



|                     |         |                            |              |
|---------------------|---------|----------------------------|--------------|
| Capitalisation (M€) | 131,8   | Ticker                     | RDF-IT       |
| Objectif de cours   | 14 €    | Nb de titres (en millions) | 12,0         |
| Cours au 14/04/2026 | 10,94 € | Volume moyen 12m (titres)  | 46 029       |
| Potentiel           | 27%     | Extrêmes 12m (€)           | 6,18€/13,54€ |

**Achat**

## The BESS is yet to come

Fondé en 2008 à Gênes, Redelfi est un groupe industriel italien opérant comme développeur pur de projets de stockage d'électricité par batteries (BESS) en Italie et aux États-Unis. Après un recentrage stratégique de ses activités réussi, le groupe concilie croissance rentable et bonne gestion capitalistique. La position de leader sur son marché domestique, l'entrée sur le marché des Data Centers, et l'avancée en maturité de ses différents projets BESS sont autant de catalyseurs qui assurent la visibilité sur la croissance à venir. Pour l'exercice 2026, nous anticipons un CA en croissance de +30,0% à 35,2 M€ M€ ainsi qu'un EBITDA de 22,6 M€, soit une marge de 64,2%. Nous initions le titre à l'Achat avec un objectif de cours de 14€.



## Snapshot

Redelfi S.p.A., groupe industriel italien fondé en 2008 à Gênes et toujours détenu par son fondateur Davide Sommariva, est un développeur pur de projets de stockage d'énergie par batteries (BESS), positionné exclusivement en amont de la phase d'exploitation. La société développe des projets jusqu'au stade Ready-to-Build, avant leur cession à des fonds d'infrastructure ou à des industriels. Elle dispose aujourd'hui d'un pipeline total supérieur à 9 GW, dont une partie significative a atteint un niveau de maturité avancé.

Introduite en bourse en 2022, la société s'est progressivement recentrée sur le marché du stockage par batteries, segment stratégique au cœur de la transition énergétique. Le déploiement massif des énergies renouvelables intermittentes rend indispensable le développement de capacités de stockage afin d'assurer la stabilité des réseaux électriques. Selon l'International Energy Agency, les capacités mondiales de stockage par batteries devraient enregistrer une croissance annuelle moyenne supérieure à 30% sur la décennie en cours, portée par l'électrification des usages et les besoins croissants de flexibilité des systèmes énergétiques.

Sur son marché domestique, Redelfi figure parmi les acteurs les plus actifs du développement de projets BESS, avec un pipeline supérieur à 6 GW. Le Groupe s'appuie sur une équipe dirigeante expérimentée, conduite par Davide Sommariva, actif dans le secteur énergétique depuis plus de vingt ans, dont le parcours reflète une expertise reconnue dans le développement de projets complexes.

Le modèle économique, fondé sur des Development Service Agreements et sur la cession d'actifs arrivés au stade Ready-to-Build, permet de capter la création de valeur en amont tout en limitant l'intensité capitalistique. La progression du pipeline, combinée à la présence de projets avancés en Italie et aux États-Unis, soutient une trajectoire de croissance significative au cours des prochaines années. Le bilan demeure sous contrôle, avec une position de dette nette (définition Redelfi) de 15,2 M€ à fin 2025 soit un ratio de Dette nette/EBITDA de 1,9x.

Dans un contexte où les valeurs liées à l'électrification sont recherchées, nous estimons que Redelfi est une cible d'investissement attractive. Positionné sur des marchés porteurs et très dynamiques à l'heure actuelle (BESS et Data Center), le groupe bénéficie d'un pipeline commercial qui devrait continuer de stimuler la croissance sur les exercices à venir. La rentabilité élevée du modèle économique, la maîtrise du bilan et des niveaux de valorisation que nous jugeons encore attractifs malgré la progression du titre depuis l'introduction en bourse renforcent notre conviction.

Nous initions la valeur à Achat avec un objectif de cours de 14€.



Société Italienne, Redelfi est spécialisée dans le développement de projets dans le stockage d'énergie par batterie (BESS). Au travers d'un modèle de « pure développer », il dispose d'un pipeline en phase de maturité de 6 GW en Italie et d'environ 2 GW aux États-Unis.

Après un recentrage stratégique de ses activités réussi, le groupe a généré un chiffre d'affaires de 27,1 M€ (+36,6% y/y) accompagné d'une marge d'EBITDA de 58,3% en 2025.

## Pourquoi investir dans Redelfi ?



Des perspectives de croissance importantes : TCAM 25-27 est. **+19,7%**



Une rentabilité très élevée : Marge d'EBITDA 2025 **58,3%**



Des projets matures : **Bright Storage, Redelfi 1**



Un bilan toujours maîtrisé : Dette nette / EBITDA **1,9x en 2025**



Un marché des BESS en pleine expansion : TCAM 25-35 **>30%**



Un potentiel d'upside important : **>27%** de potentiel de hausse du titre



## Sommaire

|   |           |
|---|-----------|
| <b>SWOT</b>   | <b>5</b>  |
| <b>HISTORIQUE ET ACTIVITES</b>  | <b>6</b>  |
| <b>UN CAPITAL BIEN STRUCTURE</b>  | <b>9</b>  |
| <b>1. UN BESS, C'EST QUOI ?</b>   | <b>12</b> |
| <b>2. OU INTERVIENT REDELFI ?</b>   | <b>14</b> |
| Du Greenfield jusqu'au Ready-to-Build : un positionnement exclusivement en amont<br>Greenfield : forte intensité de risque, faible valorisation<br>Ready-to-Build : sécurisation du projet et création de valeur maximale |           |
| <b>3. LA REMUNERATION DE REDELFI</b>  | <b>16</b> |
| Les Development Service Agreements<br>La cession de projets BESS  |           |
| <b>4. COMMENT SE DECOMPOSE LE PIPELINE ?</b>  | <b>18</b> |
| Une exposition majoritairement italienne<br>Un relais de croissance aux États-Unis  |           |
| <b>5. LES DATA CENTERS, UNE NOUVELLE OPPORTUNITE ?</b>  | <b>21</b> |
| Modèle économique sur l'activité Data Centers   |           |
| <b>L'UN DES DEFIS DU 21EME SIECLE : LE BESS</b>   | <b>23</b> |
| Le BESS : une composante structurelle des systèmes électriques<br>Des drivers structurels en Europe<br>L'Italie : un marché déjà significatif et en forte expansion   |           |
| <b>UN MODELE DE CROISSANCE SCALABLE A FORTE MARGE</b>   | <b>26</b> |
| <b>PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES</b>   | <b>32</b> |
| Un plan 2023-2026 conservateur au regard de la dynamique actuelle<br>Nos estimations à horizon 2028<br>En matière de rentabilité<br>Concernant la capacité du groupe à générer de la trésorerie<br>Sur le plan bilanciel  |           |
| <b>VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS</b>  | <b>36</b> |



## SWOT

S

### Forces

- Une position de leader sur son marché
- Une expertise réglementaire de plus de 20 ans
- Un pipeline qui représente plusieurs années d'activités
- Un modèle qui limite l'intensité capitalistique
- Des flux de trésorerie récurrents et sécurisés grâce aux DSA

W

### Faiblesses

- Des concurrents bien positionnés
- L'absence de récurrence dans l'activité
- Dépendance à un client

O

### Opportunités

- Un besoin énergétique très important en Italie
- Le développement du segment Data Center
- Une forte empreinte dans la transition écologique

T

### Menaces

- L'évolution des réglementations environnementales
- La volatilité du prix de l'électricité
- La volatilité des résultats (décalage des ventes de projets)
- Une dépendance à l'homme clé



## Historique et activités



**2008-2018** : Redelfi est créée en 2008 à Gênes par Davide Sommariva et ses associés comme véhicule d'investissement dans le secteur des énergies renouvelables. Sa première opération majeure est la fondation et la prise de participation dans Renergetica, une société de développement de centrales solaires et éoliennes. Redelfi pilote la croissance de Renergetica pendant plus d'une décennie, renforçant sa position jusqu'à détenir la majorité du capital en 2016. Sous l'impulsion de Redelfi, Renergetica s'internationalise notamment aux États-Unis dès 2017, puis s'introduit en Bourse (IPO sur AIM Italia) en 2018. Cette phase a permis à Redelfi d'acquérir une expertise précieuse dans le développement de projets renouvelables et la gestion d'une entreprise cotée.

**Vente de Renergetica et recentrage des activités (2021)** : En mars 2021, Redelfi vend sa participation dans Renergetica (21%) pour environ 6,9 M€. Parallèlement, le groupe procède à une augmentation de capital via une campagne de crowdfunding (levée de 1 M€) afin de financer un nouveau plan de croissance. Suite à la sortie de Renergetica, Redelfi redéfinit sa stratégie avec l'objectif d'accélérer sur les axes de la transition verte et numérique.

### Historique de Renergetica (développement de projets)



Sources : Société, Euroland Corporate



**IPO 2022** : Le 8 juin 2022, Redelfi S.p.A fait son entrée sur le marché Euronext Growth Milan de la Borsa Italiana et lève au passage 3,45 M€. Au moment de l'IPO, le groupe se présente comme un groupe industriel orienté ESG, structuré en trois BU : *Green*, *MarTech* et *GreenTech*.

**Structuration en 3 pôles (Green, MarTech, GreenTech)** : Lors de l'IPO, Redelfi annonce la création de ces 3 BUs et nomme leurs responsables : Davide Sommariva, président, prend la tête du pôle Green ; Alessandro Ivaldi (CEO d'Enginius, filiale IT) dirige le pôle MarTech ; Raffaele Palomba, directeur général de Redelfi, pilote le pôle GreenTech.

Les orientations étaient les suivantes : la BU Green englobe les activités d'énergies renouvelables et de stockage (ex : mini-hydro via RH Hydro, et projets BESS via Redelfi Corp). La BU dédiée aux solutions digitales se concentre sur des produits logiciels innovants développés par la filiale Enginius. Enfin, la BU GreenTech visait à fusionner les compétences du groupe pour développer des solutions technologiques durables (par exemple des projets de reforestation utilisant la blockchain).

Cette structure reflétait la volonté de Redelfi d'être actif à la fois sur l'infrastructure verte et l'innovation numérique ESG, avec une approche transverse.

**Accélération sur le BESS et désinvestissements ciblés (2023-2025)** : Très vite, le marché du stockage d'énergie s'impose comme l'opportunité la plus porteuse. En 2022, Redelfi décroche un accord majeur de 1,4 GWp de projets BESS aux États-Unis, aboutissant à la création de sa filiale BESS Power Corp, en partenariat local.

Fin 2022, la société publie un Business Plan 2022-2026 ambitieux misant sur le BESS. Dans cette dynamique, l'année 2023 marque une étape structurante avec l'acquisition de GPA Solutions, qui permet à Redelfi de renforcer significativement son pipeline italien. Cette opération apporte au groupe environ 1 GW de projets BESS via le véhicule Redelfi 1, tout en lui offrant une meilleure visibilité commerciale grâce à un accord de vente déjà sécurisé sur une partie du pipeline. L'acquisition de GPA Solutions constitue ainsi un accélérateur majeur du repositionnement stratégique de Redelfi sur le stockage d'énergie, en augmentant à la fois la taille, la maturité et la monétisabilité de son portefeuille de projets.

En 2023 et 2024, Redelfi réoriente ses ressources vers cette activité cœur (BU Green) et décide de sortir de certains périmètres non-stratégiques hérités de la phase initiale :

- En septembre 2023, Redelfi cède sa participation dans CerLab S.r.l., une start-up fondée en 2022 pour développer des Communautés Énergétiques Renouvelables (CER). En allouant moins de ressources aux projets CER, Redelfi choisit de concentrer les fonds sur les BESS stand-alone, plus alignés sur son cœur de métier. L'opération renforce la focalisation du Groupe sur les infrastructures de stockage d'énergie.
- En avril 2025, le Conseil d'administration approuve le spin-off d'Enginius S.r.l. (BU MarTech) et de RT&L S.r.l. (société de logistique détenue indirectement). Ces deux actifs sont apportés à une société tierce (Redeem Srl), permettant à Redelfi de se désengager d'un secteur logistique annexe, tout en récupérant environ 0,8 M€ et une participation minoritaire dans Redeem.

Ces arbitrages stratégiques illustrent l'évolution rapide de Redelfi vers un modèle de pure-player du stockage d'énergie. En quelques années, la société est passée du rôle de société diversifiée ESG à celui de développeur spécialisé de projets BESS, soutenu par

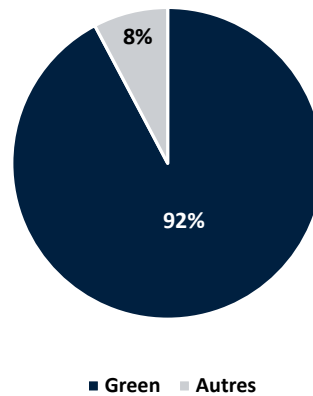


des compétences digitales qu'elle peut toujours mobiliser de manière transversale si besoin (ex : son expertise big data peut servir à l'optimisation des réseaux électriques, via le reliquat de sa BU GreenTech).

Aujourd'hui, Redelfi occupe une position de premier plan sur le marché italien du développement de projets de stockage par batteries (BESS). Après une réallocation stratégique réussie vers cette activité, le groupe a réalisé en 2025 environ 92% de son CA dans cette branche, soit 25,0 M€.

Plus récemment, Redelfi a signé un contrat majeur avec WRM Group, marquant son entrée sur le marché des data centers. Fort de sa capacité démontrée à se positionner sur des segments en croissance, le Groupe pourrait ainsi voir son mix d'activité évoluer progressivement au cours des prochains semestres, sous réserve de la montée en puissance effective des projets concernés.

