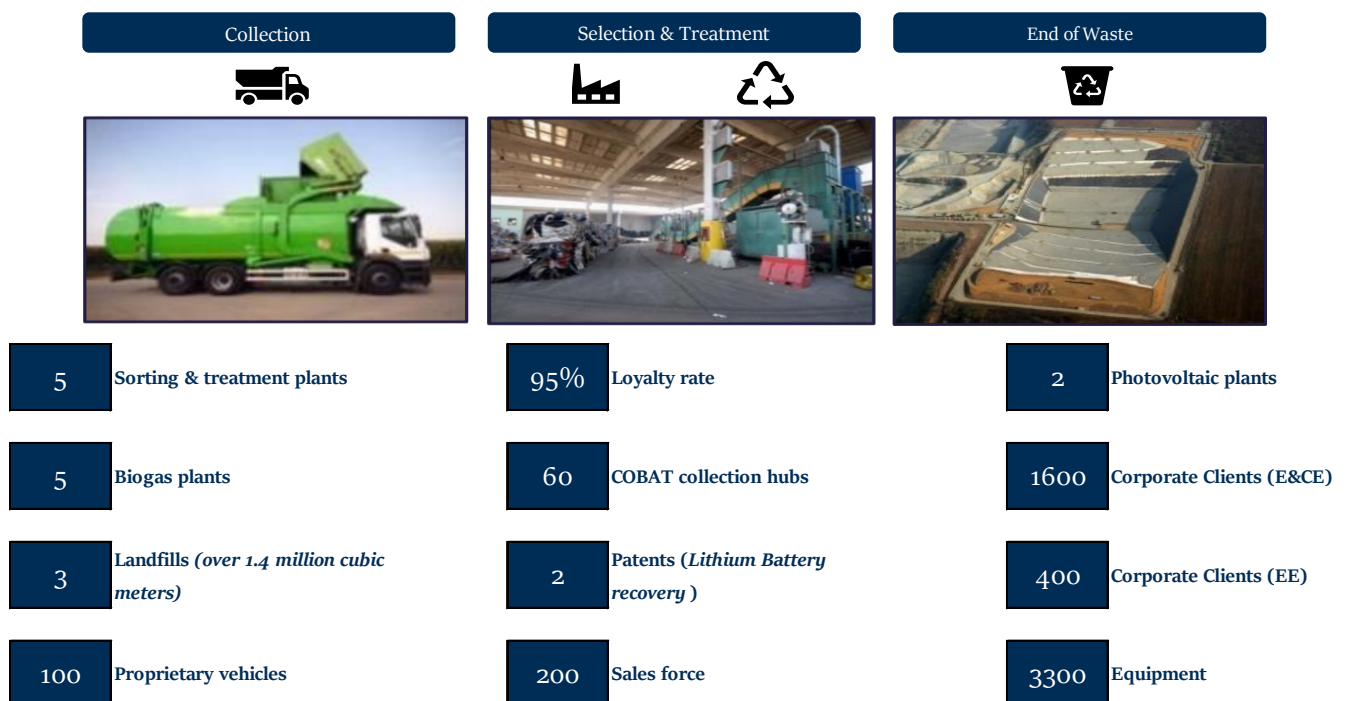
Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

La **nouvelle sous-holding (Haiki+)** regroupe toutes les sociétés du groupe opérant dans l'économie circulaire, telles que Green Up, Vescovo Romano, COBAT, SEA, Ecological Wall et Matemorfoasi, offrant à ses clients un soutien complet sur tous les aspects de la transition écologique à travers :

- Les services environnementaux intégrés ;
- Des usines spécialisées innovantes dédiées à la valorisation matière et énergétique ;
- Les pôles d'économie circulaire ;
- Le conseil en environnement.

La structure innovante représente une étape fondamentale dans la mise en œuvre de la stratégie d'Innovatec visant à combiner création de valeur et durabilité environnementale, conformément aux objectifs de développement durable fixés par l'Agenda 2030 des Nations unies et adoptés par le Plan national intégré de l'énergie et du climat (PNIEC). L'objectif d'Haiki+ est d'être le point de référence en matière de durabilité environnementale à la lumière de la nouvelle transition écologique vers les objectifs de 2050.

Environment & Circular Economy (E&CE)



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Toutes les entreprises du groupe Haiki+ satisfont aux conditions de l'économie circulaire, en encourageant le processus de récupération des déchets et la création de valeur en réduisant leur impact environnemental. Conformément au cadre européen qui exige que les déchets soient traités selon les principes de proximité et de valorisation (ou d'élimination), les filiales du groupe aident les clients à gérer correctement les déchets, réduisant ainsi leur impact environnemental. Le service environnemental intégré à un modèle d'entreprise verticalement intégré, ce qui permet à Innovatec d'être présent à chaque étape de la chaîne des déchets. Le groupe s'appuie sur une structure verticalement intégrée et un modèle commercial basé sur une force de vente interne et des partenariats consolidés à long terme.

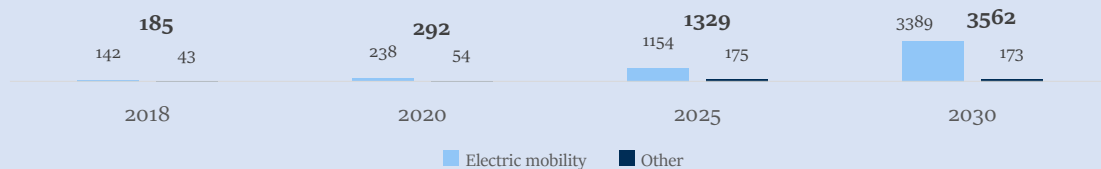
La filiale d'Innovatec - GreenUp - gère : 5 installations de traitement des déchets au cœur des activités de la collecte des déchets, 5 usines de biogaz et 3 décharges. Dans le but d'étendre et d'améliorer son service à la clientèle, GreenUp a acquis Vescovo Romano, une société qui traite et commercialise les déchets en particulier les déchets papiers. L'usine de Palazzolo Verellese (VC) est un centre de traitement et de valorisation des déchets à la pointe de la technologie.

Consortiums: l'avenir de la gestion des déchets et de la circularité

Dans divers secteurs, des groupes d'entreprises travaillent ensemble pour atteindre un objectif commun, mais les plus courants sont les consortiums de gestion des déchets. En Italie, il en existe plusieurs types, chacun se concentrant sur des déchets différents. GreenUp et Vescovo Romano se concentrent largement sur les déchets divers. COBAT est spécialisé dans la collecte, la sélection et le traitement des **déchets d'équipements électriques et électroniques (DEEE)** et des piles. COBAT exerce ses activités par la gestion de contrats de service avec des consortiums de la chaîne d'approvisionnement tels que :

- COBAT RAEE : consortium qui se concentre sur les DEEE ;
- COBAT TYRE : pour la gestion de la fin de vie des pneus ;
- Cogepir : pour la collecte et l'élimination des feux d'artifice en fin de vie destinés à la signalisation, au sauvetage et à la sécurité ;
- COBAT Composite : pour le traitement et l'élimination des produits hors d'usage en matériaux composites, principalement composés de fibres de verre et de carbone ;
- COBAT ECOFACTORY : pour le traitement des piles au lithium en fin de vie ;
- COBAT Textile : pour la collecte, le traitement et la valorisation des textiles en fin de vie.

Avec l'intégration de SEA, le Groupe est en mesure de réaliser des consortiums intégrés verticalement avec des installations de traitement de pointe. **Innovatec est le seul acteur à avoir intégré un consortium et des installations en Italie.**



Source: World Economic Forum, 2021

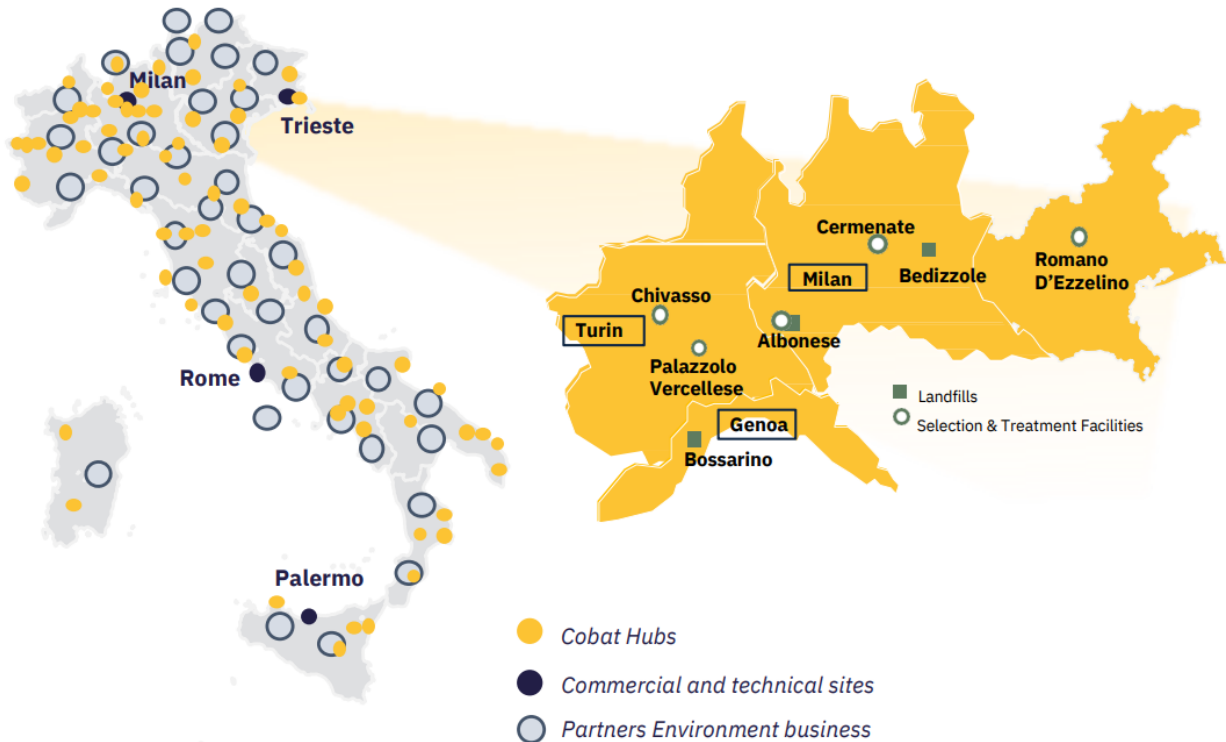
Le graphique ci-dessus montre que la demande mondiale de batteries **devrait être multipliée par 19 pour atteindre 3600 GWh en 2030** (source : World Economic Forum, 2021), soulignant la tendance croissante des véhicules électriques (VE). Le marché mondial du recyclage des batteries devrait connaître un CAGR de 9% (source : Innovatec). Les indicateurs sont prometteurs au vu des brevets de COBAT sur les batteries au lithium et du savoir-faire développé dans le traitement des déchets spéciaux. Au niveau mondial, **moins de 5% des batteries au lithium sont recyclées** (source : Innovatec). L'UE propose en fait une initiative visant à rendre le cycle de vie des batteries durable à court, moyen et long terme. Cette initiative est principalement motivée par l'augmentation du nombre de VE (estimé à 30 millions avant 2030) (source : UE).

Matemorforesi et Ecological Wall visent deux marchés de niche : les **matelas et les cloisons sèches** :

- Matemorforesi est la première installation de traitement en Italie dédiée à la récupération de matériaux précieux dans les matelas en fin de vie ;
- Ecological Wall propose une méthode économiquement durable pour récupérer le plâtre des cloisons sèches, un modèle à fort potentiel à l'étranger - le marché américain représentant environ 14 milliards de dollars en 2020 (source : GVR).

GreenUp, SEA et COBAT fournissent des **services de collecte et de transport** des déchets via leur propre flotte et des collecteurs tiers, qui sont ensuite transportés vers des installations de tri et de traitement et des décharges dans toute l'Italie. Les matériaux non récupérables sont compactés et envoyés dans des décharges, tandis que les matériaux combustibles sont transformés en « *refuse derived fuel* » (RDF). Les déchets organiques sont transformés en biogaz puis vendus, tandis que les matériaux récupérables sont ensuite recyclés.

La structure verticalement intégrée d'Innovatec, avec une présence stratégique à chaque étape des cycles de production, garantit une rentabilité et une flexibilité soutenues par un service à la clientèle complémentaire.



Sources : Innovatec

Environmental services & Circular Economy: une approche strictement B2B

Les services de gestion globale des déchets constituent une activité extrêmement importante pour le groupe, qui se concentre essentiellement sur les services interentreprises (B2B). Pourquoi ? Il y a plusieurs raisons. En 2008, l'Union européenne a introduit la directive 2008/98/CE, un cadre juridique pour le traitement des déchets dans l'UE. **Ce cadre a été conçu pour protéger l'environnement et la santé humaine en soulignant l'importance de techniques appropriées de gestion, de valorisation et de recyclage des déchets afin de réduire la pression sur les ressources et d'améliorer leur utilisation.**

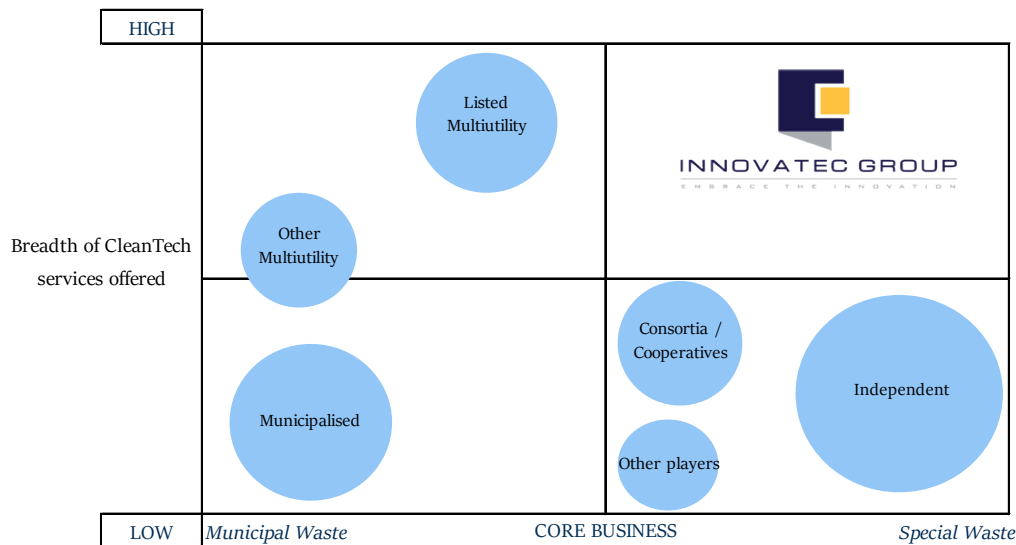
La directive établit une hiérarchie des déchets : prévention, réutilisation, recyclage, valorisation à d'autres fins (comme l'énergie) et élimination, que chaque producteur doit suivre afin d'optimiser la production dans son ensemble. En outre, la directive met l'accent sur le « principe du pollueur-payeur », selon lequel le producteur initial de déchets doit payer les coûts de gestion des déchets, et introduit la « **responsabilité élargie du producteur** », **selon laquelle le producteur et l'organisme de gestion des déchets partagent la responsabilité** (source : "EU waste management law" - EUR-Lex).