## Répartition du chiffre d'affaires par segment, 2025 (%)



Sources : Société, Euroland Corporate



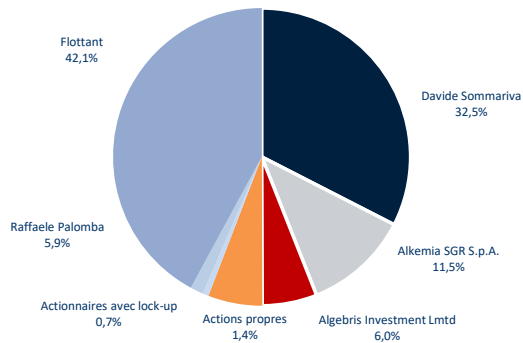
## Un capital bien structuré

Le capital de Redelfi est détenu à 32,5% par Davide Sommariva, Président (27,9% à travers Marinetta S.r.l. et 4,6% en propre) et à 5,9% par Raffaele Paloma, co-fondateur et membre du conseil d'administration (5,4% à travers Intersidera S.R.l et 0,5% en propre).

Côté institutionnels, Alkemia SGR, société d'investissement italienne indépendante, détient une participation de 11,5% dans le capital au travers de son fonds PIPE (Private Investment in Public Equity). Détenant 5,9%, Algebris Investment Limited est une société d'investissement immatriculée en Irlande.

Le flottant sur la valeur est de 42,1% et Redelfi détient 1,4% de ses actions en propres.

### Composition actionnariale du groupe au 30/06/2024



Sources : Société, Euroland Corporate

## Un management avec un track record éprouvé

**+15 ans**

D'expérience dans le développement de projets renouvelables

**3,3 GW**

Nombre total de projets solaires développés

**3,4 GW**

Nombre total de projets BESS développés

Le profil du management de Redelfi est solidement étayé par une expérience opérationnelle et entrepreneuriale significative dans le secteur des énergies renouvelables. Historiquement, Redelfi a été constituée en 2008 à Gênes en tant que véhicule d'investissement pour participer à la création et au développement de Renergetica, un développeur de projets énergétiques réparti sur plusieurs continents, avec des développements réalisés notamment aux États-Unis (172 MW), en Italie (217 MW), en Roumanie (155 MW), au Chili (53 MW) et en Colombie (12 MW). Cette présence internationale illustre la capacité de l'équipe à concevoir et à piloter des projets complexes dans des environnements réglementaires divers. Le parcours



boursier de Renergetica constitue également un élément notable du track record du management. Introduite à la Bourse de Milan en 2018 à 1,50 € par action, la société a ensuite fait l'objet d'une offre publique d'achat en 2023 à 10,11 € par action par C.V.A. EOS S.r.l., soit une création de valeur significative pour les actionnaires. Cette trajectoire témoigne de la capacité de l'équipe dirigeante à exécuter une stratégie de développement créatrice de valeur dans le secteur des infrastructures énergétiques.

Complétée par des profils spécialisés dédiés au développement de projets photovoltaïques et de solutions de stockage (BESS), l'équipe dirigeante dispose d'un track record éprouvé, tant en termes de création de valeur que de déploiement opérationnel.



### **Davide Sommariva – Président**

Titulaire d'un diplôme en économie et d'un master en finance, Davide a acquis de l'expérience dans le secteur de la banque d'investissement. Après avoir travaillé pendant plus de 14 ans dans le secteur des énergies renouvelables, il a fondé Renergetica S.p.A., qu'il a ensuite guidée vers son introduction sur le marché EGM (anciennement AIM Italia) en 2018. Il a été président de Renergetica S.p.A., membre du conseil d'administration et directeur financier de Renergetica USA Corp. et membre du conseil d'administration de RSM Chile S.p.A.



### **Sabina Pinto – Président Directeur Général**

Diplômée en ingénierie du Politecnico di Torino, titulaire de la certification PMP délivrée par le Project Management Institute (Pennsylvanie) et d'un Executive MBA obtenu à la SDA Bocconi en 2023. M. Pinto a acquis une solide expérience d'abord dans le secteur des infrastructures, puis dans celui de l'énergie. Elle dispose d'une solide carrière dans le domaine énergétique, évoluant au sein d'Engie Italia, Solar Konzept Italia S.r.l. et Enfinity Global, où elle a systématiquement occupé des fonctions de premier plan dans les phases de développement, de construction et d'exploitation.





## **Emanuele Cardone– Directeur Financier**

Titulaire d'un diplôme en Administration, Finance et Contrôle de l'Université de Gênes, Emanuele Cardone dispose de dix années d'expérience au sein d'un cabinet de conseil de premier plan, où il occupait le poste de Senior Manager. Il y a supervisé des missions d'audit, de conformité comptable et de conseil stratégique et financier, participant notamment à des projets de conversion aux normes OIC et IAS/IFRS, à des opérations de due diligence, de fusions-acquisitions et d'introduction en bourse. Il a développé une expertise sectorielle significative auprès de sociétés multi-utilities et est inscrit au Registre des Commissaires aux comptes ainsi qu'à l'Ordre des Experts-comptables de Gênes.



## 1. Un BESS, c'est quoi ?

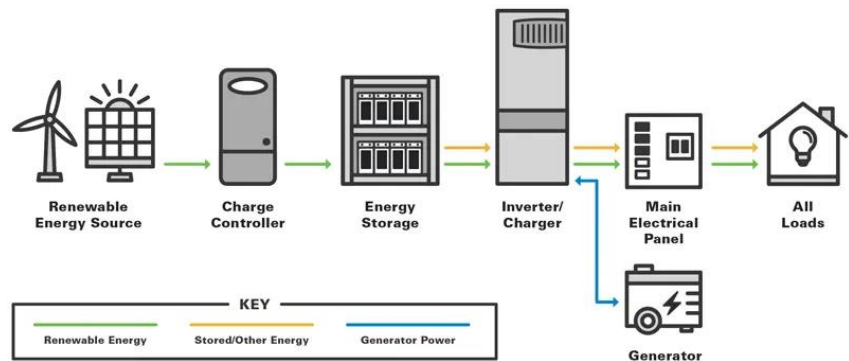
Un BESS (Battery Energy Storage System) est une infrastructure énergétique reposant sur des batteries, aujourd'hui majoritairement de technologie lithium-ion. Il ne produit pas d'électricité, mais permet de stocker l'énergie lorsqu'elle est produite en excédent et de la restituer ultérieurement selon les besoins du réseau électrique.

Concrètement, l'électricité excédentaire issue du réseau ou de sources renouvelables est stockée dans les batteries sous forme d'énergie chimique, puis reconvertie en électricité lors des périodes de déséquilibre entre l'offre et la demande. Ces cycles de charge et de décharge sont automatisés et pilotés en continu afin de s'adapter aux conditions de production, de consommation et de prix de l'électricité.

Les BESS jouent un rôle central dans l'intégration des énergies renouvelables, dont la production est intermittente. En l'absence de stockage, les surplus d'électricité produits lors de périodes de fort ensoleillement ou de vent peuvent être partiellement perdus. Le stockage permet de valoriser ces surplus, de réduire le gaspillage d'énergie renouvelable et de renforcer la résilience des installations, en permettant une alimentation temporaire en cas de défaillance du réseau.

### Grid energy storage technology

## Grid energy storage technology



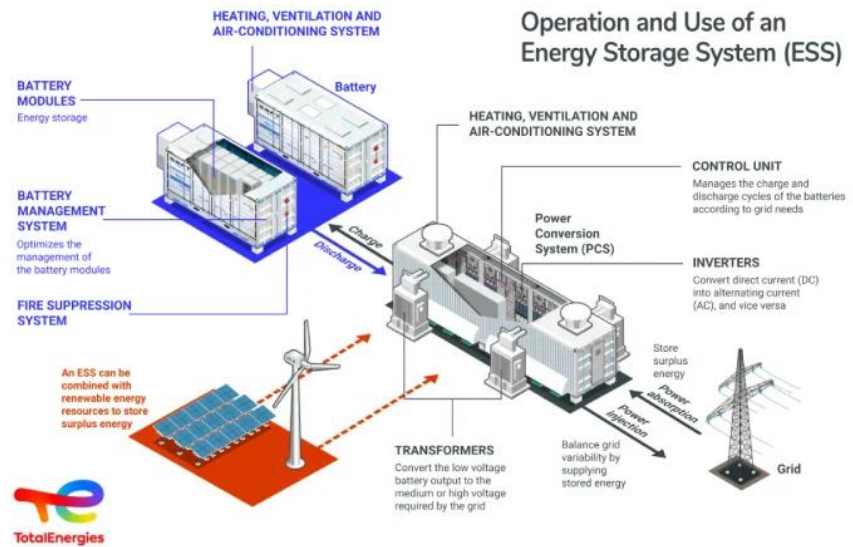
Source : Maxworldpower

L'énergie stockée peut être consommée localement, par exemple pour sécuriser l'alimentation d'un data center ou d'un site industriel, ou réinjectée sur le réseau et vendue sur les marchés de gros selon une logique d'arbitrage temporel (stocker l'électricité lorsque les prix sont bas et la restituer lors des périodes de tension).

Les solutions de stockage par batteries sont aujourd'hui déployées à grande échelle par des acteurs industriels internationaux tels que Tesla, BYD, Sungrow ou Fluence. Ces solutions standardisées reposent sur des unités conteneurisées comme les *Megapacks*, offrant une capacité unitaire de l'ordre de 4 à 5 MWh, et assemblées en nombre pour constituer des installations de grande capacité.



## Comment l'électricité est stockée à l'aide de batteries



Source : TotalEnergies

Ces systèmes sont utilisés par les gestionnaires de réseaux, les producteurs d'énergies renouvelables et les exploitants d'infrastructures critiques. Les projets sont généralement développés par des acteurs spécialisés, puis financés et exploités par des fonds d'infrastructure, des investisseurs institutionnels ou des utilities.

En Italie, la valorisation des BESS repose sur une combinaison de mécanismes contractuels encadrés par Terna, le principal gestionnaire du réseau de transport d'électricité en Italie, et de revenus de marché. Les dispositifs *MACSE* et le *capacity market* offrent des contrats de long terme (10 à 15 ans) garantissant des revenus fixes, en contrepartie de la mise à disposition d'une capacité énergétique de batteries pour *MACSE* et de la disponibilité de puissance mobilisable pour le *capacity market*. Les enchères de septembre 2025 font ressortir des niveaux de rémunération de 12-16 k€ par MWh de capacité et par an pour *MACSE*. En ce qui concerne le *capacity market*, le dernier prix s'élevait à 47 000 € par MW et par an.

Pour l'exploitant de parcs BESS (client final de Redelfi), ces revenus contractuels sont généralement complétés par des revenus variables issus du trading de l'électricité. Ces revenus sont plus volatils, mais peuvent représenter une part significative de la rentabilité globale des projets.

Ce modèle économique hydrique qui repose à la fois sur des revenus sécurisés (*MACSE* + *capacity market*) et revenus variables (trading), présente plusieurs avantages pour les investisseurs. D'abord 1) une visibilité élevée sur les cash flows grâce aux contrats long terme, 2) un potentiel d'upside lié à la volatilité des prix de l'électricité, et enfin 3) une réduction du risque par rapport aux modèles purement liés aux revenus issus du trading.



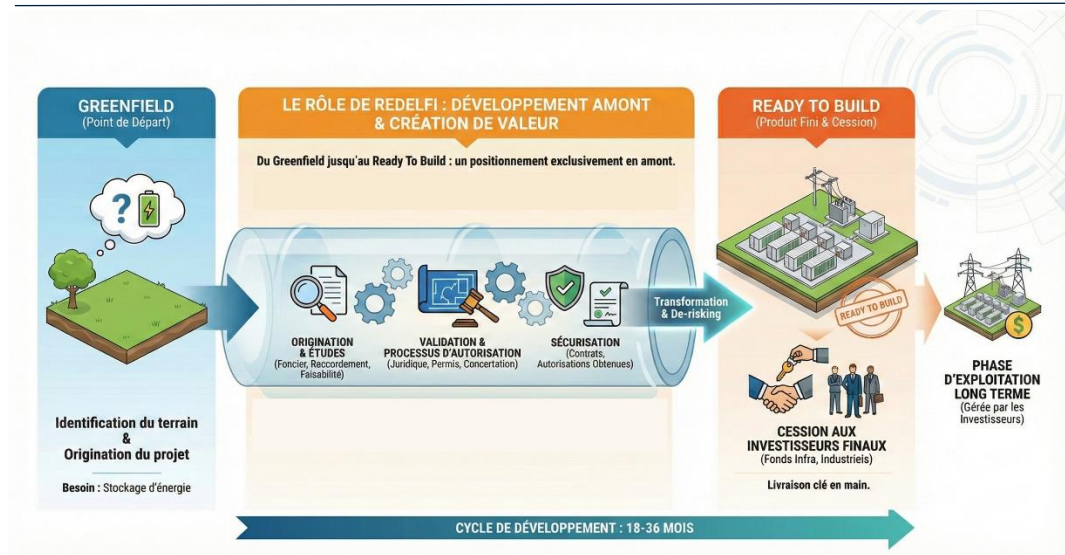
## 2. Où intervient Redelfi ?

### Du Greenfield jusqu'au Ready-to-Build : un positionnement exclusivement en amont

Redelfi est un pur développeur de projets de stockage d'énergie par batteries (BESS). Son activité consiste à développer des projets, en partenariat ou en propre, afin de les livrer clé en main à des investisseurs finaux (fonds d'infrastructure, industriels ou utilities). Le groupe n'a pas vocation à exploiter les actifs sur le long terme, mais à céder sa participation une fois le projet arrivé à maturité. Redelfi intervient ainsi à travers l'ensemble du processus de développement.

Fort de plus de 20 ans d'expérience dans le développement de projets énergétiques, le groupe dispose d'une expertise reconnue couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur amont. Ce savoir-faire, qui combine maîtrise réglementaire, technique et foncière, constitue une barrière à l'entrée significative.