Par conséquent, grâce à la directive 2008/98/CE, Innovatec s'appuie sur la confiance et la réputation de ses clients, qui sont soumis à des contrôles approfondis afin de respecter leurs objectifs ESG et les normes générales de durabilité. Ces relations solides avec ses clients donnent au groupe la possibilité de se livrer à des activités de **ventes croisées, intégrant ainsi ses services d'environnement et d'économie circulaire avec l'efficacité énergétique et les énergies renouvelables.**

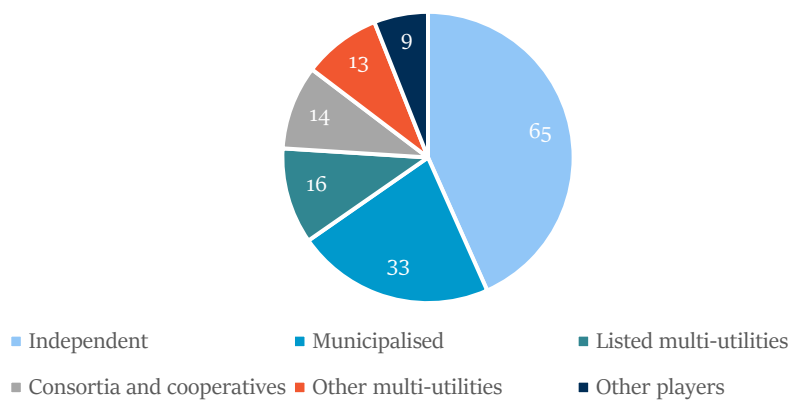
C. Le positionnement d'Innovatec sur le marché E&CE

Le marché de *l'environnement et de l'économie circulaire* (E&CE) en Italie est très fragmenté, principalement composé d'acteurs de petite/moyenne taille. En Italie, il y a environ 2500 entreprises actives sur le marché E&CE, dont plus de 90% génèrent plus de 20 millions d'euros de revenus (Grant Thornton, 2020). Sur les 2500 entreprises actives dans le secteur, environ 150 sont considérées comme des concurrents, qui peuvent être regroupés de la manière suivante :

- Opérateurs indépendants : entreprises dont l'activité principale est la fourniture de services de protection de l'environnement. Ne font partie d'aucun groupe public ou international de services publics multiples.
- Municipalisés : contrôlés par des municipalités et des entités italiennes, fournissant des services à leurs propres municipalités.
- Multi-utilités cotées : cotées à la Borsa Italiana et fournissant des services de protection de l'environnement et d'économie circulaire. A2A, Iren, Acea et/ou Hera entrent toutes dans cette catégorie.
- Consortiums et coopératives : entreprises actives dans les services de protection de l'environnement, gérées par des consortiums ou des coopératives.
- Autres multi-utilities : entreprises de services publics ou privés.
- Autres acteurs : toutes les autres entreprises qui n'entrent dans aucune des catégories ci-dessus, principalement des groupes et des investisseurs internationaux.



Acteurs de l'E&CE en Italie



Sources : Grant Thornton, TP ICAP Midcap

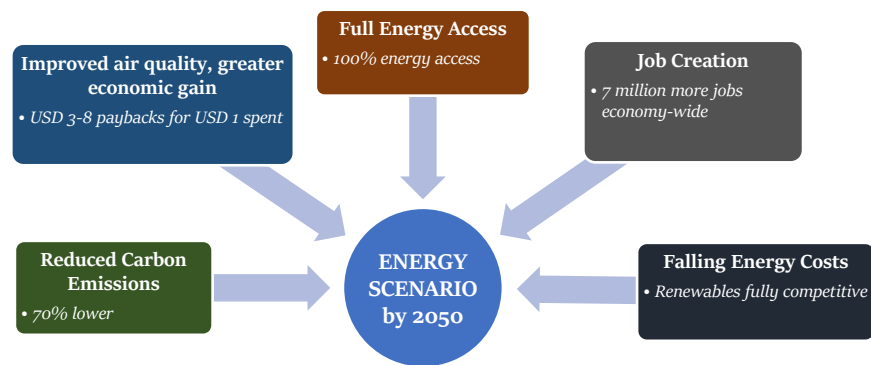
Innovatec est positionné pour jouer un rôle de leader sur le marché, grâce à son expertise à 360 degrés, son offre commerciale et sa stratégie au sein de l'économie circulaire. Ainsi, le groupe propose un service end-to-end à l'échelle nationale, offrant toute la gamme des services liés aux technologies propres, une caractéristique inégalée au sein de la concurrence. En outre, les brevets exclusifs et à valeur ajoutée du Groupe permettent une intégration verticale (pneus et DEEE).

Efficacité énergétique : vers des émissions « Net Zero »

Le changement climatique est devenu l'une des principales préoccupations de ce siècle. En réponse, il faut une transformation énergétique complète qui permettrait de réduire radicalement les émissions de carbone, la « racine de tous les maux » en matière de changement climatique. La décarbonisation du secteur de l'énergie et la réduction des émissions de carbone dans leur ensemble sont les principaux objectifs des feuilles de route de l'Agence internationale pour les énergies renouvelables (IRENA) et de l'Accord de Paris en matière de transformation énergétique. La réduction des émissions de carbone est sans aucun doute le principal moteur de la promotion des énergies propres durables, mais ce n'est pas le seul (source : « *Global Renewables Outlook* » - IRENA).

A. Efficacité énergétique et énergies renouvelables

Les principaux moteurs de la transformation énergétique



Sources : IRENA, TP ICAP Midcap

Parmi les facteurs attractifs présentés ci-dessus, rendre les énergies renouvelables plus accessibles faciliterait tous les autres avantages potentiels. Les technologies des énergies renouvelables peuvent être appliquées dans divers scénarios, notamment dans les zones rurales, ce qui pourrait grandement améliorer la vie des gens et stimuler les économies locales. L'amélioration de la qualité de l'air par la réduction des émissions de carbone apporterait la prospérité en réduisant les problèmes de santé, et donc en stimulant la productivité. Les bénéfices de l'amélioration de la qualité de l'air dépasseraient certainement le coût global de mise en œuvre des énergies renouvelables. Selon les estimations, **les économies totales réalisées grâce à l'amélioration de la santé, à la réduction des subventions et à la diminution des effets du changement climatique devraient générer plus de 160 000 milliards USD au cours des 30 prochaines années (source : IRENA).**

Green Deal de l'UE :

En décembre 2019, l'UE a présenté le Green Deal, un ensemble d'objectifs pour au moins 1 000 milliards d'euros d'investissements durables au cours des 10 prochaines années. Certains des objectifs les plus notables tournent autour des émissions, avec des objectifs et des initiatives spécifiques proposés pour diminuer les émissions de 55 % avant 2030 et atteindre des émissions nettes nulles avant 2050, faisant de l'Europe le premier continent neutre en carbone. Ces investissements seront principalement axés sur le secteur de l'énergie, l'industrie manufacturière (optimisation de la consommation énergétique des infrastructures) et la mobilité (passage à l'électrique).

Énergie	Bâtiments	Industrie	Mobilité
Décarboniser le secteur de l'énergie, qui est responsable de plus de 75 % des émissions de gaz à effet de serre de l'UE	Faciliter la rénovation des bâtiments privés afin de réduire les coûts et la consommation d'énergie pour la population	Soutenir diverses industries pour qu'elles innovent et deviennent un leader de l'économie verte	Introduire des formes de transport privé et public plus propres, moins chères et plus durables

Le plan de transition énergétique de l'Italie : une branche de l'arbre européen

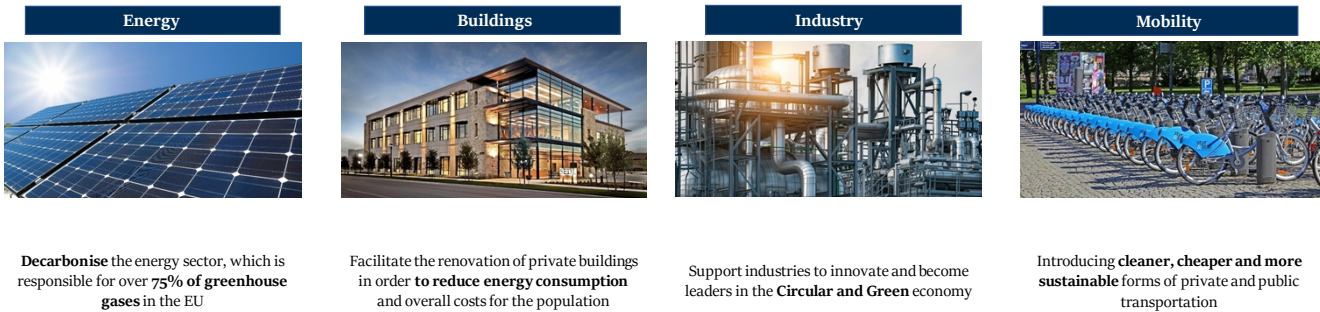
Le scénario des énergies renouvelables en Italie s'inscrit dans un cadre global d'objectifs européens à moyen terme jusqu'en 2030, en tant qu'étapes intermédiaires vers une économie européenne climatiquement neutre d'ici 2050. L'objectif de neutralité climatique, avec lequel l'Union européenne veut se positionner en tant que leader mondial, a été défini pour la première fois dans la vision stratégique à l'horizon 2050, puis réaffirmé dans le « Green Deal » européen, dans lequel la Commission européenne présente une feuille de route opérationnelle pour atteindre l'objectif de zéro émission nette de gaz à effet de serre (GES) d'ici 2050 et découpler la croissance économique de l'utilisation des ressources.

Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR):

Le PNRR est un plan de relance mis en place suite à la pandémie de Covid-19. Le PNRR est une « extension nationale » du « Green Deal » de l'UE, dont **environ 60 milliards d'euros seront affectés à la transition écologique et à l'innovation globale de divers secteurs.**

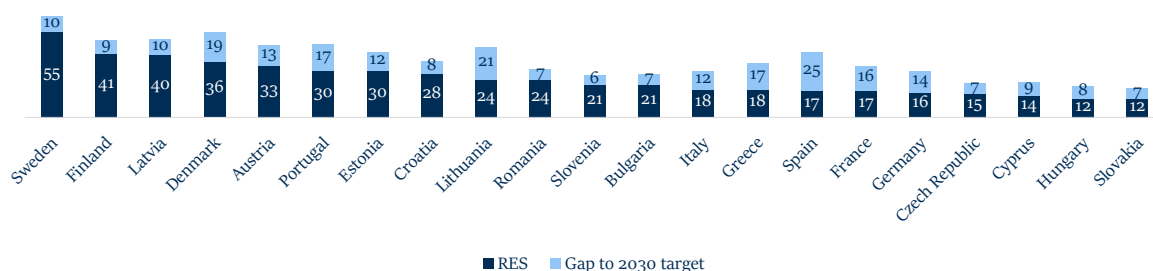
Sous l'égide du PNRR, Innovatec est particulièrement sensible à quatre initiatives :

1. Superbonus 110% (**14 milliards d'euros**) → comporte une déduction pour les interventions dédiées à l'isolation et aux économies d'énergie des ménages ;
2. Transition énergétique (**3,5 milliards d'euros**) → financement de projets innovants (tels que « Progetti Faro »), promotion des centrales électriques innovantes, de biométhane et de ports verts ;
3. Communautés énergétiques (**2,2 milliards d'euros**) → financement du développement des énergies renouvelables dans les communautés énergétiques ;
4. Agro-Photovoltaïque (**2,6 milliards d'euros**) → financement de centrales photovoltaïques dans l'agriculture et l'élevage.



La volonté d'accélérer dans cette direction a ensuite été réaffirmée par la Commission européenne elle-même en mars 2020 en proposant le premier Acte climatique européen visant à faire de l'objectif zéro émission 2050 un objectif contraignant pour les pays de l'UE (source : Commission européenne, « Proposition de règlement établissant le cadre pour parvenir à la neutralité climatique et modifiant le règlement (UE) 2018/1999 », 2020).

Sources d'énergie renouvelables (RES)



Sources : The European House, TP ICAP Midcap

Les énergies renouvelables, sont devenues la source la moins coûteuse de production d'électricité. Les coûts des technologies solaires et éoliennes continuant à baisser, ce phénomène se reproduira également dans les économies émergentes. Les données de la base de données IRENA sur les coûts des énergies renouvelables indiquent qu'au cours de la dernière décennie, le coût nivelé de l'électricité (LCOE) pour l'énergie photovoltaïque a baissé de 77 %, tandis que l'éolien terrestre a enregistré une baisse de 35 % et l'éolien offshore de 20 % (source : IRENA, 2021).

L'énergie photovoltaïque : fer de lance de la transition vers les énergies renouvelables...

L'objectif global est de ramener le coût énergétique des énergies renouvelables en dessous de la fourchette de coût des combustibles fossiles (environ 0,05 €/kWh et 0,2 €/kWh). Le LCOE moyen pondéré mondial pour le solaire photovoltaïque devrait diminuer constamment pour atteindre 0,04 €/kWh en 2030 (source : IRENA, 2021). L'Union européenne va de l'avant pour mettre en œuvre l'accord de Paris, en imposant la décarbonisation complète de l'économie et en mettant en place le contrat vert de l'UE. Cette initiative est sur le point d'atteindre le niveau d'ambition nécessaire qui créera une opportunité sans précédent d'accélérer l'électrification basée sur les énergies renouvelables pour tous les secteurs d'utilisation finale. Les propositions devraient maximiser le potentiel d'une chaîne de valeur solaire véritablement européenne, en redéveloppant la capacité de fabrication critique de composants solaires photovoltaïques (PV) en Europe, tout en créant plus d'un million d'emplois verts européens d'ici 2030.

Le tableau ci-dessous présente les taux de croissance estimés en giga-watts (GW) sur la base des données de 2020. Après l'Allemagne, l'Italie possède la capacité solaire totale la plus élevée, soit 22 GW (364 Watt par habitant), l'un des taux les plus élevés d'Europe. Les plans nationaux italiens pour l'énergie et le climat (NECP) ont défini plusieurs objectifs afin d'accroître la dépendance globale du pays à l'égard de l'électricité photovoltaïque. **D'ici 2030, le NECP visera un équivalent de 864 watts photovoltaïques par habitant, ce qui est nettement supérieur à la moyenne photovoltaïque de l'UE (758 W/hab.).** Ces dernières années, l'une des principales limitations à l'adoption de projets photovoltaïques concernait l'accès général aux terres. Dans le passé, le système d'enchères en Italie ne permettait pas l'accès aux projets photovoltaïques sur les terres agricoles, ce qui a eu pour conséquence qu'un grand nombre d'enchères étaient sous-souscrites.