### Le rôle de Redelfi en tant que développeur



Sources : Gemini, Euroland Corporate

### Greenfield : forte intensité de risque, faible valorisation

Un projet est dit *Greenfield* lorsqu'il incarne une phase très amont du développement, au cours de laquelle aucun élément structurant n'est encore sécurisé. Il s'agit d'un terrain vierge, sur lequel l'ensemble du processus reste à construire.

À ce stade, Redelfi va identifier et sécuriser le foncier, réaliser les études d'impact environnemental, obtenir les permis et autorisations administratives, mener les démarches de raccordement au réseau électrique et modéliser les rendements économiques attendus.

Cette phase est caractérisée par un niveau de risque élevé, les procédures administratives et de raccordement restant par nature incertaines et susceptibles de s'étendre dans le temps. En conséquence, la valorisation du projet demeure limitée,



l'essentiel de la création de valeur intervenant lors du passage au stade supérieur (Ready to Build).

Cette phase de développement s'étend généralement sur 18 à 36 mois, selon la complexité des projets et les délais d'autorisations et de raccordement.

Cette durée reflète le caractère séquentiel et incertain du développement, mais constitue surtout un levier clé de création de valeur. À mesure que le projet avance, le risque diminue et la valorisation augmente significativement. Elle agit également comme une barrière à l'entrée, en raison des besoins en expertise et en financement sur une période longue.

### **Ready-to-Build : sécurisation du projet et création de valeur maximale**

Un projet atteint le statut *Ready to Build* lorsqu'il est considéré comme prêt à entrer en phase de construction, l'ensemble des paramètres clés ayant été finalisés.

A ce stade, Redelfi a obtenu les permis et autorisations, l'accord de raccordement est signé, les études techniques sont complétées et validées, les choix technologiques sont réalisés et le Business plan est arrêté.

Le projet peut alors être cédé à un fonds d'infrastructure ou à un industriel souhaitant en assurer la construction et l'exploitation. Le risque porté par Redelfi est fortement réduit, les principales incertitudes résiduelles étant liées à l'exécution des travaux, une phase sur laquelle le Groupe n'intervient plus directement. En contrepartie, la valorisation du projet est significativement plus élevée, reflétant la sécurisation du cadre règlement et technique.



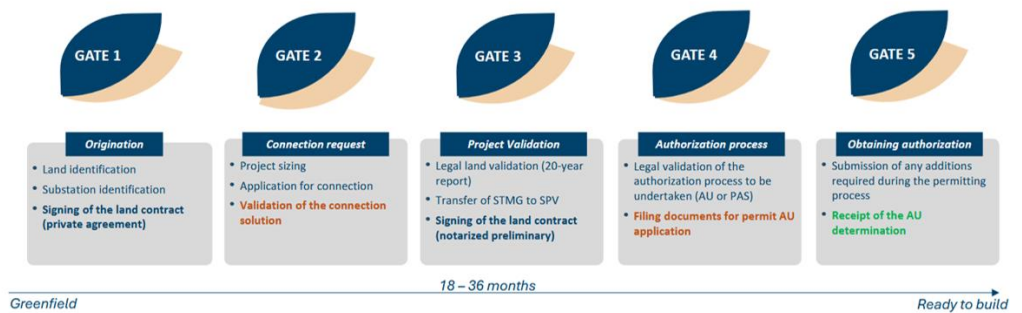
## 3. La rémunération de Redelfi

### Les Development Service Agreements

Le modèle de rémunération de Redelfi repose sur le mix de Development Service Agreements (DSA) et de cession de projets.

Dans le cadre des DSA le Groupe facture l'avancement des projets selon l'atteinte de jalons contractuels prédéfinis à ses partenaires de développement. Cette méthode de rémunération permet à Redelfi de capter la création de valeur en amont tout en limitant l'intensité capitalistique.

### Business model - BESS



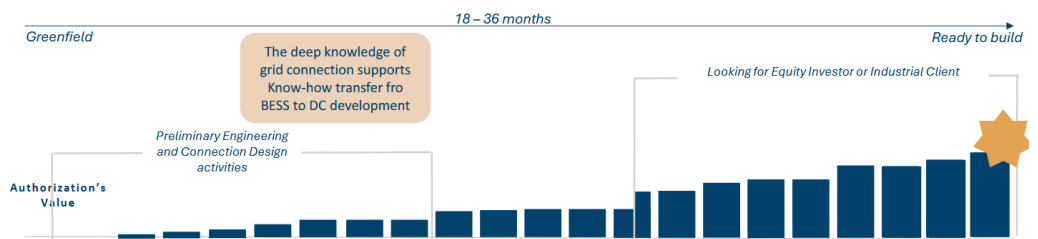
Source : Société

Le processus de développement est structuré en cinq étapes, allant de l'origination du projet jusqu'à l'obtention des autorisations finales, en passant notamment par la demande de raccordement et la validation technique. Chaque franchissement d'étapes déclenche une facturation progressive au partenaire du projet.

Le niveau de rémunération dépend du client, de la nature du projet et de son degré d'avancement.

La génération de chiffre d'affaires est ainsi croissante avec la maturité du projet, les premières étapes étant structurellement moins contributrices, tandis que l'essentiel de la valeur se concentre sur les phases avancées du développement.

### Le Development Service Agreement appliqué aux projets BESS



Source : Société



## Cession de projets BESS

Chez Redelfi, les cessions de projets soutiennent le chiffre d'affaires et les marges avant même l'encaissement effectif du produit lié à la vente. La valeur créée est progressivement reconnue au compte de résultat puis stockée au bilan en travaux en cours jusqu'à l'obtention des autorisations. Ce traitement comptable crée un décalage naturel entre croissance comptable et génération de cash, cette dernière n'intervenant pleinement qu'au moment de la monétisation effective des projets.

Lorsque les projets atteignent la fin de la dernière phase de développement (fin de la Gate 5), correspondant généralement au stade Ready-to-Build, Redelfi procède à leur cession à des investisseurs ou opérateurs d'infrastructures énergétiques. Les principales entrées de trésorerie proviennent de la vente du projet, une fois que celui-ci a atteint le statut RTB et obtenu l'autorisation.

Dans le cas de Bright Storage, sur les 3 GW que représente le pipeline de la SPV, environ 1 GW ont d'ores et déjà été sécurisés par le co-actionnaire Flash SpA, illustrant la visibilité commerciale dont bénéficient les projets les plus avancés du portefeuille. Redel

Par ailleurs, le pipeline Redelfi 1, d'une capacité d'environ 1 GW et acquis via GPA Solutions en 2023, bénéficie déjà d'un accord de vente signé avec un investisseur financier britannique, portant sur un prix minimum de 35 000 €/MW, soit un montant garanti d'au moins 35,0 M€ de revenus sur les trois prochaines années. L'accord prévoit également la possibilité d'un prix de cession supérieur, moyennant le versement d'une pénalité de 2,0 M€, ce qui confère au groupe une optionnalité supplémentaire sur la création de valeur. L'existence de cet accord renforce sensiblement la visibilité sur la monétisation d'une partie du pipeline italien et constitue, selon nous, un signal fort de validation externe de la qualité des actifs développés par Redelfi.

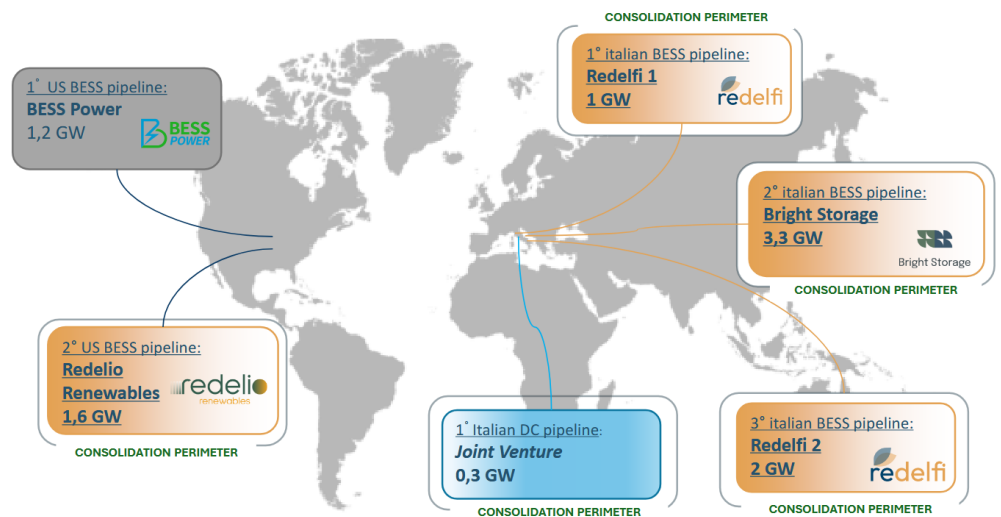


## 4. Comment se décompose le pipeline ?

A ce jour, Redelfi dispose d'un pipeline total d'environ 9,1 GW de projets BESS, répartis dans cinq SPV, dont quatre intégrées dans le périmètre de consolidation du groupe. Les SPV sont consolidées par intégration globale dans les comptes du groupe. Redelfi, actionnaire majoritaire, en conserve le contrôle opérationnel et pilote le développement des projets.

Ce portefeuille constitue le principal réservoir de création de valeur future, avec un degré de maturité hétérogène selon les projets et les zones géographiques.

### Un pipeline géographiquement diversifié



Source : Société

### Une exposition majoritairement italienne

Le pipeline italien représente la composante la plus significative, avec environ 6,3 GW, soit près de 70% du total. Il se répartit entre les SPV 100% détenues par le groupe dont Redelfi 1 (1,0 GW) et Redelfi 2 (2,0 GW), ainsi que Bright Storage, détenue à 51% et co-développée avec Flash SpA, filiale du groupe WRM Group, pour une capacité d'environ 3,3 GW.

Bright Storage et Redelfi 1 ont atteint le dernier jalon prévu dans leurs contrats de services de développement (DSA) et attendent désormais l'autorisation de passer au statut de projets « Ready to Build ». Ces actifs constituent ainsi les projets les plus avancés et les plus proches d'une monétisation, avec un potentiel de génération de cash significatif en cas de cession.

Redelfi 2 se situe à un stade intermédiaire de développement, traduisant une phase de montée en puissance progressive du pipeline. Le Groupe anticipe la signature avec un



nouveau partenaire, d'ici la fin de l'exercice 2026, d'au moins un nouvel accord de Development Service Agreement portant sur une partie du pipeline. Cet accord permettrait de déclencher rapidement des revenus, indépendamment de la cession finale des projets, et de renforcer la visibilité du chiffre d'affaires.

Ci-dessous, l'état d'avancement du pipeline BESS de Redelfi par stade de développement.

L'ensemble des projets a d'ores et déjà franchi les premières étapes critiques du processus, à savoir l'origination (Gate 1) qui inclut l'identification des sites et la sécurisation du foncier, ainsi que la validation de la demande de raccordement par Terna (Gate 2), matérialisée par l'obtention de la STMG (Soluzione Tecnica Minima Generale).

Le franchissement de ces jalons constitue une étape clé dans la dérisking des projets, réduisant significativement les incertitudes initiales. À ce stade, l'ensemble du pipeline se situe désormais entre les Gates 3 et 5, correspondant à des phases avancées de développement, proches de l'obtention des autorisations finales et, pour les projets les plus matures, du statut Ready-to-Build.

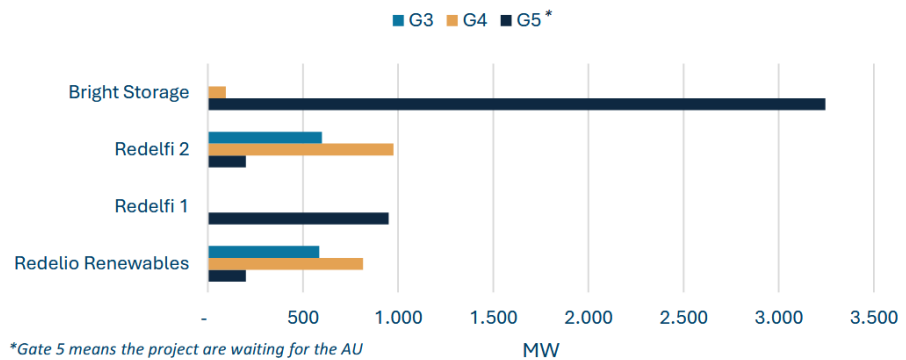
**Gate 3 : Validation du projet.** À ce stade, le projet fait l'objet d'une validation approfondie sur les plans juridique, foncier et opérationnel. Cela comprend notamment la vérification de l'historique juridique du terrain sur les 20 dernières années, afin de sécuriser pleinement les droits attachés au site. La solution de connexion délivrée par Terna (STMG, *Soluzione Tecnica Minima Generale*) est transférée à la société de projet (SPV) en charge de l'exécution. Un accord foncier préliminaire est également signé. En parallèle, Redelfi engage des discussions avec des investisseurs en capital ou des partenaires industriels afin de partager le risque du projet et de conclure des Development Service Agreements.

**Gate 4 : Processus d'autorisation.** Cette phase vise à sécuriser le cadre réglementaire du projet, au travers soit d'une Autorisation Unique (*Autorizzazione Unica, AU*), soit d'une Procédure Simplifiée (*PAS*), selon la nature du projet. Les équipes internes, appuyées par des conseillers techniques spécialisés, préparent et déposent l'ensemble de la documentation requise pour l'instruction administrative.

**Gate 5 : Obtention des autorisations.** Lors de la phase finale, l'équipe technique fournit aux autorités compétentes les éventuels compléments d'information demandés au cours de l'instruction, à l'issue du Gate 4. Une fois l'autorisation délivrée, le projet obtient le statut de *Ready-to-Build*, lui permettant d'entrer en phase de construction. À ce stade, Redelfi peut procéder à la cession du projet (ou de ses droits autorisés) à un investisseur ou opérateur final.



## Stade de développement des projets BESS



Sources : Société, Euroland Corporate

## Un relais de croissance aux États-Unis

Aux États-Unis, Redelfi dispose d'un pipeline d'environ 2,8 GW structuré autour de 2 SPV. La première, BESS Power, non consolidée, représente environ 1,2 GW de projets et est co-développée avec RAL et Elio Energy Group LLC. La seconde, Redelio Renewables, consolidée, affiche une capacité d'environ 1,6 GW et est co-développée avec Elio Energy Group LLC.

Ces projets se situent majoritairement aux Gates 3 et 4, en l'absence à ce stade de Development Service Agreements.

Dans le cadre de son recentrage stratégique sur le marché italien, Redelfi a par ailleurs décidé de suspendre ses investissements aux États-Unis, privilégiant désormais l'allocation de ses ressources aux projets offrant la meilleure visibilité et le plus fort potentiel de monétisation sur son marché domestique.



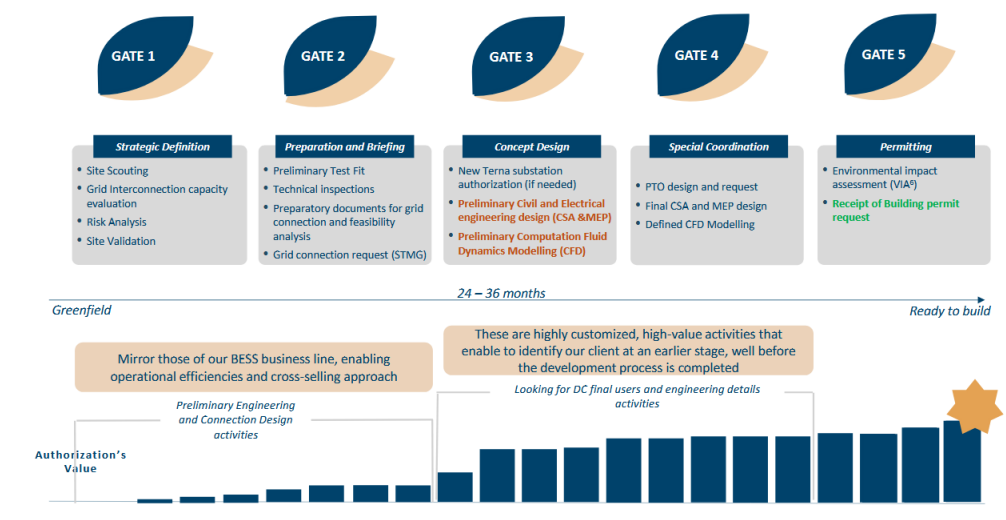
## 5. Les data centers, une nouvelle opportunité ?

Depuis 2026, grâce à l'obtention d'un contrat obtenu avec WRM Group, Redelfi a étendu son modèle de développement initialement éprouvé sur les projets BESS, au segment des data centers, en ciblant exclusivement la phase amont du cycle de vie (greenfield vers ready-to-build).

Cette approche repose sur un constat structurel : dans le secteur des data centers, tout comme dans celui des systèmes de stockage d'énergie par batterie (BESS), la création de valeur se concentre principalement dans l'identification des sites optimaux et l'analyse des possibilités de raccordement au réseau, bien avant les phases de construction et d'exploitation.

Le modèle économique lié aux data centers de Redelfi vise ainsi à capter cette valeur en amont, avec une exposition capitalistique limitée et une visibilité élevée sur les flux contractuels, selon une logique proche des Development Services Agreements (DSA) appliqués aux BESS.

### Modèle économique sur l'activité Data Centers



Source : Société

Le cycle de développement s'étend typiquement sur 24 à 36 mois, depuis l'identification du site jusqu'à l'obtention du permis de construire, selon une séquence standardisée : la valeur du projet augmente de manière non linéaire au fil des jalons, avec une accélération marquée à partir des phases de design avancé et de coordination technique.

Le modèle économique repose sur : 1/ des revenus contractuels étalés dans le temps, liés aux prestations de développement et d'ingénierie, 2/ la possibilité de cessions de projets ou de contrats long terme une fois le statut ready-to-build atteint et 3/ une mutualisation des compétences avec l'activité BESS (ingénierie, autorisations, raccordement), génératrice d'économies d'échelle.



Grâce à cette expansion, Redelfi met à profit son expertise de base pour s'attaquer à un marché en croissance structurelle, tout en conservant une approche rigoureuse et peu consommatrice de trésorerie.



## L'un des défis du 21ème siècle : le BESS

### Le BESS : une composante structurelle des systèmes électriques

Depuis 2023, le marché mondial du BESS a franchi un cap industriel, porté par l'essor des renouvelables et par le besoin croissant de flexibilité des systèmes électriques. Le marché du stockage d'énergie par batteries est réparti en trois segments, le Résidentiel (batteries installées chez les particuliers, généralement associés à des panneaux solaires), le Commercial & Industriel (concerne les entreprises, commerces et sites industriels) et enfin l'utility-scale, qui correspond aux installations de stockage à grande échelle connectées au réseau et exploitées comme actifs d'infrastructure.

Selon BloombergNEF (2025), les déploiements mondiaux de BESS ont atteint environ 92 GW (soit l'équivalent de 247 GWh) en 2025, en hausse de +23% sur un an. Le segment *utility-scale* a représenté près de 85% des nouvelles installations. Au premier semestre 2025, les installations mondiales ont encore fortement progressé (+54%) avec 86,7 GWh additionnels, ce qui témoigne d'une dynamique de marché toujours bien orientée.

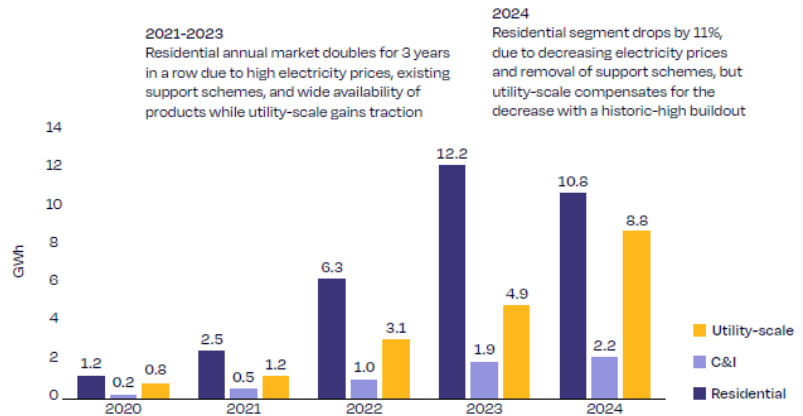
Les projections de l'Agence International de l'Energie (IEA) et de BloombergNEF anticipent une capacité mondiale cumulée pouvant approcher 700-800 GW d'ici 2030, puis environ 2 TW (~7,3 TWh) à horizon 2035. Cela implique un changement d'échelle rapide, avec des capacités multipliées par près de huit d'ici 2030 et par vingt à horizon 2035, soit des TCAM proches de 40%, puis de 30%. Cette trajectoire confirme l'intégration progressive du stockage comme composante structurelle des systèmes électriques.

### Des drivers structurels en Europe

En Europe, le marché du BESS repose désormais sur des moteurs structurels. Entre 2021 et 2023, le segment résidentiel a dominé grâce aux prix élevés de l'électricité et aux dispositifs de soutien, avant de ralentir en 2024 avec la normalisation du contexte énergétique. Le segment commercial et industriel (C&I) progresse de manière plus régulière, soutenu par la recherche d'efficacité énergétique des entreprises. La croissance est désormais principalement tirée par les projets utility-scale, en progression de +79% en 2024 avec 8,8 GWh installés. Cette évolution traduit un déplacement du marché vers des infrastructures énergétiques de grande échelle.



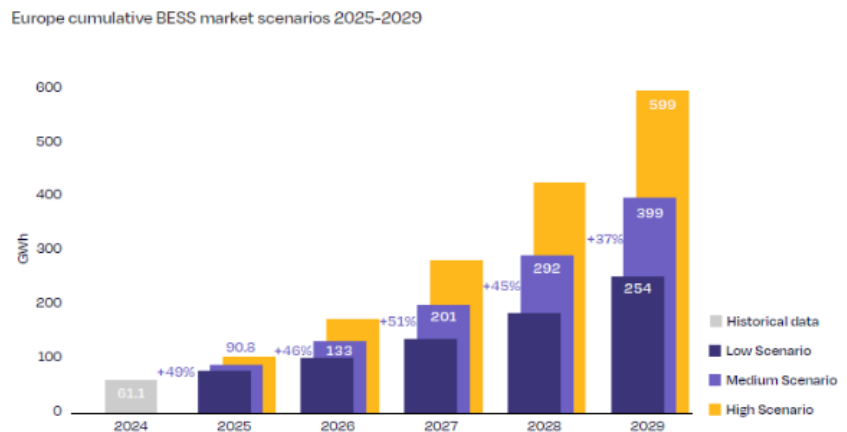
## Répartition annuelle des BESS en Europe, 2020-2024



Source : SolarPower Europe (2025): European Market Outlook for Battery Storage 2025-2029

Les projections du marché européen du stockage par batteries montrent une forte accélération attendue à horizon 2029. Après une base d'environ 61 GWh en 2024, le marché cumulé pourrait atteindre entre 254 GWh (scénario bas) et 599 GWh (scénario haut), selon les hypothèses de déploiement. Le scénario médian anticipe une croissance soutenue, portée par l'essor des projets utility-scale et les besoins croissants de flexibilité du réseau, confirmant une trajectoire structurellement haussière du secteur.

## Scénarios d'évolution du marché européen BESS (2025-2029)



Source : SolarPower Europe (2025) : European Market Outlook for Battery Storage 2025-2029



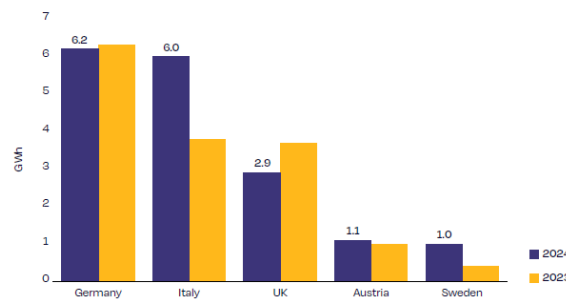
## L'Italie : un marché déjà significatif et en forte expansion

L'Italie s'impose comme l'un des marchés les plus dynamiques du stockage par batteries en Europe, avec environ 6,0 GWh de capacités installées en 2024, soit le deuxième marché européen derrière l'Allemagne et près de 21% de la capacité cumulée régionale.

Historiquement tiré par le segment résidentiel couplé au photovoltaïque, le marché italien bascule désormais vers l'utility-scale, porté par la forte pénétration des renouvelables et les besoins croissants de flexibilité du réseau électrique. Cette évolution traduit un passage d'un marché de diffusion technologique à une logique d'infrastructures énergétiques, davantage capitalistique mais offrant une meilleure visibilité sur les volumes.

### Top 5 marchés du BESS en Europe 2023-2024

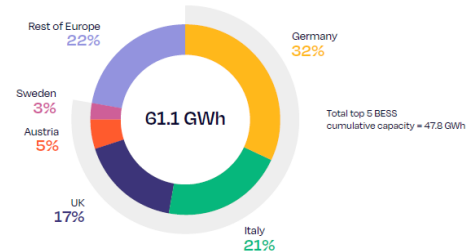
Europe top 5 BESS markets 2023-2024



Source : SolarPower Europe (2025) : European Market Outlook for Battery

### Capacité installée cumulée du BESS en Europe

Europe top 5 cumulative BESS capacity 2024

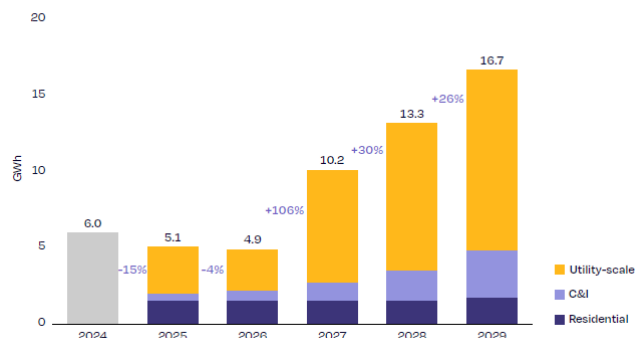


Source : SolarPower Europe (2025) : European Market Outlook for Battery Storage 2025-2029

Selon le scénario médian de Solar Power Europe, les installations annuelles devraient progresser de 5,1 GWh en 2025 à 16,7 GWh en 2029, soit un TCAM attendu d'environ +35% par an. Après une phase de consolidation à court terme (observée sur 2025 et 2026), l'accélération attendue à partir de 2027 reflète l'industrialisation progressive du marché, avec des projets utility-scale devenant le principal moteur de croissance.

L'Italie combine ainsi base installée significative, visibilité croissante sur les déploiements futurs et besoin structurel élevé de stockage, ce qui en fait l'un des marchés européens les plus attractifs à moyen terme.