Capacité solaire des 10 premiers pays de l'UE en 2021

Country	2021 Total capacity (GW)	2021 Watt per capita	By 2025 Total capacity medium scenario (GW)	2022-2025 New capacity (GW)	2022-2025 Compound annual growth rate (%)
Germany	59.9	715	107.6	47.7	16%
Spain	17.9	384	36.8	18.9	20%
Netherlands	13.1	765	30.2	17.1	23%
France	13.2	198	28.3	15.1	21%
Poland	7.1	187	16.8	9.7	24%
Denmark	2.8	490	11.7	8.9	43%
Italy	22	364	29.1	7.1	7%
Portugal	1.5	137	6.6	5	44%
Greece	4.8	465	9.8	5	19%
Belgium	6.9	596	10.9	3.9	12%

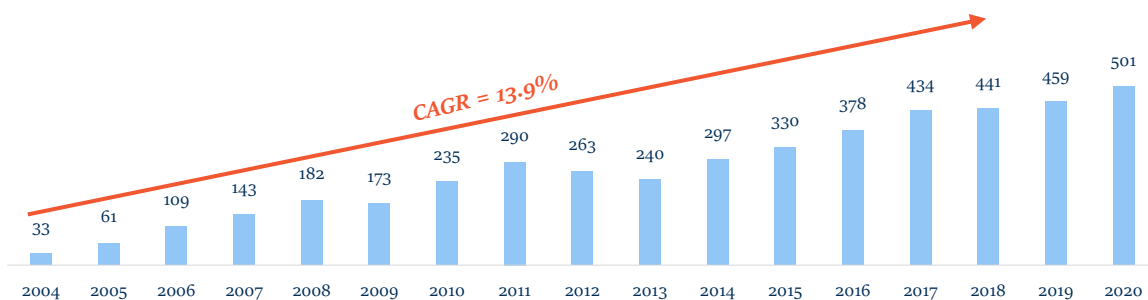
Sources : SolarPower Europe (2021), United Nations (2020), TP ICAP Midcap

...un phénomène international qui n'a pas l'intention de se ralentir

L'efficacité énergétique reste la pierre angulaire de la transition vers un avenir énergétique plus propre, plus sûr et plus durable. Bien qu'elle ne suffise pas à elle seule à atteindre les objectifs de l'accord de Paris, elle présente une caractéristique essentielle qui la rend unique. L'importance et les avantages de l'efficacité énergétique ont été bien documentés et démontrés dans tous les secteurs économiques clés, tant dans les économies développées que dans les économies émergentes, et par conséquent, les gouvernements sont désormais de plus en plus conscients de l'importance de l'efficacité énergétique.

Les investissements axés sur la transition énergétique vers les énergies renouvelables ont rapidement augmenté au cours des 8 dernières années, doublant presque depuis 2014. **De 2004 à 2020, les investissements mondiaux ont enregistré un CAGR de 13,9 %, passant de 33 milliards d'euros en 2004 à 501 milliards d'euros en 2020.** L'engagement en faveur de l'objectif de décarbonisation se traduira bientôt par une augmentation plus importante des investissements grâce au Green Deal de l'UE, comme indiqué précédemment. L'effet de ces initiatives est mis en évidence par l'augmentation de +9% de 2019 à 2020, malgré les perturbations économiques causées par Covid-19. Les gouvernements sont de plus en plus conscients que les mesures d'efficacité énergétique peuvent apporter de multiples avantages à l'économie, notamment des économies de coûts, de faibles émissions, une sécurité énergétique, des améliorations de la productivité et de la balance commerciale, et une plus grande intégration de la production d'électricité renouvelable. Face à ces avantages, libérer le potentiel économique de l'efficacité énergétique nécessite des politiques fortes et déterminées pour surmonter la combinaison d'obstacles économiques et non économiques à l'efficacité.

Investissement Mondial dans la transition énergétique (milliards d'euros)

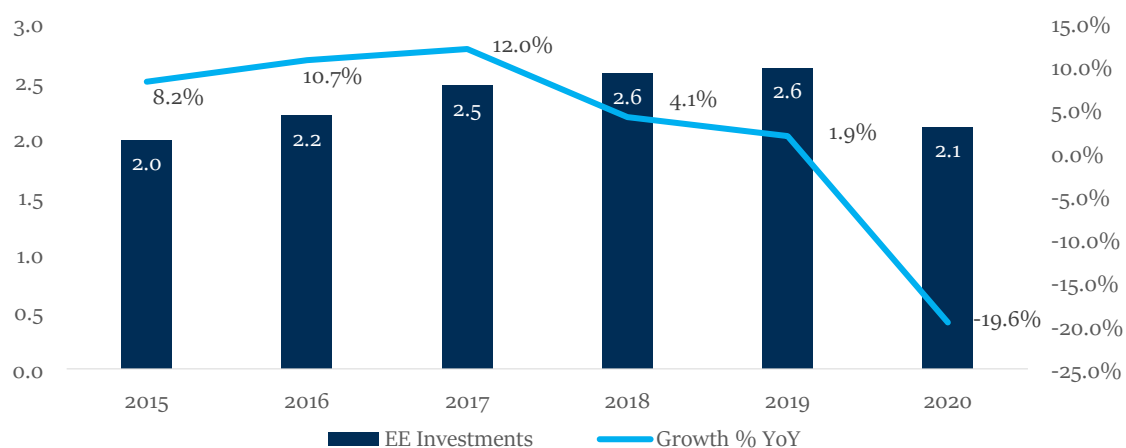


Sources : BloombergNEF, TP ICAP Midcap

En 2020, les investissements dans l'efficacité énergétique (EE) en Italie se sont élevés à 2,1 milliards d'euros, enregistrant une baisse de 19,6 % par rapport à 2019 en raison de la pandémie de Covid-19. Néanmoins, environ 3,8 milliards d'euros (18 %) ont été consacrés aux centrales de cogénération, tandis que 3,2 milliards d'euros (15 %) ont été consacrés aux centrales à combustion efficace. D'ici 2023, les investissements dans l'efficacité énergétique devraient augmenter de 17 % par an pour atteindre 3 milliards d'euros, sous l'impulsion du PNRR.

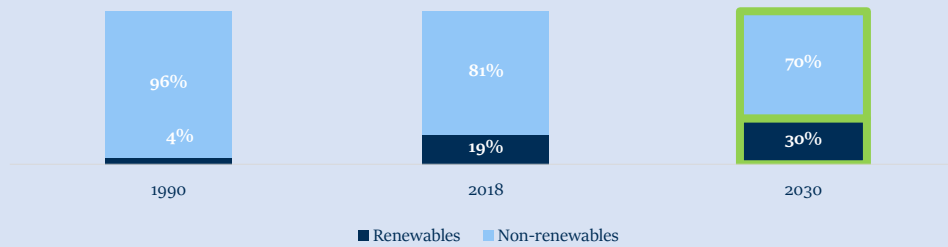
Si l'on s'intéresse plus particulièrement à la composante « énergies renouvelables » des investissements dans la transition énergétique, le message est clair. L'investissement mondial dans la capacité des énergies renouvelables s'est élevé à 303,5 milliards d'euros en 2020, en hausse de 2 % par rapport à 2019, et affichant un CAGR (2004 - 2020) de 8,1 %. L'énergie solaire a ouvert la voie, avec des investissements équivalant à environ 148 milliards d'euros.

Investissements dans l'efficacité énergétique (EE) en Italie (milliards d'euros)



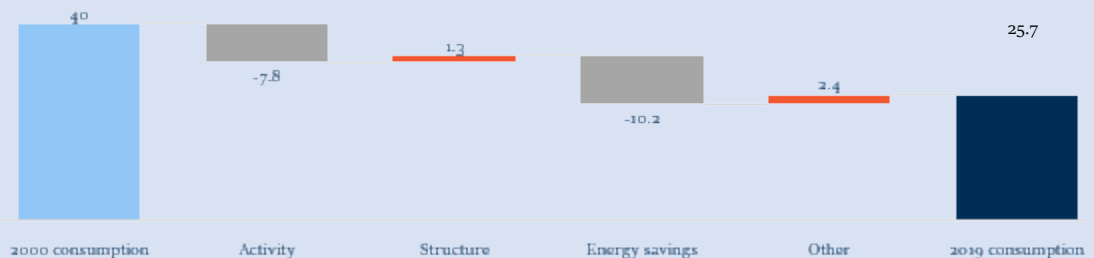
Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Avant l'introduction du PNRR, le gouvernement italien a mis en place un plan de transition énergétique similaire, mais plus progressif, appelé PNEIC. L'objectif pour 2030 consistait à faire en sorte que 30 % de la consommation nationale d'énergie provienne de ressources renouvelables (source : PNEIC).



Sources: Eurostat, Energy & Strategy Group, TP ICAP Midcap

L'évolution historique a été caractérisée par une forte différenciation du mix. Les combustibles fossiles restent prédominants (en 2018), avec une part de 78% de la consommation totale, contre 94% en 1990. Afin d'accélérer cette tendance, les investissements et les subventions dans les combustibles fossiles doivent être supprimés, donc une réorientation substantielle des investissements est nécessaire pour atteindre les niveaux d'émissions mondiaux et nationaux.



Sources: ODYSEE, TP ICAP Midcap

Le graphique ci-dessus illustre les économies d'énergie globales résultant directement de l'élimination progressive des combustibles fossiles en Italie. La diminution globale de la consommation d'énergie dans l'industrie a été de 14,2 Mtep (-35,6) sur la période 2000 - 2019, avec 10,2 Mtep économisés grâce aux efforts d'efficacité énergétique.

B. Efficacité énergétique et renouvelables (46% des revenus en 2021) : la solution d'Innovatec

L'efficacité énergétique se réfère à la conception, la mise en œuvre et la gestion de solutions technologiques visant à optimiser la production et la consommation d'énergie. Le Groupe opère dans ce segment par le biais de sa filiale Innovatec Power S.r.l. (« Innovatec Power »), en soutenant ses clients dans la conception, la mise en œuvre et la gestion d'installations et de solutions technologiques grâce à une offre multimarques, qui utilise des structures dédiées et du personnel certifié EGE (« Expert en Gestion de l'Énergie ») fournissant des solutions personnalisées et optimisées pour répondre à tous les besoins dans le domaine de l'efficacité énergétique.

Environment & Circular Economy (E&CE)



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Ce segment représente environ 46 % de leurs revenus en 2021, et comprend des tâches spécifiques telles que la requalification énergétique des bâtiments publics et la rénovation des bâtiments privés afin de se conformer aux objectifs de durabilité de l'ONU pour 2021. **Il existe deux segments bien définis au sein de cette division : Business-to-Business (B2B) et Business-to-Customer (B2C).**

Business to Business (B2B) – 4% des revenus 2021

Une approche efficace et rationnelle de la gestion de l'énergie permet d'améliorer le rendement commercial, de réduire les déchets et les coûts d'exploitation et, par conséquent, de diminuer l'impact environnemental. Innovatec propose des services intégrés d'efficacité énergétique, en accompagnant ses clients dans la conception, la mise en œuvre et la gestion de solutions technologiques et végétales avancées. Le groupe propose des solutions énergétiques sur mesure, conformément aux directives du protocole de Kyoto, afin de répondre à tous les besoins de ses clients.

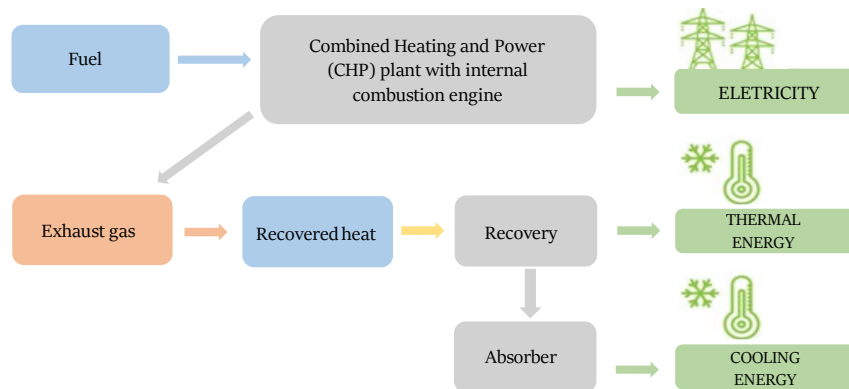
La pandémie de Covid-19 : un obstacle pour les activités physiques

Ce sous-segment est focalisé à 100% sur le client. Toutes les solutions suivantes sont adaptées aux clients sur la base des besoins de ces derniers. Comme ce sous-segment a été particulièrement touché (-61,3% de revenus vs 2020), d'autres opportunités ont fleuri, comme l'opportunité B2C HouseVerde (HV), décrite dans la section suivante. **Le changement d'orientation rapide d'Innovatec, montre la capacité du Groupe à anticiper et à interpréter les contextes législatifs.**

Au sein de la division B2B, le Groupe offre diverses solutions telles que :

- **Les solutions de chauffage et d'électricité combinés (CHP) et de refroidissement, chaleur et électricité combinés (CCHP)** → offrent une production d'énergie thermique et électrique à partir de gaz ;
- **Les solutions photovoltaïques** → offrent une production d'énergie thermique et électrique à partir du rayonnement solaire.
- **Les chaudières à biomasse** → permettent de produire de l'énergie thermique à partir de matières biologiques.

Combined Heating & Power (CHP) and Combined Cooling, Heat & Power (CCHP)



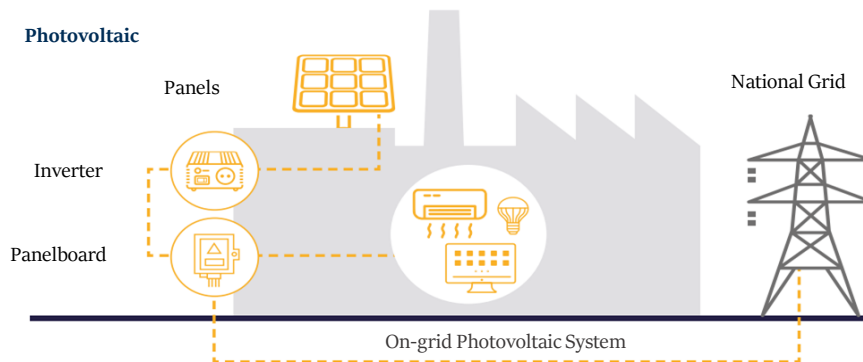
Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

La production combinée de chaleur et d'électricité (PCCE) représente l'une des meilleures solutions pour augmenter l'efficacité énergétique d'une entreprise d'environ 20 à 30 %, grâce à la production combinée d'énergie électrique et thermique, en exploitant un seul vecteur d'entrée énergétique (le gaz naturel). Cela permet de réaliser de grandes économies, de réduire la dispersion de polluants dans l'atmosphère et de diminuer les émissions de CO₂. La solution de **refroidissement, chaleur et électricité combinés (CCHP)**, s'articule autour d'un absorbeur (similaire à une pompe à chaleur) qui combine la production d'énergie électrique, thermique et de refroidissement. Cette solution est couramment utilisée pour les processus de production industrielle, le chauffage et/ou la climatisation. Ces installations sont éligibles à la qualification CAR ("Cogenerazione ad Alto Rendimento" = Cogénération à haut rendement) grâce à la récupération thermique de l'énergie et à la production simultanée d'eau chaude. Ces types d'installations présentent de nombreux avantages économiques, énergétiques et environnementaux, permettant effectivement aux entreprises de contribuer à la réalisation des objectifs de durabilité de l'ONU et des directives européennes.

L'**installation de systèmes photovoltaïques** est le moyen le plus efficace et le plus courant pour les entreprises de convertir leur énergie en énergie renouvelable, en exploitant l'énergie propre du soleil. Il en résulte une réduction significative de la quantité

d'énergie prélevée sur le réseau national, ce qui permet de réaliser d'importantes économies sur les coûts d'exploitation et l'empreinte carbone. Un système photovoltaïque est composé de plusieurs modules ou panneaux photovoltaïques qui utilisent l'effet photoélectrique pour convertir le rayonnement solaire en électricité. Les panneaux, constitués de cellules de silicone poly ou monocristallines, servent à la conversion effective de l'énergie solaire grâce au matériau semi-conducteur utilisé. Depuis leur introduction en 2013, **Innovatec a mis en œuvre plus de 9000 installations photovoltaïques équivalant à environ 59 MW.**

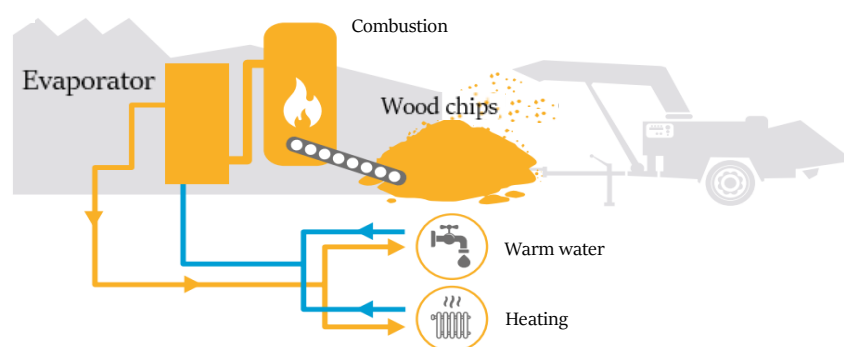
Photovoltaïque (PV)



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Ces systèmes sont utilisés pour la production d'eau chaude et de chauffage. **Les chaudières à biomasse représentent la solution idéale pour ceux qui veulent viser un système qui combine les économies d'énergie, par rapport aux systèmes traditionnels, avec de faibles émissions polluantes.** Cette technologie, combinée ou modifiée avec des technologies de combustion plus classiques, permet de produire de l'énergie verte car l'ensemble du système de combustion est neutre en carbone. Une chaudière à biomasse brûle des matières végétales, les transformant en énergie thermique. Comme ces installations sont entièrement automatisées et n'ont aucune limite de taille, des capacités de plusieurs MW thermiques peuvent être atteintes. De plus, le nettoyage automatique des surfaces d'échange thermique permet un rendement optimal et un fonctionnement ininterrompu. Il s'agit de la solution idéale pour les processus de production industrielle et/ou la climatisation, car le système combine des économies d'énergie élevées et de faibles émissions polluantes.

Chaudière à biomasse



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

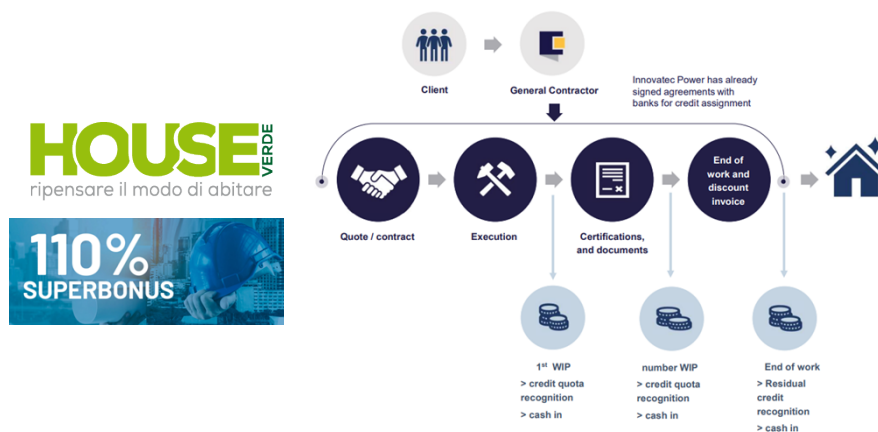
Dans son ensemble, Innovatec vise à contribuer à l'objectif collectif d'atteindre des émissions nettes nulles d'ici 2050, tel qu'établi par l'Union européenne. Au sein de son segment B2B cependant, **le groupe vise à faciliter les transitions énergétiques en :**

1. Créant des communautés énergétiques;
2. Développant et construisant des centrales photovoltaïques à grande échelle en tant qu'entrepreneur en ingénierie, approvisionnement et construction (EPC);
3. Intégration verticale de technologies intelligentes pour réduire les émissions.

Business to Customer (B2C) – 42% des revenus 2021

En juin 2020, Innovatec a lancé le projet HouseVerde pour la requalification énergétique durable du parc immobilier italien et la sécurité pour favoriser les rénovations antisismiques. **L'objectif du projet HouseVerde est d'offrir aux clients des mesures d'efficacité énergétique pour les bâtiments de manière intégrée**, à travers l'étude minutieuse des éléments architecturaux, structurels et d'ingénierie végétale, en proposant des projets personnalisés « clés en main ». Chaque projet tiendra compte de l'innovation technologique, en sélectionnant les techniques de construction les plus adéquates, les matériaux les plus innovants et les plus respectueux de l'environnement, ainsi que les technologies végétales les plus avancées, afin de garantir l'efficacité globale et la sécurité du bâtiment. L'adhésion à des directives qui limitent la consommation de ressources et le respect global de l'environnement permettront aux clients de bénéficier du « *Superbonus 110%* » prévu par le « *Decreto Rilancio* » (décret de relance).

Go to market – HouseVerde (HV)



Sources : Innovatec

Le '110% SUPERBONUS':

Innovatec prévoit un fort potentiel de croissance pour son projet HouseVerde, grâce aux conditions de crédit favorables définies par le « Superbonus 110% », une initiative d'allègement fiscal qui consiste en une déduction de 110% des dépenses engagées à partir de juillet 2020 pour des interventions spécifiques visant l'efficacité énergétique et la consolidation statique ou la réduction du risque sismique des bâtiments. Ce système d'allègement fiscal comprend également l'installation de systèmes photovoltaïques et d'infrastructures pour la recharge de véhicules électriques dans les bâtiments.

En particulier, le Superbonus est divisé en trois « tranches » :

1. 110% pour les dépenses engagées jusqu'en décembre 2023;
2. 70% pour les dépenses effectuées en 2024;
3. 65% pour les dépenses engagées en 2025.

(source: Ministère de l'économie et des finances)

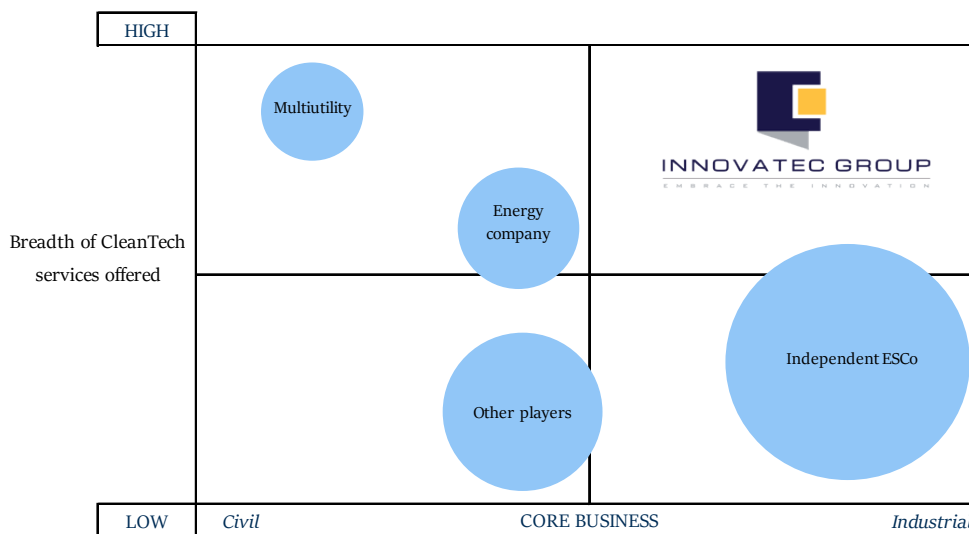
Compte tenu de la structure globale du Superbonus 110%, Innovatec a pour objectif d'augmenter rapidement la part de marché de HouseVerde dans les 2-3 prochaines années notamment. **Le Groupe vise à devenir un leader sur ce marché en intégrant HV à une proposition de logement social et d'hôtel.**

Le « décret sur la relance » contient des mesures urgentes en faveur de l'innovation numérique. Parmi les nombreux objectifs définis et les initiatives proposées, le projet « Agro-Voltaïque » se distingue. « **L'Agro-Voltaïque** » représente une approche stratégique et innovante pour combiner la production d'énergie solaire à partir de sources renouvelables (PV) avec la production agricole. Le secteur agricole est responsable de 10 % des émissions de gaz à effet de serre en Europe. Cet investissement particulier vise donc à améliorer les performances climatiques et environnementales tout en rendant le secteur agricole plus compétitif. Cet objectif est atteint en réduisant les coûts d'approvisionnement en énergie (actuellement estimés à plus de 20% des coûts variables des exploitations agricoles) par la mise en œuvre de systèmes agro-voltaïques à moyenne et grande échelle (source : « *Italia Domani - PNRR* »). Une fois pleinement opérationnelle, une capacité de production agro-voltaïque de 1,04 GW produirait environ 1 300 GWh par an, avec une réduction des émissions de gaz à effet de serre estimée à environ 0,8 million de tonnes de CO₂. **Le plan de relance national a consacré 2,6 milliards d'euros à cette initiative spécifique.**

C. Le positionnement d'Innovatec sur le marché de l'EE

En ce qui concerne le marché de *l'efficacité énergétique (EE)* en Italie, la dynamique est différente. Il existe environ 429 entreprises de services énergétiques (ESCO), dont plus de 50 % génèrent moins de 5 millions d'euros de revenus annuels, ce qui indique que le marché italien est principalement composé de petites et moyennes entreprises (source : Innovatec). Les entreprises de ce secteur peuvent être regroupées de la manière suivante :

- ESCo indépendante : entreprises dont l'activité principale tourne autour des services d'efficacité énergétique ;
- Société d'énergie : opérateurs intégrés sur les marchés de l'énergie et du gaz, capables de fournir des services d'EE ;
- Multi utility : entreprises nationales ou locales, publiques ou privées, opérant dans plusieurs secteurs, fournissant également des services d'EE ;
- Autres acteurs : les petites entreprises axées sur les municipalités et les entreprises de gestion d'installations entrent dans cette catégorie, ainsi que toute autre entreprise qui n'entre dans aucune des catégories mentionnées ci-dessus.



Parmi ces groupes, les ESCos indépendantes se concentrent principalement sur le photovoltaïque (50%), les centrales de cogénération (30%) et les systèmes d'éclairage (20%). Toujours parmi les entreprises d'énergie, le photovoltaïque (42%) et la cogénération (43%) sont les technologies les plus installées. Les entreprises de services publics multiples sont hautement spécialisées dans la cogénération et le chauffage urbain. Les autres acteurs installent principalement des systèmes photovoltaïques.

Innovatec, en tant que ESCo indépendante, est bien positionnée compte tenu de sa présence étendue en Italie, de son savoir-faire développé et de la vaste gamme de services fournis. En outre, la capacité du groupe à prévoir les possibilités offertes par les changements législatifs représente un avantage concurrentiel pour Innovatec.

... au cœur des valeurs d'Innovatec

Innovatec a récemment présenté son plan d'affaires pour la période 2022-2024. Ce plan s'articule autour de l'ambition d'Innovatec d'être le pionnier du développement durable et de la transition écologique en Italie. Le groupe vise à devenir le leader des services à tous les niveaux de l'économie circulaire, avec des services allant de la gestion des déchets à l'efficacité énergétique, en aidant leurs clients à développer des produits et services circulaires.

L'objectif principal du groupe est de rendre la majorité de ses services éligibles aux subventions du PNRR et du Green Deal. Contrairement à certaines croyances, les deux plans de financement sont des plans pluriannuels, s'élevant à environ 60 milliards d'euros au cours d'une décennie. Dans un effort pour décarboniser l'ensemble du continent européen d'ici 2050, nous sommes convaincus que l'UE augmentera encore les ressources consacrées à cet objectif ambitieux, mais réalisable. **Par conséquent, le plan d'affaires d'Innovatec peut être étalé sur plusieurs années, sans se limiter à 2024.**

<p>Développer le segment E&CE</p>	<p>Le segment Environnement et économie circulaire représente un ensemble de services essentiels pour le Groupe. Le fait de disposer de services intégrés de gestion des déchets de bout en bout positionne le Groupe comme un leader en Italie.</p> <p>Alors que les services de collecte et de traitement ont encore un potentiel de croissance, les services de mise en décharge sont rares et limités, car il n'est pas possible de créer de nouvelles décharges en Italie. Par conséquent, alors que l'activité dans ce segment continue d'augmenter, les capacités générales diminuent. Ce phénomène n'est pas seulement observé en Italie, car un changement de paradigme est en cours dans plusieurs pays à revenu élevé, qui passent de la « gestion des déchets » à la « gestion des ressources ». Au fur et à mesure de ce changement, le besoin et la demande globale de services de collecte et de traitement des déchets ne cesseront d'augmenter. La valorisation des déchets spéciaux, tels que les matelas, les batteries, les pneus, etc. est accessible par le biais de consortiums spécifiques. En fait, par le biais d'acquisitions ciblées (S.E.A. et COBAT récemment), le Groupe a acquis une position stratégique dans divers consortiums de niche, afin d'avoir un accès privilégié à des matériaux précieux.</p>
<p>Innovater le segment de l'efficacité énergétique</p>	<p>Le projet HouseVerde (HV) du groupe a débuté comme une initiative B2C visant à accroître l'efficacité énergétique des ménages. Compte tenu des incitations nationales favorables (PNRR), de la forte demande et des barrières à l'entrée élevées, Innovatec a généré un solide carnet de commandes pour les projets B2C en 2021/2022.</p> <p>Alors que le groupe continue de développer son expertise au sein de cette initiative, de nouvelles opportunités ont fleuri, telles que le secteur hôtelier et les logements sociaux. Ces deux derniers représentent la première étape vers l'application de tels services en tant que B2B et B2C, augmentant ainsi davantage leur bassin de clients potentiels. D'une manière générale, le parc immobilier italien compte plus de 31 millions de logements, dont plus de 60 % sont classés inefficaces sur le plan énergétique (source : SIAPE). Dans l'UE, la part des ménages inefficaces sur le plan énergétique était estimée à 75 % en 2020 (source : Eurostat). En 2020, plus de 36% de l'ensemble des activités de construction sur les ménages étaient des activités de requalification (source : ANCE, 2021).</p>
<p>Plan d'expansion de 59 millions d'euros</p>	<p>Avant 2024, le groupe a consacré environ 60 millions d'euros aux activités de M&A et aux dépenses d'investissement. Le plan peut être détaillé comme suit :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 22 millions d'euros dédiés à l'expansion (et non à la création) et à l'innovation des décharges ; 2. 13 millions d'euros consacrés aux 'revamping' et à l'innovation des usines de traitement des déchets existantes ; 3. 12 millions d'euros alloués à des activités de M&A ciblées sur les installations de traitement ; 4. 10 millions d'euros pour la création d'installations innovantes destinées à la récupération des matelas et des cloisons sèches. <p>Sur un total de 60 millions d'euros consacrés aux CAPEX et aux M&A, 55 % sont strictement liés à des objectifs ESG.</p>

Analyse financière : passer au vert

Des acquisitions stratégiques pour consolider leur position en Italie

Principale évolution financière (M€)

	2019	2020	2021	2021PF
<i>Environment and Circular Economy</i>	29.1	70.0	77.0	170.0
<i>Energy Efficiency and Renewables</i>	17.1	15.8	67.0	67.0
Total Sales	46.2	85.8	144.0	237.0
EBITDA	8.2	3.0	30.8	32.9
<i>EBITDA Margin (%)</i>	<i>18%</i>	<i>11%</i>	<i>21%</i>	<i>14%</i>
Group Net Result	5.1	0.7	6.4	6.2

Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Le Groupe a enregistré une croissance de +68% de ses revenus, atteignant 144 M€ (contre 85,8 M€ en 2020). La croissance des revenus a été principalement tirée par le segment EE, notamment par le projet HouseVerde (HV), qui représente plus de 3 % des revenus. Sur les 67 millions d'euros générés en 2021, environ 61 millions d'euros proviennent de HV, dépassant toutes les attentes en termes de volumes (>900 sites), de marges (19%) et de carnet de commandes.