### Capacité installée par an des BESS en Italie, Scénario moyen, 2025-2029



Sources : Société, Euroland Corporate



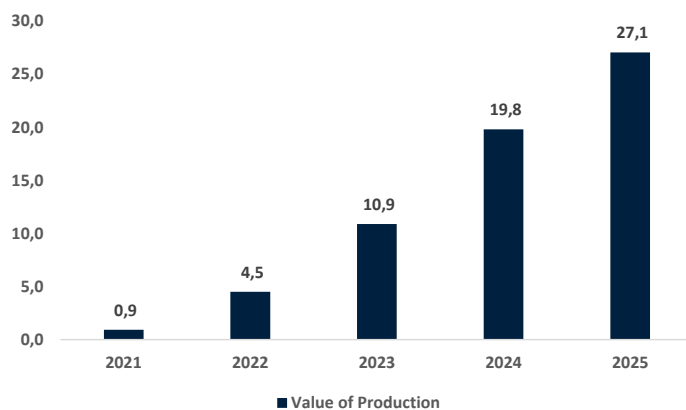
## Un modèle de croissance scalable à forte marge

Redelfi dispose d'un modèle scalable et à fortes marges, permettant la valorisation de projets déjà à un stade intermédiaire de développement. La diversification entre pipelines co-développés et pipelines détenus en propre assure une flexibilité accrue dans la gestion des cessions et l'accès à plusieurs options de financement.

Depuis son IPO en 2022, Redelfi a généré un TCAM de +56,5% sur la période 2022-2025. Le chiffre d'affaires est passé de 4,5 M€ en 2022, pour atteindre 27,1 M€ en 2025. Cette croissance exceptionnelle reflète 1/ le succès du recentrage d'activité du groupe en faveur du segment dédié aux projets BESS et parallèlement 2/ la forte demande en développement de projets BESS en Italie.

Sur l'exercice 2025, le groupe a été soutenu par l'avancement significatif du développement des projets de BESS en Italie. Redelfi a enregistré un chiffre d'affaires de 27,1 M€, en croissance de +36,6% par rapport à la même période de l'exercice précédent.

### Évolution du chiffre d'affaires, 2021-2025 (M€)

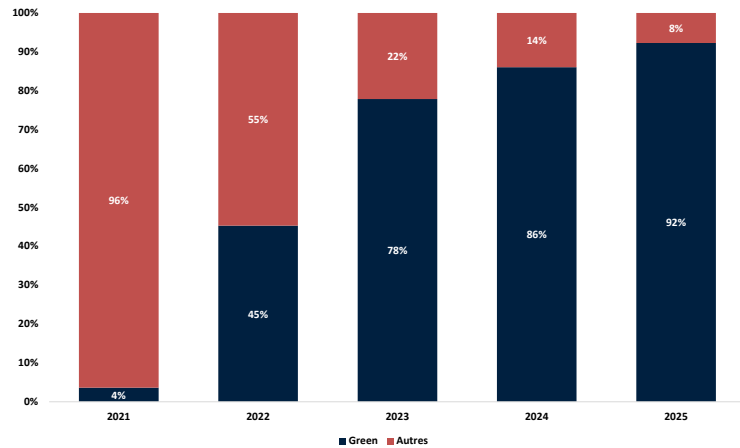


Sources : Société, Euroland Corporate

Le graphique suivant illustre la diversification progressive du chiffre d'affaires de Redelfi entre 2021 et 2025. Le segment dédié à l'activité de développement BESS représente en 2025 près de 94% contre 45% en 2022. Cette évolution témoigne de la réorientation des activités de Redelfi après la cession des périmètres non-stratégiques ainsi que des spin-off de ses activités non core.



## Évolution relative du CA par activité, 2021-S1 2025 (%)



Sources : Société, Euroland Corporate

### Une activité fortement margée

Depuis son IPO et jusqu'à présent, on observe une très forte progression de la rentabilité de Redelfi. L'EBITDA groupe est passé de 1,7 M€ en 2022, soit une marge de 37,3%, à 15,8 M€ en 2025, soit une marge de 58,3%.

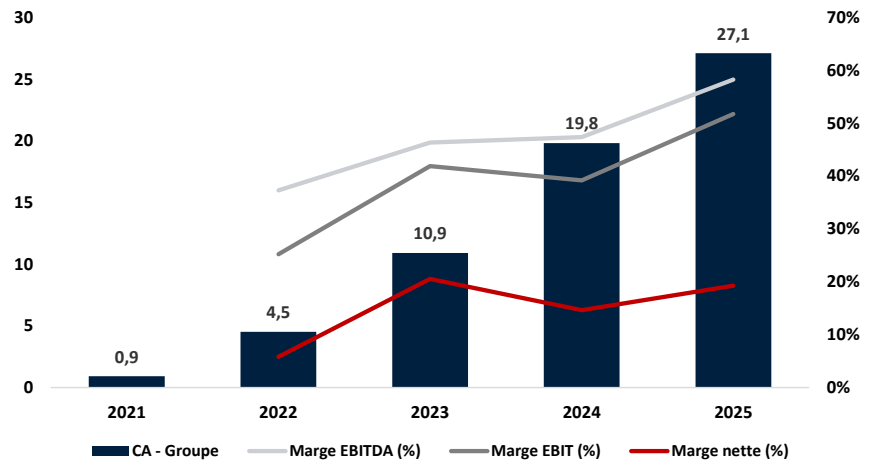
Ce fort développement est dû à un modèle hautement scalable, doté d'un véritable levier opérationnel mais également à l'évolution du mix en faveur de la division Green, fortement margée. Si la marge brute du groupe est restée relativement stable, supérieure à 62%, les OPEX ont en réalité progressé largement moins vite que le CA, à un TCAM de +46,5% sur la période 2022-2025, contre une progression de CA à un TCAM de +81,7%.

Redelfi investit principalement en capital humain et intellectuel. Ses charges d'exploitation principales sont donc les salaires (qui augmenteront avec les recrutements prévus pour gérer plus de projets), les services externes (frais de conseil juridique, ingénierie externe, etc.), et les coûts d'obtention de permis. Ces dépenses sont corrélées aux projets en cours.

Cette constance dans la performance témoigne d'une bonne optimisation des OPEX ainsi que d'un modèle économique maîtrisé, moins exposé aux soubresauts conjoncturels.



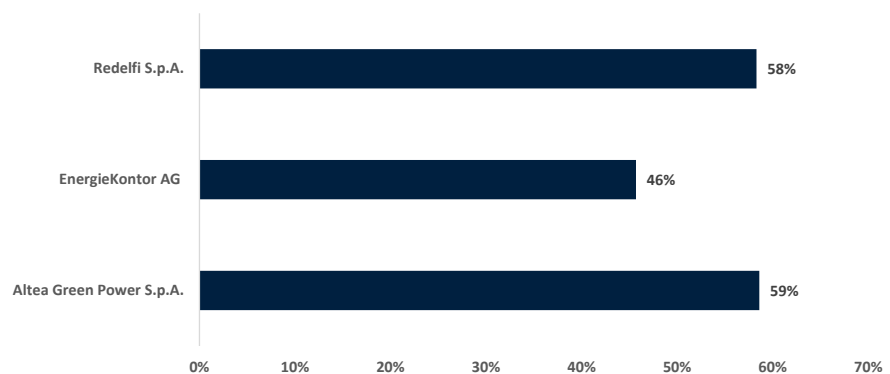
## Évolution du CA et marges, 2021- 2025 (M€, %)



Sources : Société, Euroland Corporate

Le niveau de marge affiché par Redelfi en 2025 se révèle cohérent avec celui des autres acteurs du secteur positionnés sur un modèle de développement pur. Afin de garantir la pertinence de la comparaison, seules les sociétés dont l'activité repose essentiellement sur le développement de projets ont été retenus, à savoir Redelfi, Altea Green Power et EnergieKontor. Dans cet univers de référence, la marge d'EBITDA de Redelfi ressort à un niveau soutenu, globalement en ligne avec ses comparables, ce qui illustre la rentabilité élevée propre au modèle des pure developers.

## Marge d'EBITDA FY1 des comparables de Redelfi (%)



Source : FactSet, EuroLand Corporate

En 2025, le résultat net consolidé de Redelfi s'est établi à 7,5 M€, soit une marge nette de 27,8%. Cette performance s'explique par un résultat d'exploitation de 14,0 M€, correspondant à une marge de 51,8%, partiellement compensé par un résultat financier



négalif de -1,9 M€. La charge d'impôt a atteint -4,6 M€, soit un taux d'imposition apparent élevé de 38,0%, supérieur au taux normal italien (environ 30%, incluant IRES et IRAP), en raison notamment de la fiscalité appliquée aux travaux en cours reconnus au bilan. Après prise en compte des intérêts minoritaires (30,7%) pour 2,3 M€, le résultat net part du groupe est ressorti à 5,2 M€.

## P&L Groupe - Redelfi, 2022-2025 (M€)

| P&L groupe (M€)                    | 2022       | 2023       | 2024       | 2025        |
|------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|
| Chiffre d'affaires                 | 4,5        | 10,9       | 19,8       | 27,1        |
| OPEX                               | 2,8        | 5,9        | 10,4       | 11,3        |
| <b>EBITDA</b>                      | <b>1,7</b> | <b>5,1</b> | <b>9,4</b> | <b>15,8</b> |
| Marge EBITDA (%)                   | 37,3%      | 46,3%      | 47,4%      | 58,3%       |
| DAP                                | 0,5        | 0,5        | 1,6        | 1,8         |
| % CA                               | 12,1%      | 4,5%       | 8,2%       | 6,5%        |
| <b>Résultat d'exploitation</b>     | <b>1,1</b> | <b>4,6</b> | <b>7,8</b> | <b>14,0</b> |
| Résultat financier                 | -0,8       | -0,2       | -1,8       | -1,9        |
| Résultat exceptionnel              | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         |
| Impôts sur les bénéfices           | -0,1       | -1,3       | -2,7       | -4,6        |
| <b>Résultat net</b>                | <b>0,3</b> | <b>3,0</b> | <b>3,3</b> | <b>7,5</b>  |
| Marge nette (%)                    | 6,0%       | 27,8%      | 16,7%      | 27,8%       |
| Intérêts minoritaires              | 0,0        | 0,8        | 0,4        | 2,3         |
| <b>Résultat Net Part du Groupe</b> | <b>0,3</b> | <b>2,2</b> | <b>2,9</b> | <b>5,2</b>  |

Sources : Société, Euroland Corporate

## Une situation financière encore maîtrisée

Redelfi présente une structure financière globalement maîtrisée à l'issue de l'exercice 2025, soutenue par plusieurs opérations de financement récentes. Le groupe a ainsi levé 3,45 M€ lors de son introduction en bourse, puis 2,0 M€ en décembre 2024 via une augmentation de capital réservée, et enfin 8,0 M€ en avril 2025 auprès d'investisseurs qualifiés, principalement afin de développer l'actionnariat institutionnel au sein de son capital.

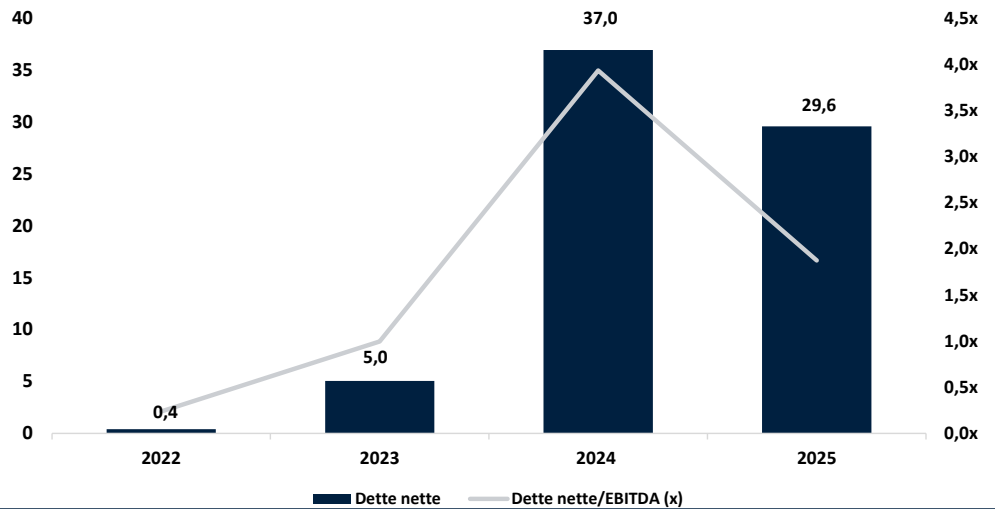
Le pic d'endettement observé chez Redelfi en 2024 (37,0 M€ de dette nette) s'explique principalement par deux éléments non récurrents et liés à la stratégie de développement du groupe : 1/ la mise en place d'un financement structurant via un prêt de 15 M€ souscrit auprès d'Anthilia Capital Partners SGR, destiné à soutenir l'accélération du pipeline de projets, et 2/ la comptabilisation anticipée d'un earn out de 11,2 M€ relatif à l'acquisition de GPA Solution, sans impact immédiat en trésorerie mais venant mécaniquement alourdir la dette nette.

A fin 2025, avec une trésorerie de 7,6 M€ (vs 6,5 M€ en 2024) et une dette financière brute qui s'élève à 34,8 M€, le groupe affiche une position de dette nette de 29,6 M€, pour un levier de dette nette/EBITDA de 1,9x et un gearing de 66%.



Ce niveau d'endettement apparaît toujours contenu au regard de la trajectoire de croissance du groupe. Même si la structure financière reste en phase d'investissement, le recours au financement externe ne semble pas nécessaire à ce stade.

## Dettes nette et levier Redelfi, 2022-2025 (M€, x)



Source : EuroLand Corporate

Il convient de noter que Redelfi a publié une position financière nette consolidée de 15,2 M€ en 2025 (contre 19,5 M€ en 2024), reposant sur une définition élargie incluant les actifs financiers ainsi que les créances financières à court et long terme. Sur une base pro forma, après ajustement de l'earn-out lié à GPA pour 11,2 M€ et de l'augmentation de capital liée à l'exercice des warrants pour 9,2 M€, la position financière nette ressort à 13,2 M€. Cette approche offre une vision plus complète de l'exposition financière du Groupe, en particulier au regard de son modèle fondé sur le développement de projets.