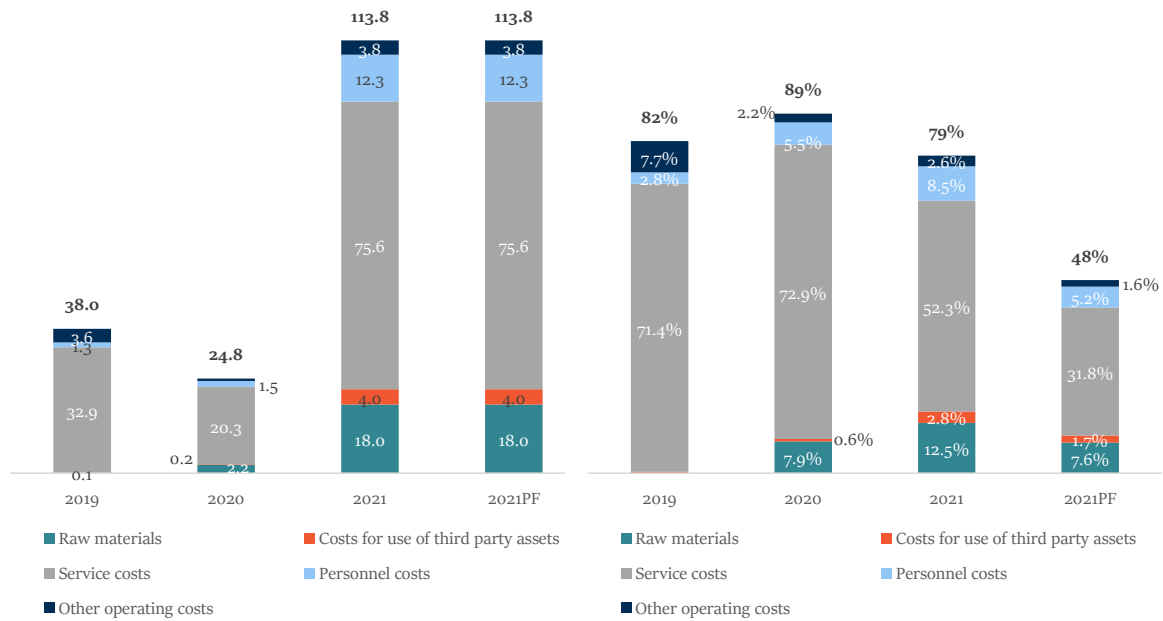
D'autre part, le segment E&CE a connu une augmentation de +10% du chiffre d'affaires, atteignant 77 M€ en 2021. Au sein de ce pôle, les activités de collecte et de traitement ont rapporté environ 28 M€ de revenus (+4 M€ par rapport à 2020), grâce à une augmentation notable de leur clientèle motivée par un besoin urgent pendant la pandémie. Les volumes ont augmenté de +6% pour atteindre 150k tonnes. Alors que les activités de collecte et de traitement se concentrent sur les matériaux recyclables, les activités d'élimination (mise en décharge) sont dédiées aux déchets non récupérables, une activité particulière qui a diminué de -1,3% pour atteindre 35,8 millions d'euros en 2021, mais les volumes ont augmenté pour atteindre 250 000 tonnes de matériaux traités.

Dans le but d'accroître ses capacités opérationnelles et ses parts de marché, Innovatec s'est livré à des activités de fusion et acquisition ciblées. En décembre 2021, le groupe a annoncé l'acquisition de COBAT, le principal acteur italien dans la gestion des flux de matières et la récupération de matériaux tels que les équipements électriques et électroniques (DEEE) et divers types de batteries. COBAT a généré des revenus de plus de 90 millions d'euros, soit une augmentation de 22 % par rapport à 2020, en gérant plus de 150 000 tonnes de produits en fin de vie grâce à des consortiums de pneus, de batteries et de DEEE.

Tout au long des différentes évolutions et acquisitions du Groupe, la structure des coûts n'a pas subi de changements drastiques en proportion. Les coûts des services contribuent le plus à la structure globale du Groupe, subissant une baisse notable en 2020 en raison des complications de Covid-19. Les résultats de 2021PF ont été ajoutés afin de donner un aperçu de la structure globale des coûts dans les années à venir. Les récentes acquisitions de COBAT et de S.E.A. permettent d'accéder à des synergies de coûts substantielles, notamment les coûts de service qui diminuent à 31,9% (contre 52,5% en 2020) de la valeur globale de la production.

Entre 2020 et 2021, l'EBITDA a augmenté de +915% pour atteindre 30,8 millions d'euros (contre 3 millions d'euros en 2020). Cette augmentation drastique est le résultat direct de la réouverture de l'économie italienne suite aux mesures strictes de Covid-19, et du fait que les deux segments d'Innovatec tournent autour des services. Les résultats actuels 2021PF ne représentent pas entièrement les synergies dérivées de COBAT et de S.E.A., mais donnent une bonne indication de leur poids global. Le segment E&CE représente environ 53% des revenus en 2021 et plus de 70% en 2021PF, ce qui indique également la demande du marché pour de tels services.

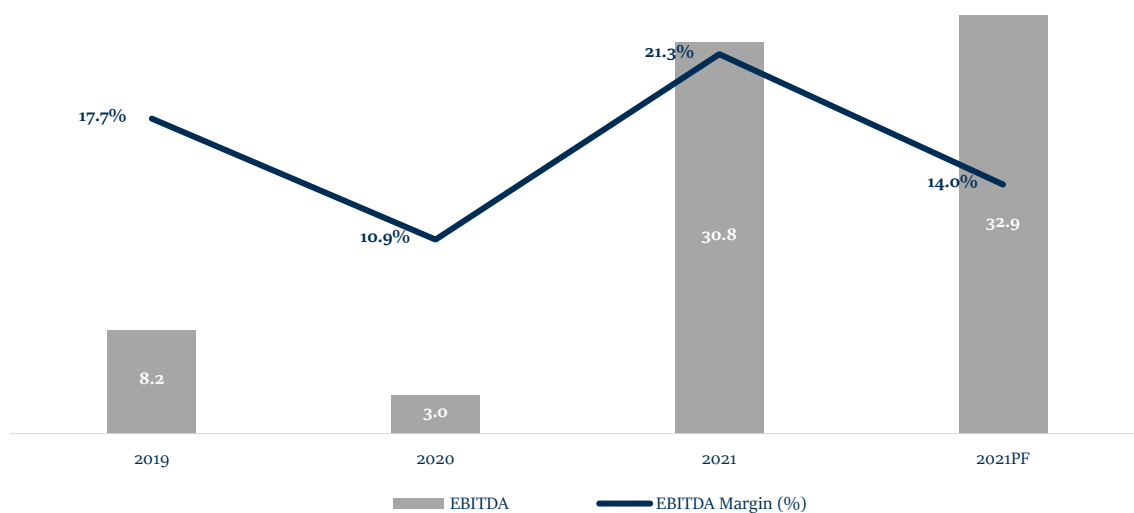
Ventilation des coûts (à gauche) et cout en % de la VoP (à droite) (M€)



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

La différence de marges d'EBITDA entre les résultats 2021 et 2021PF se résume à une acquisition : COBAT. La société acquise a généré 93,1 millions d'euros de revenus en 2021, avec un EBITDA de 2,3 millions d'euros, soit une marge d'EBITDA de 2 %, nettement inférieure à la moyenne du segment ECE. Néanmoins, **COBAT donne accès à des consortiums de déchets stratégiques et uniques**, tels que les DEEE, les pneus et les batteries, des marchés de niche à fort potentiel de croissance.

Évolution de l'EBITDA et de la marge EBITDA (%)



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Estimations : 2022 – 2026

Surfer sur la Vague Verte...

L'objectif principal du groupe est d'occuper une position de leader global dans le CleanTech. Innovatec vise à développer un développement équilibré et durable dans toutes ses divisions commerciales, afin de contribuer aux objectifs de circularité et de respecter les objectifs du PNRR.

L'évolution naturelle de certaines activités limite leur potentiel de croissance. Par exemple, les revenus provenant des activités d'élimination (mise en décharge) devraient diminuer au cours des prochaines années, en raison de la diminution générale de la capacité des décharges en Italie. Néanmoins, le groupe a défini un plan d'affaires visant à cibler divers plans d'incitation du PNRR, en renforçant sa division Efficacité énergétique (EE) et en optimisant ses processus Environnement et économie circulaire (E&CE).

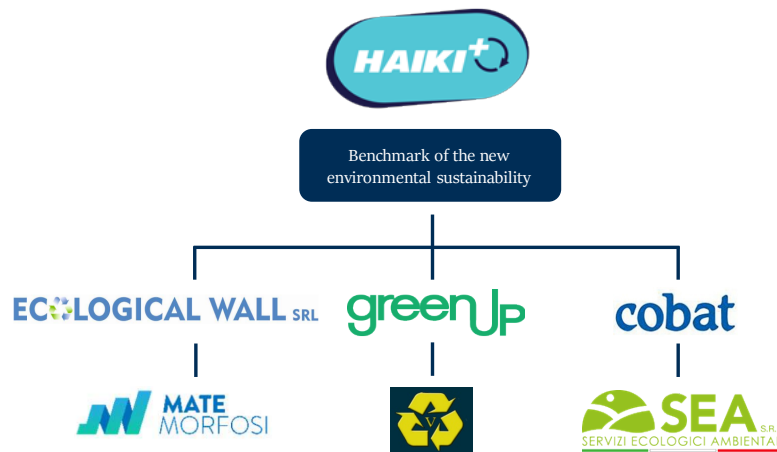
De fait, nous estimons un CAGR du chiffre d'affaires (entre 2021PF et 2026E) de 11,7%, atteignant 412,1 M€ (contre 237 M€ en 2021PF). En ce qui concerne les divisions spécifiques d'Innovatec, nous estimons que :

- La **division E&CE** atteindra 223,1 M€ de revenus en 2026E (vs 170 M€ en 2021PF), avec un CAGR de 5,6% sur la période.
- La **division EE** atteindra 189 M€ en 2026E (contre 67 millions d'euros en 2021PF), avec un CAGR de 23,1% sur la période.

Estimations 2022 – 2026E (en millions d'euros)

(M€)	2019	2020	2021	2021PF	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR
Environment and Circular Economy (E&CE)	29.1	70.0	77.0	170.0	174.8	183.5	197.4	214.8	223.1	
<i>yoy %</i>		140.5%	10.0%	120.8%	127.0%	5.0%	7.6%	8.8%	3.9%	5.6%
<i>as % of Sales</i>	63.0%	81.6%	53.5%	71.7%	63.2%	57.3%	53.3%	53.8%	54.1%	
Collection & Treatment	20.0	35.0	38.5	38.5	46.2	55.4	66.5	79.8	83.8	16.8%
<i>as % of Sales</i>	43%	41%	27%	16%	17%	17%	18%	20%	20%	
<i>as % of ECE</i>	69%	50%	50%	23%	26%	30%	34%	37%	38%	
Disposal (landfill)	9.1	35.0	38.5	38.5	34.7	32.2	31.3	30.3	29.4	-5.2%
<i>as % of Sales</i>	20%	41%	27%	16%	13%	10%	8%	8%	7%	
<i>as % of ECE</i>	31%	50%	50%	23%	20%	18%	16%	14%	13%	
COBAT				93.0	93.9	95.8	99.6	104.6	109.9	3.4%
<i>as % of Sales</i>				39%	34%	30%	27%	26%	27%	
<i>as % of ECE</i>				55%	54%	52%	50%	49%	49%	
Energy Efficiency (EE)	17.1	15.8	67.0	67.0	101.7	136.8	173.1	184.7	189.0	
<i>yoy %</i>		-7.6%	324.1%	0.0%	51.7%	34.5%	26.5%	6.7%	2.3%	23.1%
<i>as % of Sales</i>	37.0%	18.4%	46.5%	28.3%	36.8%	42.7%	46.7%	46.2%	45.9%	
B2B (Innovatec Power)	13.2	15.0	5.8	5.8	9.9	26.6	51.9	62.3	65.4	62.3%
<i>as % of Sales</i>	29%	17%	4%	2%	4%	8%	14%	16%	16%	
<i>as % of EE</i>	77%	95%	9%	9%	10%	19%	30%	34%	35%	
B2C (HouseVerde)	3.9	0.8	61.2	61.2	91.8	110.2	121.2	122.4	123.6	15.1%
<i>as % of Sales</i>	8%	1%	43%	26%	33%	34%	33%	31%	30%	
<i>as % of EE</i>	23%	5%	91%	91%	90%	81%	70%	66%	65%	
TOTAL	46.2	85.8	144.0	237.0	276.4	320.3	370.5	399.5	412.1	
<i>yoy %</i>		85.7%	67.8%	64.6%	92.0%	15.8%	15.7%	7.8%	3.2%	11.7%
EBITDA	8.2	3.0	30.8	32.9	39.7	46.0	55.1	59.4	61.3	
<i>EBITDA margin %</i>	17.7%	3.5%	21.4%	13.9%	14.4%	14.4%	14.9%	14.9%	14.9%	13.2%

Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

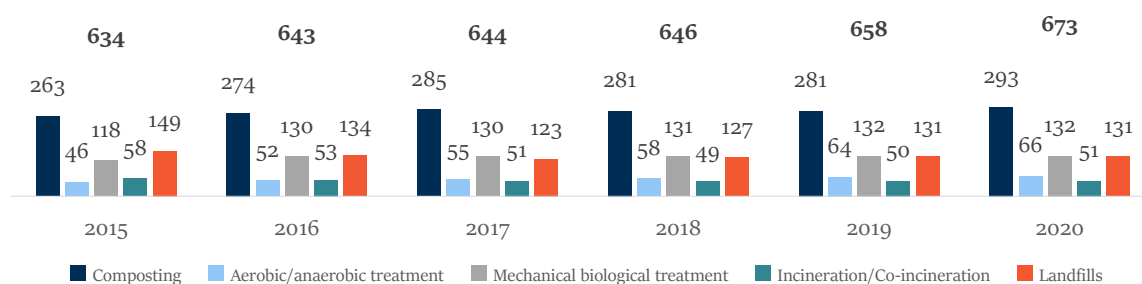


Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Le segment E&CE représente environ 53% des revenus totaux en 2021, pour atteindre 54% en 2026. Les trois différents services offerts au sein de ce segment ont tous des tendances de croissance différentes. Pour commencer, nous allons nous pencher sur le sous-segment dont le CAGR est négatif. Étant donné la tendance inévitable que connaît le marché global, nous prévoyons que **l'élimination (décharges)** atteindra 29,4 millions d'euros en 2026, enregistrant un CAGR de -5,2 %.

Il y a plusieurs raisons à cette estimation, le facteur le plus simple et le plus direct concerne les capacités. Les décharges ont des capacités limitées et finiront donc par devenir obsolètes. Toutefois, ce phénomène ne se produira pas du jour au lendemain. En fait, nous prévoyons que ce sous-segment particulier restera une activité rentable et nécessaire, principalement grâce à la position stratégique du Groupe dans certaines des plus grandes décharges d'Italie, comme Albonese et Bossarino. Le Groupe a consacré 22 millions d'euros de son plan CAPEX et M&A à l'innovation et à l'optimisation de ces décharges, prolongeant ainsi leur durée de vie résiduelle et permettant à Innovatec de défendre sa position de leader du marché de l'élimination des déchets.

Nombre d'installations de gestion des déchets municipaux en Italie (2015 - 2020)

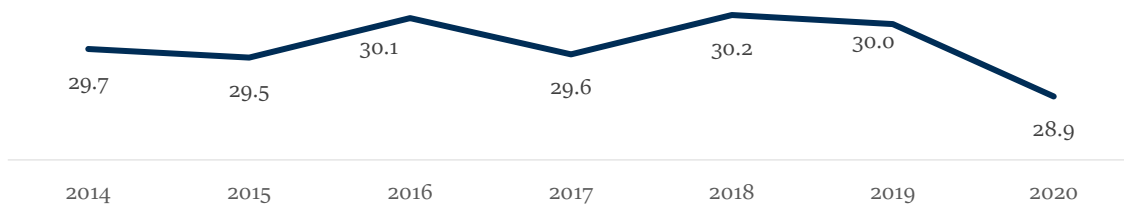


Sources : ISPRA, TP ICAP Midcap

Comme le nombre de décharges finira par diminuer au fil du temps, d'autres usines de gestion des déchets monteront au créneau. Depuis 2015, les usines de traitement aérobie/anaérobie et de compostage ont notamment augmenté, enregistrant respectivement un CAGR de +7% et +2%. Cette augmentation s'observe notamment dans le sud de l'Italie, portée par le secteur agricole. D'autre part, les décharges et les usines d'incinération ont toutes deux enregistré un CAGR de -3%, soulignant les efforts européens et italiens pour atteindre les objectifs du plan d'action européen pour l'économie circulaire (CEAP). Le CEAP est une approche proactive visant à rendre l'Europe "nette zéro". Les objectifs sont variés, mais chaque initiative se résume toujours à trois principes fondamentaux : **la réduction des déchets et de la pollution, la reconception des produits pour optimiser l'utilisation des matériaux et la régénération des systèmes naturels**. En ce qui concerne la gestion des déchets, le CEAP a fixé un objectif clair : réduire de moitié tous les déchets municipaux résiduels (déchets non recyclés) d'ici à 2030, afin de dissocier la consommation de matériaux de la croissance des entreprises et d'évoluer vers une économie circulaire.

D'un point de vue européen, la production de déchets a toujours été fortement corrélée à la croissance du PIB. En effet, selon l'Agence européenne pour l'environnement (AEE), la production totale de déchets a augmenté de 5 % (114 millions de tonnes) dans les 27 États membres de l'UE (UE-27), le PIB global ayant augmenté de 23 % au cours de la même période (entre 2000 et 2018) (source : Agence européenne pour l'environnement). Ces résultats ont été confirmés par une étude récente sur la corrélation entre le PIB par habitant, la production de déchets municipaux par habitant et les taux de recyclage. Grdic et al. (2021) ont constaté une forte corrélation entre le PIB par habitant et la production de déchets municipaux par habitant. D'autre part, les chercheurs ont également découvert une corrélation négative entre la production de déchets et les taux de recyclage.

Évolution de la production de déchets municipaux en Italie : 2014 - 2020 (en tonnes)



Sources : ISPRA, TP ICAP Midcap

Le graphique ci-dessus met en évidence la tendance à la baisse de la production de déchets municipaux en Italie depuis 2014. L'Institut pour la protection et la recherche environnementales en Italie (ISPRA) a enregistré la plus forte baisse de la production de déchets municipaux en 2020, avec une diminution de -4% depuis 2019. Ce résultat s'aligne parfaitement sur les conclusions de Grdic et al. (2021), car le taux d'utilisation de matériaux circulaires, pour cette même période, a augmenté d'environ +2%, atteignant 21,6% en 2020.

Plus le taux de circularité augmente en Italie, plus le besoin de services de **collecte et de traitement (+ COBAT)** d'Innovatec est fort. Nous estimons que ce sous-segment spécifique atteindra 193,7 millions d'euros (combinés) de revenus en 2026, enregistrant un CAGR de +8,1% (combinés).

Le raisonnement derrière ces prévisions est également lié à la diminution du besoin de décharges et à la montée de la circularité en Italie. Comme indiqué précédemment, ce sous-segment spécifique bénéficie des consortiums de gestion des déchets, ce qui donne aux acteurs un accès direct et exclusif à des matériaux de niche précieux tels que les DEEE, les batteries, les cloisons sèches, les matelas et les pneus. Selon nous, la concentration sur les consortiums de traitement innovants sera le principal moteur de ce sous-segment particulier, également soutenu par un solide plan CAPEX d'environ 10 millions d'euros pour rénover les installations requises. Par conséquent, grâce à la position stratégique de premier plan que le Groupe détient dans divers consortiums de gestion des déchets, sur la base des taux globaux de déchets circulaires en Italie et des plans d'incitation favorables, nous estimons que ce sous-segment combiné devrait croître à des niveaux historiques. Nous appliquons ce *taux de croissance prudent* compte tenu de la nature de l'activité et de l'environnement législatif et macroéconomique sans précédent.

Energy Efficiency & Renewables (EE)



B2B



B2C



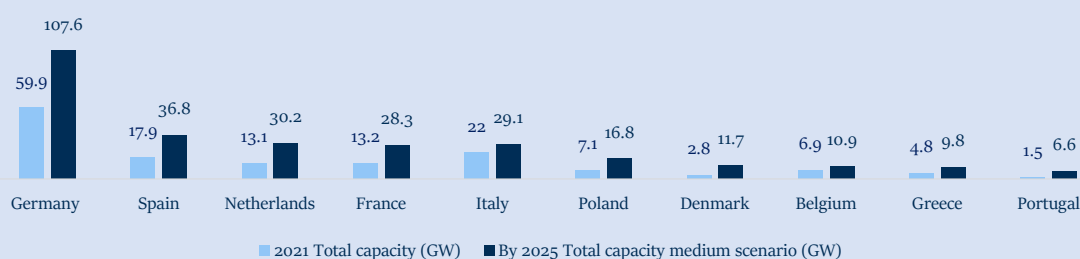
Sources : ISPRA, TP ICAP Midcap

Le segment EE représente environ 47 % du total des revenus en 2021, pour atteindre 46 % en 2026. Au sein de ce segment, il existe deux types de services distincts (B2C et B2B) avec des tendances de croissance différentes.

Les **services B2B (Innovatec Power)** représentent environ 4 % des revenus totaux en 2021 et devraient atteindre 65,4 millions d'euros en 2026, enregistrant un CAGR de 62,3 % (le plus élevé du groupe). En bref, cette forte croissance sera **stimulée par le besoin important de systèmes photovoltaïques** sur les bâtiments à travers le pays. Divers plans d'incitation lucratifs ont consacré une quantité notable de ressources que B2B peut recevoir. Plus précisément, le PNRR a consacré 2,2 milliards d'euros au développement des « *Energy Communities* » et 2,6 milliards d'euros à l'agro-voltaïque (qui recoupe également le B2C), ce qui laisse un important potentiel de croissance pour ce sous-segment spécifique.

Le vert et l'argent pourraient bien être le nouveau noir et or

Le photovoltaïque gagne en popularité dans le monde entier, dans le but de réduire notre dépendance aux combustibles fossiles. Poussée par les récents développements géopolitiques, l'Union européenne a pris une position ferme contre le conflit Russie-Ukraine et s'est engagée à réduire radicalement sa dépendance au pétrole et au gaz russes d'au moins 75 % d'ici la fin de 2027 (source : Reuters, 2021). Le gouvernement italien a également présenté un plan rapide pour « devenir presque totalement indépendant du gaz russe d'ici à H2 2023 » (source : Reuters, 2021). Tous ces développements laissent la place à des **opportunités sans précédent, en particulier dans le secteur de l'efficacité énergétique**, étant donné la pression supplémentaire vers d'autres solutions énergétiques plus durables.



Source: SolarPower Europe (2021)

L'Italie occupe actuellement la 5e place en Europe en ce qui concerne la capacité totale d'énergie solaire en 2021, avec 22 Giga Watts (GW), qui devrait atteindre 29,1 GW en 2025 (source : SolarPower Europe). D'ici 2030, le PNRR vise à atteindre 50 GW (source : Italia Solare), ce qui signifie qu'environ 70 % de la consommation énergétique globale du pays reposera sur les énergies renouvelables. **Pour atteindre cet objectif, l'Italie doit accélérer la mise en œuvre des énergies renouvelables et doit installer 3 GW de solaire/éolien par an, contre 1 GW/an actuellement.**

Les **services B2C (HouseVerde)** représentent environ 43 % des revenus globaux en 2021, et devraient atteindre 118 millions d'euros en 2026, enregistrant un CAGR de 14 %. Ce service particulier a été créé pour recouper la plus grande partie du PNRR : le Superbonus 110%. **Avec près de 14 milliards d'euros alloués à cette incitation, il s'agit de l'instrument le plus financé du PNRR.** Un an après sa mise en œuvre, **le projet HouseVerde (HV) a accumulé un carnet de commande de 156 millions d'euros, principalement dû à la "première tranche" de l'initiative d'allègement fiscal.** Jusqu'en décembre 2023, le Superbonus accorde un bonus de 110 % pour les dépenses, qui tombe à 70 % en 2024, puis à 65 % en 2025. Compte tenu de la forte demande pour la " première tranche ", nous estimons que les revenus de ce sous-segment particulier devraient augmenter de +50% en 2022, pour atteindre 91,8 M€, ce qui correspond à peu près au plan 2022 - 2024 de la direction. Ensuite, nous estimons que les revenus s'aplatiront et se stabiliseront, pour atteindre 118 M€ en 2026.

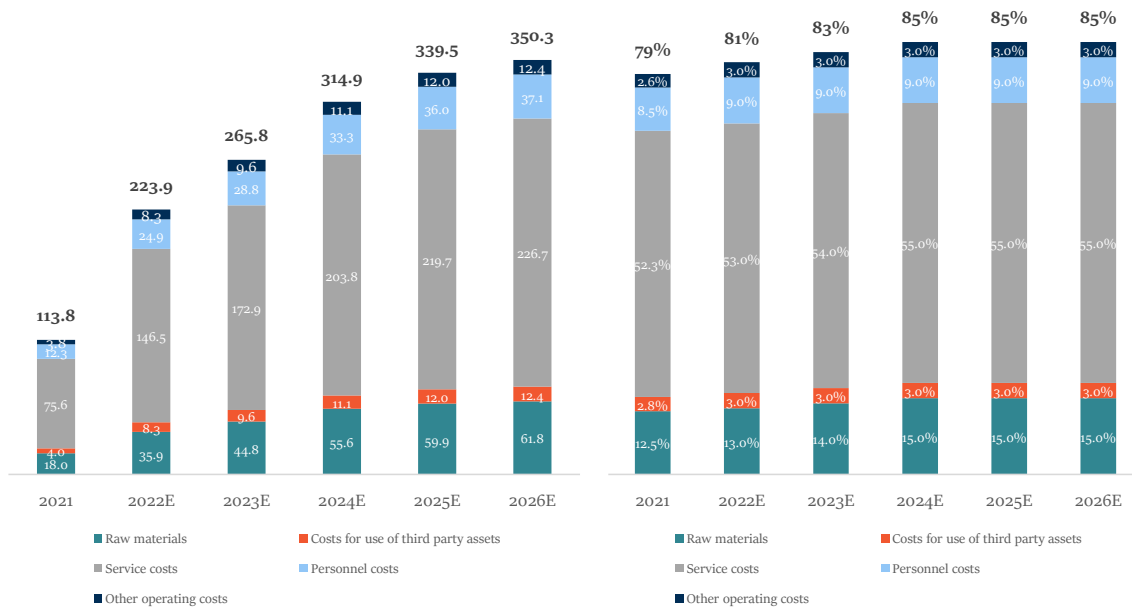
HouseVerde : entrée dans le monde du B2B

Le projet HouseVerde a débuté exclusivement en tant qu'offre B2C, dans le but de s'attaquer à un problème d'envergure nationale : l'inefficacité énergétique des logements/bâtiments. Récemment, une nouvelle incitation a été introduite pour se concentrer sur les activités B2B. Une étude menée par l'ANCE estime qu'environ 20 % des infrastructures publiques sont inefficaces sur le plan énergétique, ce qui a incité le PNRR à consacrer environ 2,5 milliards d'euros à des bâtiments tels que les logements sociaux et les hôtels.

...jusqu'à ce que la vague finesse par s'aplanir

Le Superbonus 110% étant une ressource limitée, l'EBITDA du Groupe suivra l'évolution naturelle du plan d'incitation (à moins que d'autres incitations ne soient introduites). Nous prévoyons en fait que la structure de coûts du Groupe suivra cette courbe et augmentera légèrement les prix de ce service particulier qui, selon nos estimations, pèse environ 30% des revenus globaux du Groupe.

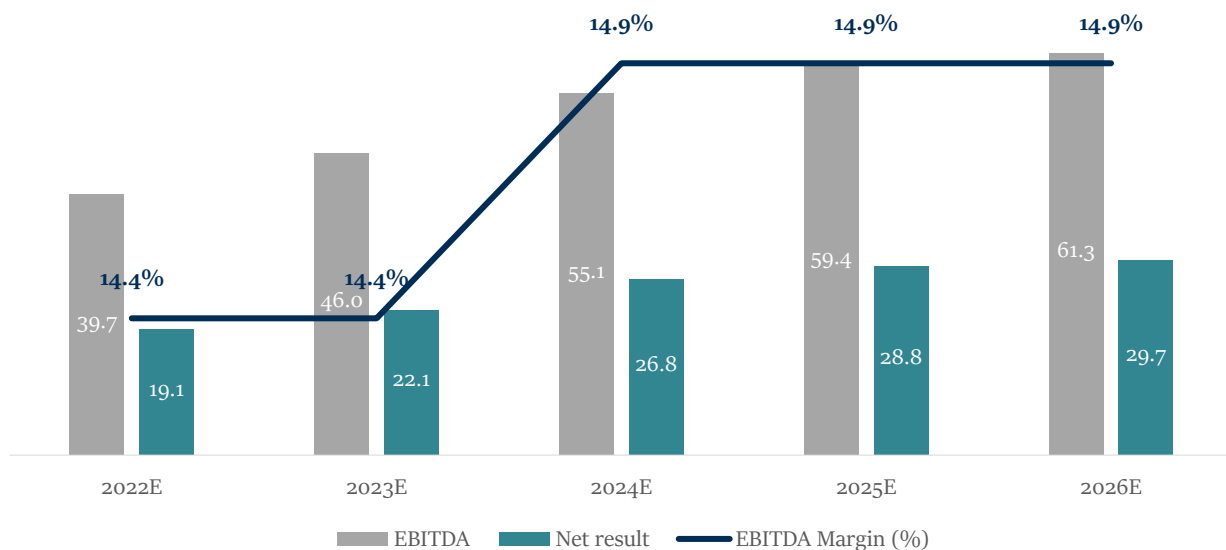
Estimation des coûts (à gauche) et coûts en % de la VoP (à droite) entre 2021 et 2026E (en millions d'euros)



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Étant donné que la plupart des segments du groupe dépendent des services, nous estimons que les coûts des services du groupe représentent plus de la moitié de la structure globale des coûts. Le changement soudain dans les coûts des services est dû à l'intégration de COBAT dans le Groupe. COBAT avait l'habitude d'opérer avec des marges d'EBITDA de 3%-4%, donc l'exercice 2022E ajustera ce changement pour refléter la nature de leurs activités. Néanmoins, nous estimons une augmentation de +0,5% en 2024E, pour refléter l'optimisation découlant des consortiums et des installations de traitement verticalement intégrés. Nous nous attendons à ce que la modification des incitations du Superbonus à 110% s'équilibre avec la contribution croissante des consortiums et des installations de traitement du groupe. Cela permettra ensuite de maintenir la marge EBITDA relativement stable jusqu'en 2024E, où elle atteindra 14,9%. Selon nous, **ce niveau d'EBITDA reflétera les synergies découlant de leurs récentes acquisitions, la diminution des capacités des décharges et le développement du Superbonus 110%**.