La dette nette publiée intègre en effet un earn-out lié à l'acquisition de GPA, d'un montant de 11,2 M€ et payable d'ici 2028. Cet earn-out est conditionné à l'atteinte de jalons clés des projets et à la monétisation des actifs BESS sous-jacents, et doit ainsi être interprété comme un mécanisme de partage de valeur plutôt que comme une dette financière traditionnelle.

## Calcul de la dette nette Euroland, Redelfi, 2023-2025 (en M€)

| Calcul dette nette                      | 2023       | 2024        | 2025        |
|---|------------|-------------|-------------|
| Dettes financière brute                 | 8,5        | 43,4        | 37,3        |
| Trésorerie et VMP                       | 3,5        | 6,5         | 7,7         |
| <b>Dettes nette Euroland</b>            | <b>5,0</b> | <b>37,0</b> | <b>29,6</b> |
| - VMP traitées en immo fi               | 0,3        | 14,8        | 5,9         |
| - Autres actifs financiers non courants |            | 2,7         | 8,5         |
| <b>Dettes nette Redelfi</b>             | <b>4,7</b> | <b>19,5</b> | <b>15,2</b> |
| - Earn Out GPA                          |            | 11,2        | 11,2        |
| + AK et exercice de warrants            |            |             | 9,2         |
| <b>Dettes nette Redelfi ajustée</b>     | <b>4,7</b> | <b>8,3</b>  | <b>13,2</b> |

Source : EuroLand Corporate



## Un BFR en forte hausse, reflet de la phase de développement

La CAF a connu une progression significative, passant de 1,0 M€ en 2022 à 13,9 M€ en 2025. Cette variation s'explique par l'amélioration continue du résultat net consolidé qui a progressé de 0,3 M€ à 7,5 M€.

Face à l'augmentation de l'activité, les stocks du groupe ont très fortement augmenté au cours des derniers exercices conduisant ainsi à une hausse du BFR à 51,2 M€ (vs 2,0 M€ en 2022). Cette évolution s'explique principalement par la hausse des travaux en cours et des projets en développement, comptabilisés en stocks, traduisant l'intensification des investissements dans le pipeline BESS et reflétant la valorisation des projets pluriannuels du Groupe.

Par ailleurs, les CAPEX de Redelfi ne correspondent pas à des CAPEX industriels classiques. Ils correspondent à des CAPEX de développement de projets, que le groupe monétisera en les convertissant en revenus via des DSA ou lors de la cession des projets. A ce titre, le groupe a investi près de 1,5 M€ en 2025, contre 14,6 M€ en 2024.

### FCF cumulatif Redelfi, 2021-2025 (M€)

| Calcul FCF simplifié (M€)                       | 2021        | 2022        | 2023        | 2024         | 2025         |
|---|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Capacité d'autofinancement                      | -0,9        | 1,0         | 4,8         | 9,3          | 13,9         |
| Variation BFR                                   | -0,1        | -1,7        | -4,1        | -14,6        | -23,1        |
| <b>Flux de trésorerie généré par l'activité</b> | <b>-1,0</b> | <b>-0,7</b> | <b>0,8</b>  | <b>-5,2</b>  | <b>-9,2</b>  |
| CAPEX   | -0,4        | -1,8        | -2,9        | -14,6        | -1,5         |
| <b>FCF</b>                                      | <b>-1,4</b> | <b>-2,5</b> | <b>-2,1</b> | <b>-19,8</b> | <b>-10,7</b> |
| Autres  | 2,4         | 2,6         | 4,4         | 16,0         | 11,8         |
| Variation trésorerie                            | 1,0         | 0,1         | 2,3         | -3,8         | 1,1          |
| <b>Dettes/(trésorerie) nette</b>                | <b>0,0</b>  | <b>0,4</b>  | <b>5,0</b>  | <b>37,0</b>  | <b>29,6</b>  |

Sources : Société, Euroland Corporate



## Perspectives stratégiques et financières

Un plan 2023-2026 conservateur au regard de la dynamique actuelle

### Business Plan 2023-2026

| Data in € million    | 2023  |       | 2024  |       | 2025  |       | 2026    |         |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
|                      | Min   | Max   | Min   | Max   | Min   | Max   | Min     | Max     |
| <b>Turnover</b>      | 10,3  | 10,5  | 18,0  | 18,4  | 26,0  | 27,0  | 34,0    | 35,2    |
| <b>EBITDA</b>        | 4,7   | 4,9   | 6,4   | 6,8   | 14,2  | 15,0  | 23,3    | 24,3    |
| <b>EBITDA margin</b> | 45,6% | 46,7% | 35,6% | 37,0% | 54,6% | 55,6% | 68,5%   | 69,0%   |
| <b>NFP (Cash)</b>    | 5,6   | 5,8   | 13,4  | 13,9  | 9,5   | 10,2  | (16,50) | (17,50) |

Source : Société

En décembre 2023, compte tenu du fort développement de son activité BESS, Redelfi a décidé de revoir son précédent plan stratégique initial. Ce nouveau plan, couvrant la période 2023-2026, prévoit un TCAM du chiffre d'affaires d'environ +49,0%, afin d'atteindre entre 34,0 et 35,2 M€ de revenus en 2026. Il vise également une marge d'EBITDA proche de 69%, correspondant à une progression annuelle moyenne de +70,5% sur la période.

La dynamique récente du groupe apparaît significativement supérieure aux objectifs initiaux du plan. En 2025, Redelfi a généré un chiffre d'affaires de 27,1 M€ et un EBITDA de 15,8 M€, soit des niveaux déjà supérieurs à la fourchette haute des guidance (respectivement 26–27 M€ et 14,2–15,0 M€).

En revanche, la position financière nette est ressortie à 15,2 M€, contre une cible comprise entre 9,5 M€ et 10,2 M€ dans le business plan. Comme énoncé précédemment, cet écart s'explique principalement par des éléments non récurrents. En particulier, la dette nette inclut l'earn-out lié à l'acquisition de GPA, ainsi qu'un effet positif lié à l'augmentation de capital via l'exercice de warrants. Ajustée de ces éléments, la position financière nette pro forma s'établit à 13,2 M€, soit un écart limité d'environ 3 M€ par rapport à la borne haute du plan. Ce différentiel résiduel s'explique essentiellement par le décalage de la cession d'un projet BESS aux États-Unis, initialement anticipée dans le business plan pour un montant de l'ordre de 3 à 4 M€, mais qui n'a pas été réalisée à ce stade.

Pour 2026, le groupe anticipe un chiffre d'affaires compris entre 34,0 et 35,2 M€, ainsi qu'un EBITDA entre 14,2 M€ et 15,0 M€. La position financière nette affichée dans le business plan initialement prévu anticipe une position de cash positive entre 16,5 et 17,5 M€.



Au regard de la dernière publication et de nos derniers échanges avec le management, nous pensons que le groupe devrait proposer un nouveau plan stratégique dans les prochains mois, afin de mieux refléter l'accélération observée sur ses activités.

## Nos estimations à horizon 2028

Pour 2026, nous pensons que Redelfi est bien positionné pour atteindre ses objectifs fixés dans son business plan. Le groupe devrait continuer de capitaliser sur la base de projets et de partenaires déjà établie. La montée en puissance des Development Service Agreements liés aux data centers constitue un catalyseur supplémentaire. Nous estimons ainsi un chiffre d'affaires de 35,2 M€, soit une croissance de +30,0% sur un an, en haut de fourchette du business plan.

Redelfi dispose de : 1/ Bright Storage, un pipeline de projets BESS d'environ 3 GW qui a atteint le dernier palier prévu par les DSA (gate 5), donc susceptible d'être cédé une fois les autorisations obtenues, à des investisseurs ou opérateurs d'infrastructures énergétiques. Dans le cas de Bright Storage, 1 GW a déjà été sécurisé par le co-actionnaire Flash SpA. Et 2/ Redelfi 1, d'une capacité d'environ 1 GW et acquis via GPA Solutions en 2023 et qui bénéficie déjà d'un accord de vente signé avec un investisseur financier britannique, portant sur un prix minimum de 35 000 €/MW, soit un montant garanti d'au moins 35,0 M€ de revenus sur les trois prochaines années.

Dans nos estimations pour 2027, nous retenons l'hypothèse prudente selon laquelle les ventes de projets venaient à se concrétiser. Nous attendons pour cet exercice un chiffre d'affaires de 38,8 M€, soit une croissance de +10,2% y/y.

Ces chiffres sont confortés par un marché des batteries de stockage d'électricité en Italie qui continue d'être très dynamique. Selon le scénario médian de Solar Power Europe, les installations annuelles devraient progresser de 5,1 GWh en 2025 à 16,7 GWh en 2029, soit un TCAM attendu d'environ +35% par an.

Au total, nos estimations impliquent un TCAM du chiffre d'affaires de +25,1% sur la période 2024-2027e.

En 2028, nous retenons une hypothèse volontairement prudente, reposant sur l'absence de nouvelles cessions d'actifs au sein du pipeline. Dans ce scénario, l'activité serait exclusivement portée par les Development Service Agreements déjà sécurisés ou en cours de signature.

Cette approche reflète une volonté de ne pas intégrer de catalyseurs additionnels liés à la monétisation des projets, pourtant inhérents au modèle de développeur. Elle permet ainsi d'isoler la capacité intrinsèque du groupe à générer des revenus récurrents à partir de son activité de développement, indépendamment des opérations de cession, par nature plus volatiles et moins prévisibles en termes de timing.

Notre scénario anticipe un chiffre d'affaires de 42,0 M€ pour 2028.

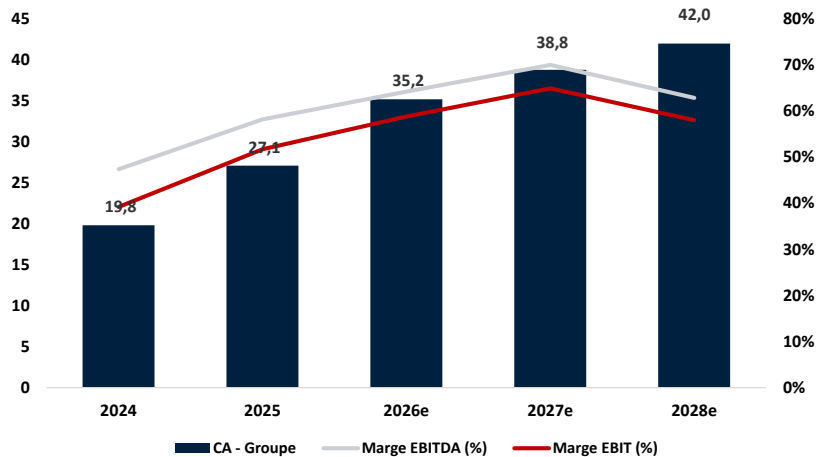
**En matière de rentabilité**, la croissance attendue, couplée au levier opérationnel du modèle économique de Redelfi devrait amener les marges sur des niveaux encore plus élevés. Nous pensons qu'à horizon 2027, le groupe pourrait atteindre une marge



d'EBITDA de 70,0%, soit 27,2 M€. Sur la période 2024-2027, nous attendons un TCAM de l'EBITDA de +42,5%

Sur 2026, notre estimation est prudente et se situe en dessous des objectifs fixés par le business plan 2023-2026. Nous estimons un EBITDA de 22,6 M€, soit une marge de 64,2% (+593 bps par rapport à 2025).

## Revenus, EBITDA et EBIT, Redelfi, 2024-2028e, estimations Euroland (M€)



Source : Euroland Corporate

**Concernant la capacité du groupe à générer de la trésorerie**, celle-ci devrait progresser en ligne avec la montée en puissance de l'activité. À ce stade, Redelfi ne génère pas encore de FCF positifs, en raison principalement de la hausse du BFR liée au développement rapide des projets.

## FCF cumulé Redelfi, 2024-2028e (M€)

| Calcul FCF simplifié (M€)                       | 2024         | 2025         | 2026e       | 2027e       | 2028e        |
|---|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| Capacité d'autofinancement                      | 9,3          | 13,9         | 13,7        | 18,4        | 17,9         |
| Variation BFR                                   | -14,6        | -23,1        | -15,4       | 22,6        | 9,7          |
| <b>Flux de trésorerie généré par l'activité</b> | <b>-5,2</b>  | <b>-9,2</b>  | <b>-1,7</b> | <b>41,0</b> | <b>27,6</b>  |
| CAPEX   | -14,6        | -1,5         | -2,8        | -1,9        | -2,1         |
| <b>FCF</b>                                      | <b>-19,8</b> | <b>-10,7</b> | <b>-4,6</b> | <b>39,1</b> | <b>25,5</b>  |
| Autres  | 16,0         | 11,8         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Variation trésorerie                            | -3,8         | 1,1          | -4,6        | 39,1        | 25,5         |
| <b>Dettes/(trésorerie) nette</b>                | <b>37,0</b>  | <b>29,6</b>  | <b>34,2</b> | <b>-4,9</b> | <b>-30,4</b> |

Source : Euroland Corporate

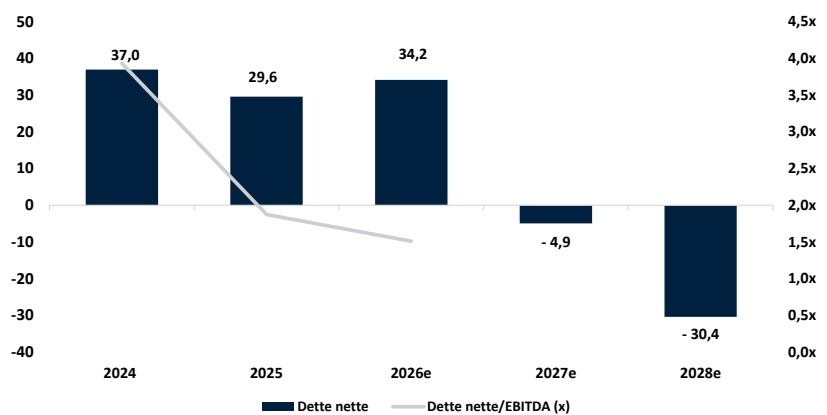
Cette situation devrait toutefois s'améliorer drastiquement à partir de 2027, exercice à partir duquel nous anticipons un FCF positif de +39,1 M€. La capacité d'autofinancement devrait atteindre 18,4 M€, portée par la forte rentabilité du modèle



économique. Surtout, cette inflexion serait également portée par une nette amélioration du BFR (+22,6 M€), avec une baisse attendue des stocks et des travaux en cours, à mesure que le groupe monétise une partie de son pipeline BESS. Autrement dit, une part significative de la valeur aujourd'hui immobilisée au bilan devrait commencer à se transformer en encaissements, soutenant ainsi fortement la génération de trésorerie. Dans le même temps, les CAPEX devraient se maintenir sur des niveaux contenus (1,9 M€ selon nos estimations).