Estimations de l'EBITDA, la marge d'EBITDA et du résultat net entre 2022E et 2026E (en millions d'euros)



Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Valorisation

Pour déterminer la valeur intrinsèque d'Innovatec, nous avons utilisé la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) (pondération de 100%). La méthode des comparables cotés en bourse est présentée mais ne sera pas prise en compte.

Flux de trésorerie normatifs

- Marge EBITDA normative de 14,9% en 2031E
- Dépenses d'investissement (CAPEX) stables à 1,5% du chiffre d'affaires
- NWC stable à 10,0% du chiffre d'affaires
- Modélisation de l'impôt sur les sociétés conforme au taux italien de 27,9%.

Taux d'actualisation

- Taux sans risque de 2,86% (BTP italien à 10 ans)
- Prime de risque sur actions de 8,0%.
- Prime de risque spécifique de 1,5%.
- Un beta *re-levered* de 0,91x
- Un taux de croissance à long terme de 2,0%.
- Un WACC de 11,2%.

Méthode DCF : Tableau des flux de trésorerie

FY ending in Dec (€-M)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Sales	276.4	320.3	370.5	399.5	412.1	424.0	435.2	445.7	455.4	464.5
% change	91.2%	15.8%	15.7%	7.8%	3.2%	2.9%	2.6%	2.4%	2.2%	2.0%
EBITDA	39.7	46.0	55.1	59.4	61.3	63.0	64.7	66.3	67.7	69.1
% change	39.2%	15.8%	19.7%	7.8%	3.2%	2.9%	2.6%	2.4%	2.2%	2.0%
% Sales	14.4%	14.4%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
D&A	(11.7)	(13.6)	(15.7)	(17.0)	(17.5)	(15.7)	(13.7)	(11.6)	(9.3)	(7.0)
% Sales	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	3.7%	3.2%	2.6%	2.1%	1.5%
EBIT	28.0	32.4	39.3	42.4	43.8	47.4	51.0	54.7	58.4	62.1
% Sales	10.1%	10.1%	10.6%	10.6%	10.6%	11.2%	11.7%	12.3%	12.8%	13.4%
Taxes	(7.8)	(9.0)	(11.0)	(11.8)	(12.2)	(13.2)	(14.2)	(15.3)	(16.3)	(17.3)
Tax rate	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
D&A	(11.7)	(13.6)	(15.7)	(17.0)	(17.5)	(15.7)	(13.7)	(11.6)	(9.3)	(7.0)
CAPEX	21.1	16.3	16.0	12.0	8.2	8.1	7.8	7.6	7.3	7.0
% Sales	7.6%	5.1%	4.3%	3.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
WC	26.1	31.8	38.1	41.4	43.1	42.4	43.5	44.6	45.5	46.5
% change		21.6%	20.0%	8.5%	4.2%	(1.6%)	2.6%	2.4%	2.2%	2.0%
% Sales	9.4%	9.9%	10.3%	10.4%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Δ WC	10.9	5.6	6.4	3.2	1.7	(0.7)	1.1	1.0	1.0	0.9
% Sales	3.9%	1.8%	1.7%	0.8%	0.4%	(0.2%)	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
FCF	0.0	15.1	21.7	32.3	39.1	42.5	41.5	42.4	43.2	43.9
Discounted FCF	0.0	12.7	16.5	22.1	24.0	23.5	20.7	19.0	17.4	15.9

Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Synthèse de l'évaluation

Valuation Summary	
Sum of discounted FCF	171.7
Discounted TV	176.0
Enterprise Value	347.7
Net Debt	9.0
Provisions	41.0
Minority interest	6.6
Equity Value	291.1
# of shares	95.4
Target Price	€ 3.1
Potential upside	42.7%

Terminal Value	
	486.6

WACC Calculation	
Rf rate 10YR BTP	2.86%
Size premium	1.5%
Beta (re-levered)	0.91 x
Market Premium	8.0%
Cost of equity	11.6%
Interest Rate	1.9%
Tax rate	27.9%
Cost of debt	1.3%
% equity	95.8%
% debt	4.2%
WACC	11.2%

Terminal Growth Rate (TGR)	
	2.00%

Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Analyse de sensibilité

		WACC				
		10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.3%
TGR	1.0%	3.25	3.02	2.82	2.60	2.41
	1.5%	3.41	3.16	2.94	2.71	2.50
	2.0%	3.58	3.31	3.07	2.82	2.60
	2.5%	3.77	3.47	3.21	2.94	2.71
	3.0%	3.99	3.66	3.37	3.08	2.82

Sources : Innovatec, TP ICAP Midcap

Selon la méthode DCF, la valeur des fonds propres est de 291,1 millions d'euros, soit une **valeur par action de 3,1 euros**.

Energy Efficiency Peers:



A2A S.p.A. is an Italian company that generates, distributes, and markets renewable energy, electricity, gas, integrated water supply, and waste management services. The company has significant presence in the North of Italy, energy production facilities in Italy and Greece.



Hera S.p.A is a multiutility company based in Bologna, Italy. Hera operates in the distribution of gas, water, energy, and waste disposal in the provinces of Bologna, Ferrara, Forlì-Cesena, Modena, Ravenna, Rimini, Pesaro and Urbino, and in some municipalities of Florence and Ancona.



Iren S.p.A is an Italy-based holding company active in the utilities industry. The Company is engaged in the sector of electricity, thermal energy for district heating and gas, and in the management of integrated water services, environmental services and technological services.



Edison S.p.A. is an Italian electric utility company headquartered in Milan. The company was established in 1884 and acquired by Electricité de France in 2012. Edison employs more than 5,000 people in Europe, North Africa and the Middle East.

Environmental Services Peers:



Lassila & Tikanoja Oyj offers environmental management and maintenance services. The company provides waste management and recycling services, property and plant maintenance, and industrial cleaning services, as well as hazardous waste management, damage repair, and sewer services. L&T sells its services to cities, municipalities, industries, businesses, and private persons in Finland.



Aurea engages in the recycle of black motor oils, and manufacturing of remoulded tires from used tires. The company also recycles rigid PVC, plastics, and packaging products; refines and recycles aluminium; recycles copper and produces copper alloys; and specialises in the treatment and recycling of zinc, lead and cadmium. In addition, it engages in the treatment and decontamination of mercury waste, The company was formerly known as AUER and changed its name to Aurea SA in 1988. Aurea SA is based in Paris, France.



Séché Environnement SA is a France-based company that offers waste management services. It accepts and treats various categories of waste, such as dispersed hazardous and non-hazardous, medical waste, and waste from electronic equipment. Geographically, the company operates in France, Europe, outside Europe.



Groupe Pizzorno Environnement is engaged in providing environmental services in France. It is involved in the collection, compaction, pressing, truck transportation, sorting, and treatment of household, commercial, and industrial waste.



Renewi plc is a leading European waste management company operating primarily in the Benelux region. It is listed on the London Stock Exchange and Euronext Amsterdam.

Croissance du chiffre d'affaires 2022 - 2024E et multiples de référence

Trading multiples														
Company Name	Ticker	Country	Market Value (M€)		EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			
			Equity	EV	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
A2A S.p.A.	A2A-IT	Italy	5,235	9,783	0.8 x	0.8 x	0.7 x	6.9 x	6.2 x	6.0 x	15.4 x	13.2 x	13.2 x	
Hera S.p.A.	HER-IT	Italy	5,236	7,791	0.8 x	0.8 x	0.8 x	6.3 x	6.1 x	6.0 x	12.2 x	11.7 x	11.4 x	
Iren S.p.A.	IRE-IT	Italy	3,190	6,809	1.5 x	1.4 x	1.3 x	9.5 x	9.0 x	5.7 x	15.5 x	14.2 x	12.4 x	
Edison Spa Az. di risp. non conv.	EDNR-IT	Italy	140	6,250										
Lassila & Tikanoja Oyj	LAT1V-FI	Finland	406	566	0.7 x	0.7 x	0.6 x	5.9 x	5.5 x	5.3 x	14.0 x	11.8 x	11.1 x	
Aurea SA	AURE-FR	France	118	164										
Seche Environnement SA	SCHP-FR	France	534	1,011	1.2 x	1.1 x	1.0 x	5.4 x	5.1 x	4.7 x	12.5 x	11.5 x	10.5 x	
Groupe Pizzorno Environnement SA	GPE-FR	France	183	201	0.9 x	0.9 x					17.2 x		16.3 x	
					Mean	1.0x	0.9x	0.9x	6.8x	6.4x	5.5x	14.5x	13.1x	11.7x
					Median	0.9x	0.9x	0.8x	6.3x	6.1x	5.7x	14.7x	12.5x	11.4x
					Harmonic Mean	0.9x	0.9x	0.9x	6.6x	6.1x	5.5x	14.3x	12.9x	11.6x
Innovatec SpA	INC-MIL	Italy	204	n.a.	1.3 x	1.1 x	0.9 x	8.8 x	7.6 x	6.3 x	12.4 x	10.7 x	8.8 x	
vs. Peers Average						30%	15%	2%	29%	18%	14%	-14%	-18%	-25%

Peers Financials													
Company Name	Ticker	Country	Market Value (M€)		EBITDA Margin			EBIT Margin			CAGR 20A-23E		
			Equity	EV	2022	2023	2024	2022	2023	2024	Sales	EBITDA	Net Income
A2A S.p.A.	A2A-IT	Italy	5,235	9,783	11%	13%	12%	5%	6%	6%	14.8%	28.0%	32.6%
Hera S.p.A.	HER-IT	Italy	5,236	7,791	13%	13%	14%	7%	7%	7%	2.8%	5.6%	13.9%
Iren S.p.A.	IRE-IT	Italy	3,190	6,809	15%	15%	24%	9%	10%	11%			
Edison Spa Az. di risp. non conv.	EDNR-IT	Italy	140	6,250									
Lassila & Tikanoja Oyj	LAT1V-FI	Finland	406	566	11%	12%	12%	5%	6%	6%	7.6%	9.0%	
#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!							#REF!	#REF!	
Aurea SA	AURE-FR	France	118	164									
Seche Environnement SA	SCHP-FR	France	534	1,011									
Groupe Pizzorno Environnement SA	GPE-FR	France	183	201									
					Mean	12.6%	13.2%	15.5%	6.4%	7.0%	7.4%		23.2%
					Median	12.0%	13.0%	13.1%	5.8%	6.5%	6.5%		23.2%
					Harmonic Mean	12.4%	13.1%	14.4%	6.0%	6.7%	6.9%		19.5%
Innovatec SpA	INC-MIL	Italy	204	261	15.1%	18.7%	20.9%	12.3%	16.6%	19.1%	45.7%	73.4%	99.0%
vs. Peers Average						20%	41%	35%	92%	137%	159%		326%

Sources : Companies, TP ICAP Midcap, FactSet

Évaluation comparable

EV/EBITDA	2023	2024
Figure	51.7	75.7
Multiple	6.4x	5.5x
Multiple at -10% discount	5.7x	5.0x
Enterprise Value	296.9	377.7
Bridge 2021	56.6	56.6
Equity	240.3	321.1
Diluted number of shares	95.4	95.4
Price/Share	2.5	3.4
Average	2.9	
% upside (downside)	37.6%	

EV/EBIT	2023	2024
Figure	45.9	69.3
Multiple	13.1x	11.7x
Multiple at -10% discount	11.8x	10.5x
Enterprise Value	541.9	731.0
Bridge 2021	56.6	56.6
Equity	485.3	674.4
Diluted number of shares	95.4	95.4
Price/Share	5.1	7.1
Average	6.1	
% upside (downside)	184.2%	

Relative Valuation	Price/Share	Weight
EV/EBITDA	2.9	50.0%
EV/EBIT	6.1	50.0%
Target Price	4.5	100%
Upside	111%	

Sources : Companies, TP ICAP Midcap, FactSet

En tenant compte de la moyenne en 2022E et 2023E, nous obtenons **une valorisation relative de 4,5 €**, soit une hausse potentielle de 111%.

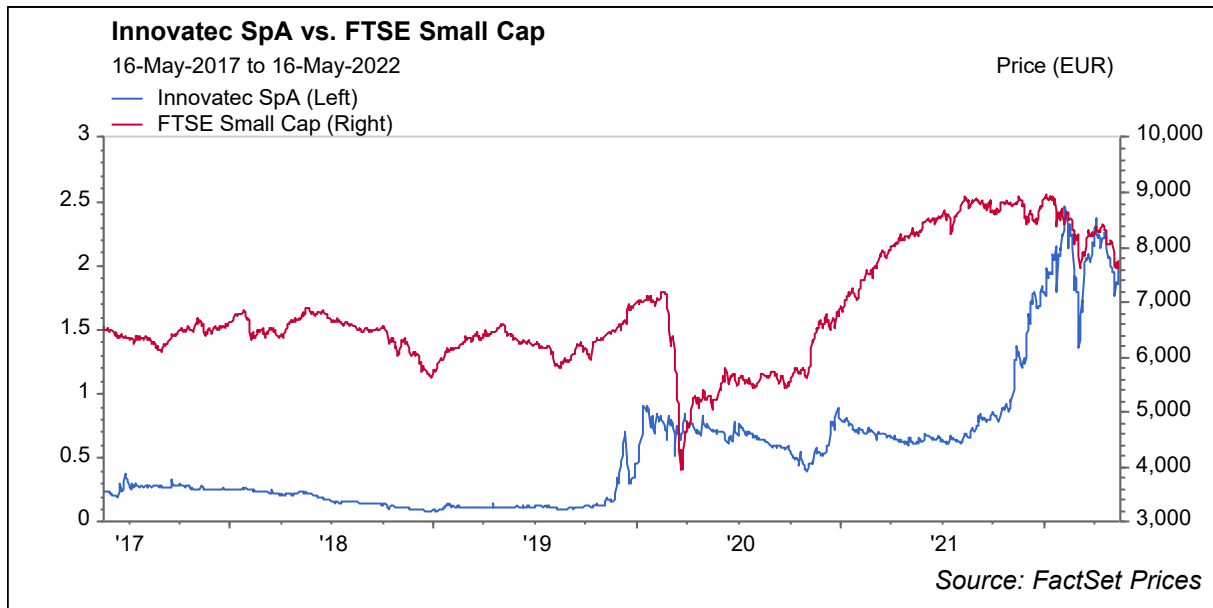
Synthèse de l'évaluation

Valuation method	Target Price	Weight
DCF	3.1	100.0%
Multiples	4.5	0.0%
Target Price	3.1	100%
Upside	43%	

En donnant 100% de poids à notre modèle DCF, nous obtenons un prix cible de 3,1 €, ce qui implique une hausse potentielle de 43%.

Current & Implied multiples	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Sales	276.4	320.3	370.5	399.5	412.1
Target EV/Sales	1.3x	1.1x	0.9x	0.9x	0.8x
EBITDA	39.7	46.0	55.1	59.4	61.3
Target EV/EBITDA	8.8x	7.6x	6.3x	5.9x	5.7x
EBIT	28.0	32.4	39.3	42.4	43.8
Target EV/EBIT	12.4x	10.7x	8.8x	8.2x	7.9x

Avec notre objectif de cours, Innovatec aurait des multiples de valorisation plus appropriés pour une société ayant une forte croissance des ventes et des marges.