À plus long terme, la monétisation des projets constitue également un levier clé d'allocation du capital, permettant au groupe de recycler les fonds générés afin de financer le développement de nouveaux projets.

## Dettes nettes et levier Redelfi, 2024-2028e (M€, x)



Source : Euroland Corporate

**Sur le plan bilanciel**, Redelfi a déjà fait appel à plusieurs reprises au marché afin de soutenir son développement. Toutefois, au regard de nos projections, le groupe ne devrait pas avoir de besoin immédiat de financement à court terme. Les ratios financiers devraient néanmoins rester temporairement élevés en 2025 et 2026, avant de s'améliorer très rapidement. Nous estimons ainsi un gearing de 60% en 2026, tandis que le ratio dette nette / EBITDA devrait passer de 1,9x en 2025 à 1,5x en 2026. Un niveau que nous considérons comme maîtrisé au regard de la trajectoire de croissance du groupe.

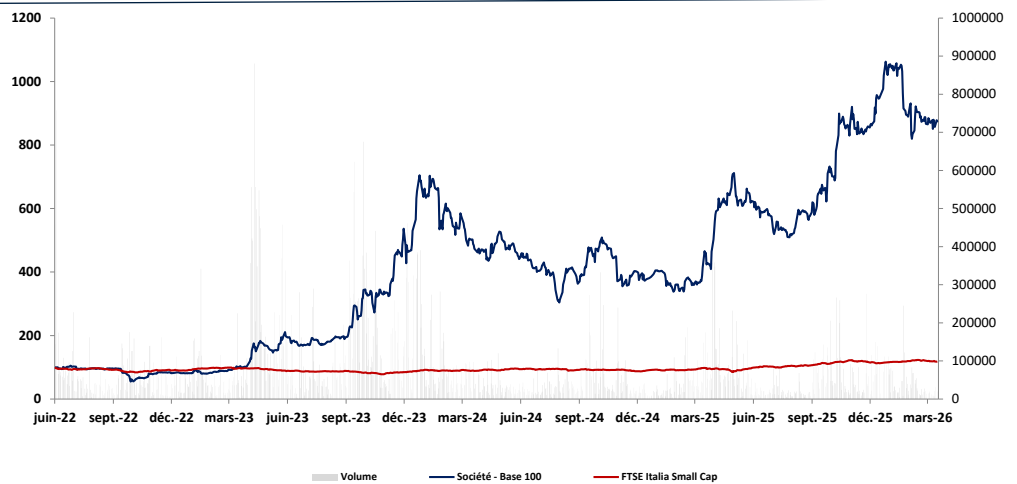


## Valorisation et objectif de cours

### Parcours boursier depuis l'IPO

Depuis son IPO le 08/06/2022 à 1,25€, Redelfi surperforme nettement son indice de référence. Le titre a enregistré un gain de près de +780% quand le FTSE Italia Small Cap a progressé de +10%. Depuis le début d'année 2026, le cours de la société a baissé de -16,7% contre -6,7% pour l'indice.

### Évolution du cours de bourse depuis l'IPO vs FTSE Italia Small Cap (en %)



Sources : FactSet, Euroland Corporate

### Valorisation : DCF et multiples

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et celle des comparables boursiers.

#### Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- Horizon du DCF : Étant donné la visibilité du modèle à long terme, nous modélisons notre DCF sur un horizon à 10 ans (2035).
- Croissance du chiffre d'affaires : Nous tablons sur une accélération de la croissance jusqu'en 2028, conditionnée par la vente d'actifs ayant atteint le stade Ready-To-Build, puis une croissance normative dégressive jusqu'en 2035.
- Rentabilité opérationnelle : nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 61,1% à partir de 2028e.
- Investissements : Nous maintenons les capex au-dessus de 5,0% du CA au cours des prochains exercices, avec des DAP qui convergent à 1x les CAPEX.
- Un taux d'actualisation (WACC) de 9,92% basé sur :



- Un taux sans risque de 3,66% (OAT 10 ans Italie au 08/04/2026) ;
- Une dette financière nette de 34,2 M€ en 2026e ;
- Une prime de risque de 5,50% ;
- Un bêta désendetté de 1,25 ;
- Un taux de croissance à l'infini de 2,0%.

## Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

| Calcul du WACC                       |              |
|--------------------------------------|--------------|
| Taux sans risque (OAT 10 ans)        | 3,66%        |
| Prime de risque                      | 5,50%        |
| Bêta sans dette                      | 1,25         |
| <b>Coût moyen pondéré du capital</b> | <b>9,92%</b> |
| Taux de croissance à l'infini        | 2,00%        |

Source : Euroland Corporate

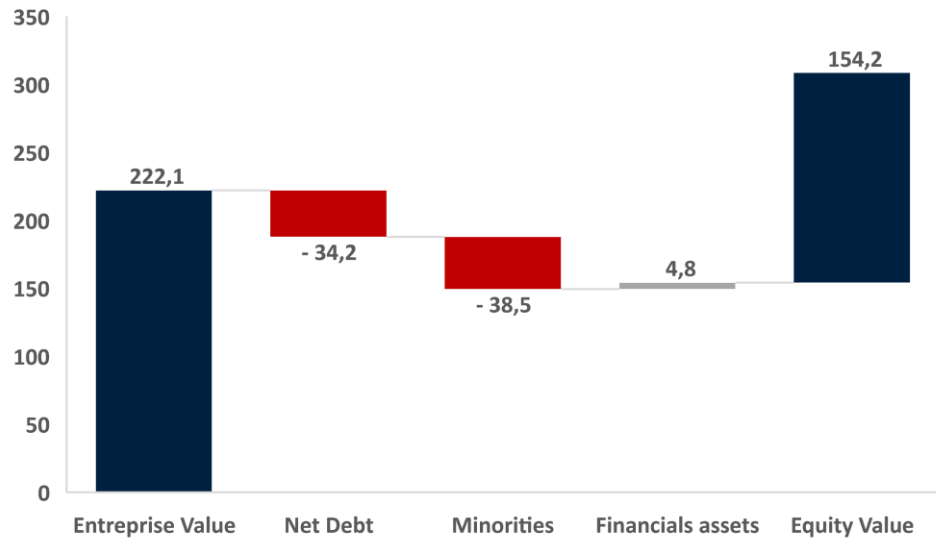
## Tableau des DCF

| En M€                                | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e       | 2034e       | 2035e       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>            | <b>35,2</b> | <b>38,8</b> | <b>42,0</b> | <b>45,1</b> | <b>48,0</b> | <b>50,7</b> | <b>53,1</b> | <b>55,1</b> | <b>56,7</b> | <b>57,8</b> |
| variation (%)                        | 30,0%       | 10,2%       | 8,3%        | 7,4%        | 6,5%        | 5,6%        | 4,7%        | 3,8%        | 2,9%        | 2,0%        |
| <b>Résultat opérationnel courant</b> | <b>22,0</b> | <b>26,5</b> | <b>25,7</b> | <b>27,6</b> | <b>29,4</b> | <b>31,0</b> | <b>32,4</b> | <b>33,7</b> | <b>34,7</b> | <b>35,3</b> |
| MOC (%)                              | 62,5%       | 68,3%       | 61,1%       | 61,1%       | 61,1%       | 61,1%       | 61,1%       | 61,1%       | 61,1%       | 61,1%       |
| - Impôts                             | -7,2        | -7,0        | -6,8        | -8,3        | -8,8        | -9,3        | -9,7        | -10,1       | -10,4       | -10,6       |
| Taux d'IS (%)                        | 38,0%       | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       |
| + DAP nettes                         | 0,6         | 0,7         | 0,7         | 2,3         | 2,4         | 2,5         | 2,7         | 2,8         | 2,8         | 2,9         |
| en % du CA                           | 1,7%        | 1,7%        | 1,7%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        |
| <b>Cash flow opérationnel</b>        | <b>15,4</b> | <b>20,1</b> | <b>19,6</b> | <b>21,6</b> | <b>23,0</b> | <b>24,2</b> | <b>25,4</b> | <b>26,3</b> | <b>27,1</b> | <b>27,6</b> |
| BFR                                  | 66,6        | 44,0        | 34,3        | 36,8        | 39,2        | 41,4        | 43,3        | 45,0        | 46,3        | 47,2        |
| en % du CA                           | 189,2%      | 113,4%      | 81,7%       | 81,7%       | 81,7%       | 81,7%       | 81,7%       | 81,7%       | 81,7%       | 81,7%       |
| - Variation du BFR                   | -15,4       | 22,6        | 9,7         | -2,5        | -2,4        | -2,2        | -1,9        | -1,6        | -1,3        | -0,9        |
| - Investissements opérationnels      | -2,8        | -1,9        | -2,1        | -2,3        | -2,4        | -2,5        | -2,7        | -2,8        | -2,8        | -2,9        |
| en % du CA                           | 8,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        |
| <b>Free Cash flow</b>                | <b>-2,8</b> | <b>40,8</b> | <b>27,2</b> | <b>16,8</b> | <b>18,2</b> | <b>19,5</b> | <b>20,8</b> | <b>21,9</b> | <b>23,0</b> | <b>23,8</b> |
| <b>Free Cash flow actualisé</b>      | <b>-2,6</b> | <b>33,8</b> | <b>20,5</b> | <b>11,5</b> | <b>11,3</b> | <b>11,1</b> | <b>10,7</b> | <b>10,3</b> | <b>9,8</b>  | <b>9,2</b>  |
| <b>Valeur par action</b>             | <b>12,8</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

Source : Euroland Corporate



## Bridge Enterprise Value - Equity Value, Redelfi (M€), estimations Euroland



Source : Euroland Corporate

## Matrice de sensibilité

|   |        | MATRICE DE SENSIBILITE                |        |        |        |        |
|---|--------|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
|   |        | Taux de croissance à l'infini         |        |        |        |        |
|   |        | 1,00%                                 | 1,50%  | 2,00%  | 2,50%  | 3,00%  |
| C | 8,92%  | 13                                    | 13     | 14     | 14     | 15     |
| M | 9,42%  | 13                                    | 13     | 13     | 14     | 14     |
| P | 9,92%  | 12                                    | 12     | 13     | 13     | 14     |
| C | 10,42% | 12                                    | 12     | 12     | 13     | 13     |
|   | 10,92% | 11                                    | 12     | 12     | 12     | 13     |
|   |        | Taux de marge opérationnelle courante |        |        |        |        |
|   |        | 60,10%                                | 60,60% | 61,10% | 61,60% | 62,10% |
| C | 8,92%  | 14                                    | 14     | 14     | 14     | 14     |
| M | 9,42%  | 13                                    | 13     | 13     | 13     | 13     |
| P | 9,92%  | 13                                    | 13     | 13     | 13     | 13     |
| C | 10,42% | 12                                    | 12     | 12     | 12     | 13     |
|   | 10,92% | 12                                    | 12     | 12     | 12     | 12     |

Source : Euroland Corporate

Sur la base de nos estimations et avec un WACC à 9,92%, notre valorisation par DCF ressort à **12,8€/action**. Ci-dessus, la sensibilité de notre valorisation aux hypothèses de taux d'actualisation, de croissance perpétuelle et de marge opérationnelle normative.



## Valorisation par les comparables boursiers

Nous avons retenu un échantillon de sociétés comparables à Redelfi, présentes dans le paysage des « Développeurs/ EPC/ Acteurs intégrés/IPP » :

**Altea Green Power** : Producteur et développeur italien d'énergies renouvelables (PV, éolien, stockage), positionné à la fois comme IPP et co-développeur de projets à grande échelle. Le groupe couvre l'ensemble de la chaîne de valeur, de l'origination à la construction (EPC), avec un focus croissant sur le BESS et les partenariats avec des investisseurs institutionnels.

**EnergieKontor** : Développeur et exploitant allemand de parcs éoliens et solaires, combinant un modèle de développement pour compte propre (IPP) et de cession de projets.

**Grenergy Renovables** : IPP espagnol intégré, actif sur toute la chaîne de valeur (développement, construction, financement et exploitation) avec une forte présence internationale (Europe, Amérique latine, États-Unis). Positionné sur des projets utility-scale PV et stockage, avec un pipeline global diversifié et en forte croissance.