La direction d’Innovatec : une grande expérience



Elio Catania – Chairman

- Graduated from La Sapienza University of Rome with a degree in electrical engineering;
- Obtained a Master’s degree in management from MIT’s Sloan School of Management;
- Boasts 30+ years of experience at IBM;
- Past experiences as Chairman and CEO at ATM, CNEL and Quid S.p.A.;
- Former member of the BoD of Luiss, Bnl, Intesa San Paolo and Telecom Italia
- Currently a member of the Assonime board, of the Council for Relations between Italy and the USA (Crisu) and of the Asphi Onlus Foundation;
- He is an advisor to the Minister of Agriculture;
- He has been a Knight of Labor since 2001.



Roberto Maggio – CEO

- Has a law degree from the University of Turin;
- Obtained a Master’s degree in management from the University of Turin;
- General Director at “Azienda Sviluppo Multiservizi S.p.A.” (2007-2009);
- Sole Director of S.A.A.P.A Civic Hospital (2009 - 2014);
- CEO of SEI Energia S.p.A. (since 2008);
- CEO of Seta S.p.A. (2014 - 2018);
- CEO of Innovatec S.p.A since 2016;
- CEO of Gruppo Waste Italia S.p.A. since 2017;
- CEO of SPC Green S.p.A. since 2020;
- Chairman of Innovatec Power since 2020.



Marco Mazzaresse – CFO

- Obtained a Bachelor’s and a Master’s degree in business administration from Bocconi;
- CFO of Mosaicoon (2017 - 2018);
- CFO of GreenUp (2018 - 2021);
- Independent member of BoD of Shedir Pharma Group since 2019;
- CFO of Innovatec Group since 2022.



Federico Malgarini – Head of Financial Planning

- Obtained a Bachelor’s and a Master’s degree in environmental engineering from il Politecnico di Milano;
- Strategic Developer/Planner at Kinexia S.p.A. (2010 - 2012);
- Consultant at Utiliteam (2012 - 2014);
- CEO of Innovatec Venture since 2022;
- Head of Financial Planning since 2014.



Raffaele Vanni – Head of Investor Relations

- Graduated from La Sapienza University of Rome;
- Boasts 6 years of experience as a manager at PwC;
- CFO of MV Augusta S.p.A. (2005 - 2008);
- CFO and Head of IR of FMR ARTE (2008 - 2009);
- CFO of Kinexia S.p.A. (2015 - 2016);
- CFO of Innovatec Group (2009 - 2019);
- Head of Investor Relations of Innovatec Group since 2020.

Future CAPEX plan initiatives

Disposal

Outlined in their 2022 – 2024 Business Plan, Innovatec has dedicated +€22 M from their CAPEX plan to upgrade the Group’s current treatment landfill facilities.



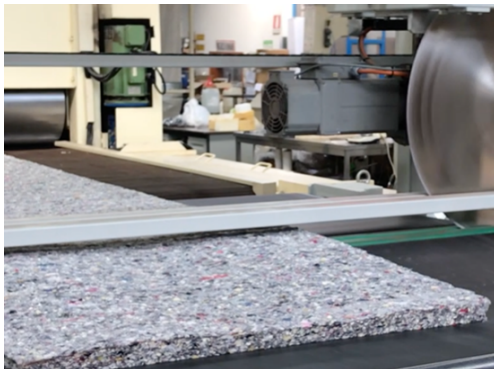
Expansion of the *Albonese landfill* with the creation of a new reservoir for approximately 450,000 additional cubic meters.



Construction and exploitation of Phase 2 of the current authorization (extends until 2026) at the *Bossarino landfill*.

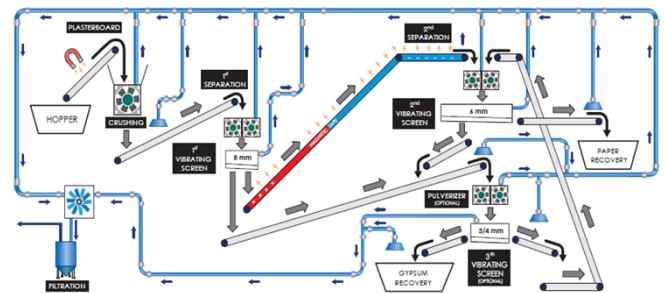
Innovative treatment

A solid +€9 M are dedicated to occupy highly remunerative market niches in waste treatment by building innovative facilities dedicated to material recovery from mattresses (*Matemorfosi*) and drywall (*Ecological Wall*).



Matemorfosi:

The first treatment facility dedicated to the recovery and end-of-life mattresses. This initiative aims to create a virtuous circuit of collection, recovery and sale of valuable materials contained in end-of-life mattresses, such as steel, wood and foam that can be otherwise repurposed.

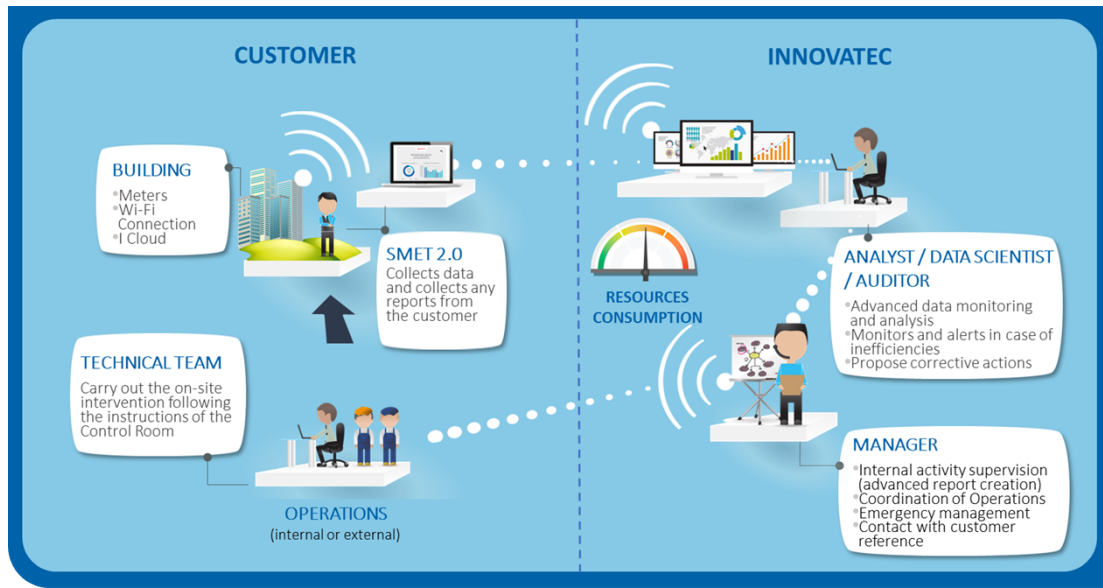


Ecological Wall S.r.l.:

An economically sustainable way to recover plaster from drywall, with high potential abroad.

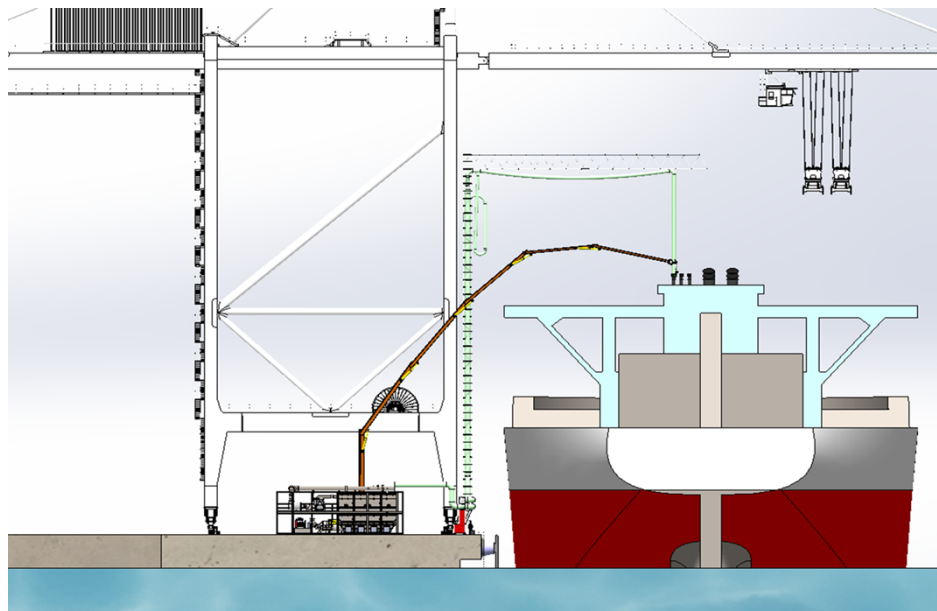
Focus SMET 2.0

A Smart Monitoring Environmental Tool (SMET), outlined to aid customers' efforts towards environmental sustainability.



Focus SETH

A smart solution to reduce in harbour ships' emissions. The Ship Emissions Treatment in Harbours (SETH) system significantly reduced the amin harmful pollutants from ships with the removal of sulphur dioxide (SO₂), particulate matter (PM) above 95%, and over 60% removal of nitrogen oxides (NO_x). **Innovatec estimates approximately +€7.6 M in additional revenues** deriving from this particular initiative in 2024.



FINANCIAL DATA

Compte de résultat	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
CA total	46,1	27,9	144,6	276,4	320,3	370,5
Variation (%)	-34,3	-39,6	419,1	91,2	15,8	15,7
Marge brute	46,1	25,7	126,6	232,2	269,0	311,2
% du CA	99,9	92,1	87,5	84,0	84,0	84,0
EBITDA	8,2	3,0	30,8	39,7	46,0	55,1
% du CA	17,7	10,9	21,3	14,4	14,4	14,9
ROC	6,1	2,7	21,1	28,0	32,4	39,3
% de CA	13,2	9,7	14,6	10,1	10,1	10,6
Eléments non récurrents	-0,0	0,0	-5,4	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	6,1	2,7	15,6	28,0	32,4	39,3
Résultat financier	0,0	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,3
Impôt sur les résultats	-0,6	-0,8	-4,0	-7,9	-9,1	-11,1
Taux d'impôt (%)	10,2	54,6	37,1	27,9	27,9	27,9
Résultat Net part du groupe	5,1	0,7	6,4	19,1	22,1	26,8
BPA (publié)	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Bilan financier	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
Goodwill	5,7	22,8	36,7	36,7	36,7	36,7
Immobilisations corp. et incorp.	4,8	34,1	37,1	46,4	49,1	49,4
Droit d'utilisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières	4,3	2,1	2,5	2,5	2,5	2,5
BFR	4,0	2,0	12,2	22,2	27,8	34,2
Autres actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total actifs	18,9	61,1	88,4	107,8	116,1	122,8
Capitaux propres	14,0	17,2	25,4	44,5	66,6	93,3
Intérêts Minoritaires	0,0	2,0	5,3	6,6	8,2	10,0
Impôts différés	4,3	39,3	41,0	41,0	41,0	41,0
Dette Nette	0,5	-7,1	9,0	7,9	-7,4	-29,4
Autres passifs	0,1	9,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Total Passifs	18,9	61,1	88,4	107,8	116,1	122,8
Dette Nette hors IFRS16	0,5	-7,1	9,0	7,9	-7,4	-29,4
Gearing	0,0	-0,4	0,3	0,2	-0,1	-0,3
Levier	0,1	-2,3	0,3	0,2	-0,2	-0,5
Tableau de flux	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
CAF après coût de l'endettement et impôt	12,9	-1,9	28,2	32,2	37,2	44,4
ΔBFR	1,7	6,7	-1,7	-10,1	-5,6	-6,4
Cash flow généré par l'activité	14,6	4,8	26,5	22,1	31,6	38,0
Capex net	-4,6	-4,5	-7,3	-21,1	-16,3	-16,0
FCF	10,0	0,3	19,2	1,1	15,3	22,0
Acquisition/Cession	0,0	-0,1	-19,8	0,0	0,0	0,0
Autres investissements	-1,6	-0,7	1,4	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	-3,4	-7,8	11,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement des dettes locatives	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres flux	0,0	2,6	1,8	0,0	0,0	0,0
Variation de change et Flux nets liés aux activités abando	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	-0,2	-1,0	13,7	1,1	15,3	22,0
ROA (%)	27,0%	1,1%	7,6%	19,0%	20,3%	23,3%
ROE (%)	36,5%	3,9%	26,5%	45,9%	35,5%	30,7%

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

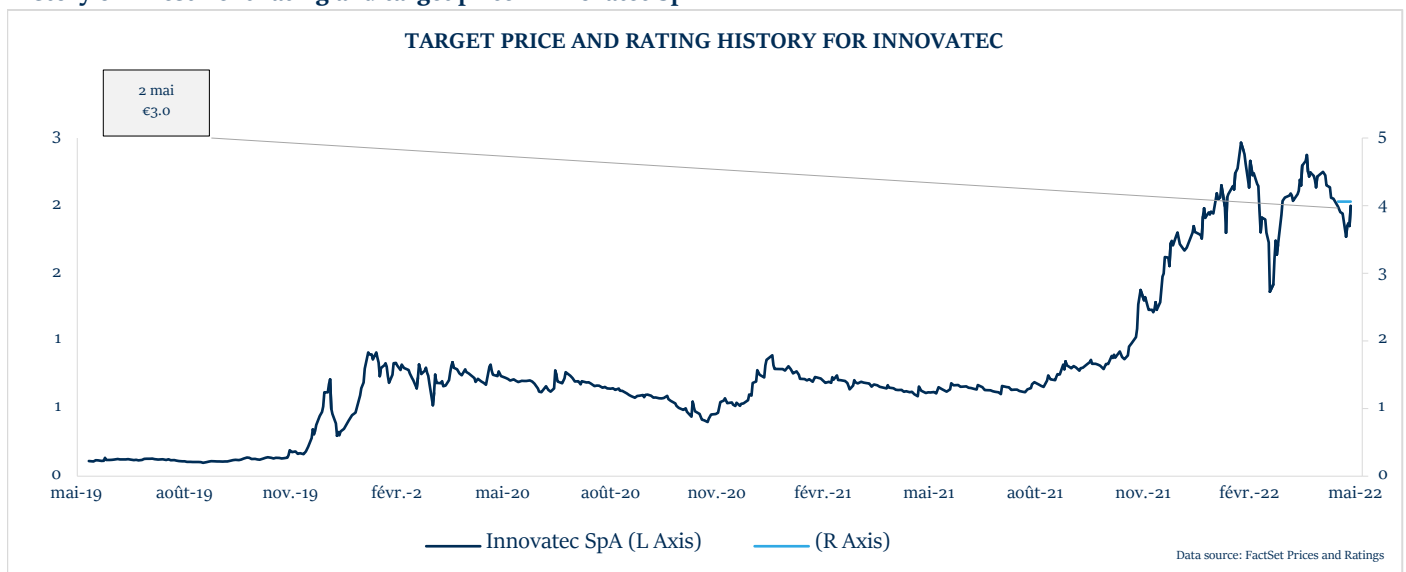
Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts

G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur: Innovatec SpA

History of investment rating and target price - Innovatec SpA



Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	87%	92%
Conserver	11%	5%
Vente	2%	0%
Sous revue	0%	0%

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse email suivante : marketing@midcapp.com.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Émetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des " barrières d'information ", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.