## Consensus des analystes sur les comparables

|                                  | Capitalisation (€M) | Dette nette  | VE             | Sales        |              |              | EBITDA       |              |              |
|----------------------------------|---------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                  |                     |              |                | FY1          | FY2          | FY3          | FY1          | FY2          | FY3          |
| Altea Green Power S.p.A.         | 129,7               | 9,8          | 139,5          | 35,2         | 49,7         | 58,2         | 20,0         | 27,9         | 32,7         |
| Grenergy Renovables S.A (GRE-ES) | 3 235,2             | 1 525,8      | 4 761,1        | 796,0        | 1 032,9      | 1 110,8      | 252,8        | 356,7        | 505,7        |
| EnergieKontor AG                 | 527,0               | 379,3        | 906,4          | 261,3        | 300,5        | 316,5        | 108,3        | 137,1        | 154,4        |
| <b>Moyenne</b>                   | <b>1 297,3</b>      | <b>638,3</b> | <b>1 935,6</b> | <b>364,2</b> | <b>461,0</b> | <b>495,2</b> | <b>127,0</b> | <b>173,9</b> | <b>230,9</b> |
| <b>Médiane</b>                   | <b>527,0</b>        | <b>379,3</b> | <b>906,4</b>   | <b>261,3</b> | <b>300,5</b> | <b>316,5</b> | <b>108,3</b> | <b>137,1</b> | <b>154,4</b> |

|                                  | Capitalisation (€M) | Dette nette  | VE             | EBIT         |              |              | RN          |             |             |
|----------------------------------|---------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
|                                  |                     |              |                | FY1          | FY2          | FY3          | FY1         | FY2         | FY3         |
| Altea Green Power S.p.A.         | 129,7               | 9,8          | 139,5          | 19,9         | 26,3         | 30,8         | 14,2        | 18,7        | 21,9        |
| Grenergy Renovables S.A (GRE-ES) | 3 235,2             | 1 525,8      | 4 761,1        | 199,9        | 278,2        | 385,9        | 110,6       | 145,7       | 194,4       |
| EnergieKontor AG                 | 527,0               | 379,3        | 906,4          | 81,7         | 109,0        | 123,8        | 43,5        | 62,7        | 73,1        |
| <b>Moyenne</b>                   | <b>1 297,3</b>      | <b>638,3</b> | <b>1 935,6</b> | <b>100,5</b> | <b>137,8</b> | <b>180,2</b> | <b>56,1</b> | <b>75,7</b> | <b>96,5</b> |
| <b>Médiane</b>                   | <b>527,0</b>        | <b>379,3</b> | <b>906,4</b>   | <b>81,7</b>  | <b>109,0</b> | <b>123,8</b> | <b>43,5</b> | <b>62,7</b> | <b>73,1</b> |

Sources : FactSet, Euroland Corporate

Etant donné la maturité de la société, nous avons appliqué les multiples VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT et P/E sur 2026/27/28 à nos estimations de Redelfi.



## Multiples de valorisation

| Société                          | Capitalisation (€M) | Dettes nettes | VE             | EV/sales    |             |             | EV/EBITDA    |             |             | EV/EBIT      |              |             | P/E          |              |             |
|----------------------------------|---------------------|---------------|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
|                                  |                     |               |                | FY1         | FY2         | FY3         | FY1          | FY2         | FY3         | FY1          | FY2          | FY3         | FY1          | FY2          | FY3         |
| Altea Green Power S.p.A.         | 130                 | 10            | 139            | 4,0x        | 2,8x        | 2,4x        | 7,0x         | 5,0x        | 4,3x        | 7,0x         | 5,3x         | 4,5x        | 9,2x         | 6,9x         | 5,9x        |
| Grenergy Renovables S.A (GRE-ES) | 3 235               | 1 526         | 4 761          | 6,0x        | 4,6x        | 4,3x        | 18,8x        | 13,3x       | 9,4x        | 23,8x        | 17,1x        | 12,3x       | 29,3x        | 22,2x        | 16,6x       |
| EnergieKontor AG                 | 527                 | 379           | 906            | 3,5x        | 3,0x        | 2,9x        | 8,4x         | 6,6x        | 5,9x        | 11,1x        | 8,3x         | 7,3x        | 12,1x        | 8,4x         | 7,2x        |
| <b>Moyenne</b>                   | <b>1 297,3</b>      | <b>638,3</b>  | <b>1 935,6</b> | <b>4,5x</b> | <b>3,5x</b> | <b>3,2x</b> | <b>11,4x</b> | <b>8,3x</b> | <b>6,5x</b> | <b>14,0x</b> | <b>10,2x</b> | <b>8,1x</b> | <b>16,8x</b> | <b>12,5x</b> | <b>9,9x</b> |
| <b>Médiane</b>                   | <b>527,0</b>        | <b>379,3</b>  | <b>906,4</b>   | <b>4,0x</b> | <b>3,0x</b> | <b>2,9x</b> | <b>8,4x</b>  | <b>6,6x</b> | <b>5,9x</b> | <b>11,1x</b> | <b>8,3x</b>  | <b>7,3x</b> | <b>12,1x</b> | <b>8,4x</b>  | <b>7,2x</b> |

Sources : FactSet, Euroland Corporate

Nous obtenons une valorisation de **14,9€ par action** avec la méthode des comparables boursiers.

**Au global, notre valorisation (50% DCF et 50% comparables) ressort à 13,9€ par action. Etant donné le potentiel de hausse supérieur à 15%, notre recommandation est à l'Achat.**

A notre objectif de cours de 13,9€ par action, Redelfi se traite 9,1x l'EV/EBIT 2026e et 20,5x P/E 2026e.



## Synthèse des comptes et estimations Euroland :

| Compte de résultat (M€)                              | 2023         | 2024          | 2025         | 2026e        | 2027e        | 2028e         |
|--|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Chiffre d'affaires                                   | 10,9         | 19,8          | 27,1         | 35,2         | 38,8         | 42,0          |
| Excédent brut d'exploitation                         | 5,1          | 9,4           | 15,8         | 22,6         | 27,2         | 26,4          |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>                 | <b>4,6</b>   | <b>7,8</b>    | <b>15,3</b>  | <b>22,0</b>  | <b>26,5</b>  | <b>25,7</b>   |
| Résultat opérationnel                                | 4,6          | 7,8           | 14,0         | 20,7         | 25,2         | 24,4          |
| Résultat financier                                   | -0,2         | -1,8          | -1,9         | -1,7         | -1,7         | -1,7          |
| Impôts   | -1,3         | -2,7          | -4,6         | -7,2         | -7,0         | -6,8          |
| Mise en équivalence                                  | 0,0          | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0           |
| Part des minoritaires                                | 0,8          | 0,4           | 2,3          | 3,6          | 5,0          | 4,9           |
| <b>Résultat net part du groupe</b>                   | <b>2,2</b>   | <b>2,9</b>    | <b>5,2</b>   | <b>8,1</b>   | <b>11,4</b>  | <b>11,0</b>   |
| Bilan (M€)   | 2023         | 2024          | 2025         | 2026e        | 2027e        | 2028e         |
| Actifs non courants                                  | 12,8         | 28,3          | 30,7         | 31,6         | 31,5         | 31,6          |
| dont goodwill  | 3,2          | 13,1          | 11,8         | 10,5         | 9,2          | 7,9           |
| BFR  | 5,8          | 36,8          | 51,2         | 66,6         | 44,0         | 34,3          |
| <b>Disponibilités + VMP</b>                          | <b>3,5</b>   | <b>6,5</b>    | <b>7,7</b>   | <b>3,1</b>   | <b>42,2</b>  | <b>67,7</b>   |
| Capitaux propres                                     | 12,3         | 24,5          | 45,0         | 56,8         | 73,2         | 89,0          |
| Emprunts et dettes financières                       | 8,5          | 43,4          | 37,3         | 37,3         | 37,3         | 37,3          |
| PFN Redelfi  | 4,4          | 19,5          | 15,2         |              |              |               |
| <b>Total Bilan</b>                                   | <b>25,4</b>  | <b>75,4</b>   | <b>93,8</b>  | <b>106,8</b> | <b>123,4</b> | <b>140,5</b>  |
| Tableau de flux (M€)                                 | 2023         | 2024          | 2025         | 2026e        | 2027e        | 2028e         |
| Marge brute d'autofinancement                        | 5,0          | 9,3           | 15,2         | 13,7         | 18,4         | 17,9          |
| Variation de BFR                                     | -4,1         | -14,6         | -23,1        | -15,4        | 22,6         | 9,7           |
| <b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b> | <b>1,0</b>   | <b>-5,2</b>   | <b>-7,9</b>  | <b>-1,7</b>  | <b>41,0</b>  | <b>27,6</b>   |
| CAPEX nets   | -2,9         | -14,6         | -1,5         | -2,8         | -1,9         | -2,1          |
| <b>FCF</b>   | <b>-1,9</b>  | <b>-19,8</b>  | <b>-9,4</b>  | <b>-4,6</b>  | <b>39,1</b>  | <b>25,5</b>   |
| Augmentation de capital                              | 0,3          | 9,2           | 14,8         | 0,0          | 0,0          | 0,0           |
| Variation emprunts                                   | 6,6          | 21,1          | 4,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0           |
| Dividendes versés                                    | 0,0          | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0           |
| <b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>   | <b>6,6</b>   | <b>30,0</b>   | <b>18,6</b>  | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>    |
| Variation de trésorerie                              | 2,3          | -3,8          | 1,1          | -4,6         | 39,1         | 25,5          |
| Ratios (%)   | 2023         | 2024          | 2025         | 2026e        | 2027e        | 2028e         |
| Variation chiffre d'affaires                         | 141,7%       | 81,7%         | 36,6%        | 30,0%        | 10,2%        | 8,3%          |
| Marge EBE  | 46,3%        | 47,4%         | 58,3%        | 64,2%        | 70,0%        | 62,9%         |
| <b>Marge opérationnelle courante</b>                 | <b>41,9%</b> | <b>39,2%</b>  | <b>56,6%</b> | <b>62,5%</b> | <b>68,3%</b> | <b>61,1%</b>  |
| Marge opérationnelle                                 | 41,9%        | 39,2%         | 51,8%        | 58,8%        | 65,0%        | 58,0%         |
| Marge nette  | 20,6%        | 14,6%         | 19,3%        | 23,1%        | 29,3%        | 26,2%         |
| CAPEX (% CA)   | 26,4%        | 73,5%         | 5,4%         | 8,0%         | 5,0%         | 5,0%          |
| BFR (% CA)   | 52,9%        | 185,8%        | 189,1%       | 189,2%       | 113,4%       | 81,7%         |
| ROCE   | 17,2%        | 6,6%          | 10,4%        | 13,9%        | 24,6%        | 27,3%         |
| <b>ROCE hors GW</b>                                  | <b>20,8%</b> | <b>8,3%</b>   | <b>12,2%</b> | <b>15,6%</b> | <b>28,0%</b> | <b>31,0%</b>  |
| ROE  | 20,1%        | 15,8%         | 13,6%        | 17,5%        | 19,7%        | 15,9%         |
| Payout   | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%          |
| Dividend yield                                       | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%          |
| Ratios d'endettement                                 | 2023         | 2024          | 2025         | 2026e        | 2027e        | 2028e         |
| <b>Gearing (%)</b>                                   | <b>41,0%</b> | <b>150,9%</b> | <b>65,8%</b> | <b>60,2%</b> | <b>-6,7%</b> | <b>-34,1%</b> |
| Dettes nettes/EBE                                    | 1,0          | 3,9           | 1,9          | 1,5          | -0,2         | -1,2          |
| EBE/charges financières                              | 20,9         | 6,8           | 8,5          | 13,0         | 15,7         | 15,2          |
| Valorisation   | 2023         | 2024          | 2025         | 2026e        | 2027e        | 2028e         |
| Nombre d'actions (en millions)                       | 8,5          | 12,0          | 12,0         | 12,0         | 12,0         | 12,0          |
| Nombre d'actions moyen (en millions)                 | 8,5          | 12,0          | 12,0         | 12,0         | 12,0         | 12,0          |
| Cours (moyenne annuelle en euros)                    | 3,0          | 5,7           | 7,7          | 11,3         | 11,3         | 11,3          |
| (1) Capitalisation boursière moyenne                 | 25,1         | 67,8          | 92,9         | 135,9        | 135,9        | 135,9         |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)            | 5,0          | 37,0          | 29,6         | 34,2         | -4,9         | -30,4         |
| (3) Valeur des minoritaires                          | 0,8          | 0,4           | 2,7          | 6,3          | 11,4         | 16,3          |
| (4) Valeur des actifs financiers                     | -6,2         | -6,1          | -4,8         | -4,8         | -4,8         | -4,8          |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)                | 24,7         | 99,1          | 120,4        | 171,6        | 137,5        | 116,9         |
| <b>VE/CA</b>   | <b>2,3</b>   | <b>5,0</b>    | <b>4,4</b>   | <b>4,9</b>   | <b>3,5</b>   | <b>2,8</b>    |
| VE/EBE   | 4,9          | 10,6          | 7,6          | 7,6          | 5,1          | 4,4           |
| <b>VE/ROC</b>  | <b>5,4</b>   | <b>12,8</b>   | <b>7,9</b>   | <b>7,8</b>   | <b>5,2</b>   | <b>4,6</b>    |
| P/E  | 11,2         | 23,4          | 17,8         | 16,7         | 11,9         | 12,4          |
| P/B  | 2,0          | 2,8           | 2,1          | 2,4          | 1,9          | 1,5           |
| P/CF   | 26,4         | -13,0         | -11,8        | -77,9        | 3,3          | 4,9           |
| <b>FCF yield (%)</b>                                 | <b>-0,1</b>  | <b>-0,2</b>   | <b>-0,1</b>  | <b>0,0</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,2</b>    |
| Données par action (€)                               | 2023         | 2024          | 2025         | 2026         | 2027e        | 2028e         |
| Bnpa   | 0,3          | 0,2           | 0,4          | 0,7          | 0,9          | 0,9           |
| <b>Book value/action</b>                             | <b>1,5</b>   | <b>2,0</b>    | <b>3,7</b>   | <b>4,7</b>   | <b>6,1</b>   | <b>7,4</b>    |
| Dividende /action                                    | 0,0          | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0           |



## Système de recommandations :

Les recommandations d'Euroland Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à +15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre +5% et +15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre -5% et -15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à -15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

## Historique de recommandations :

**Achat**: Depuis le 15/04/2026

**Accumuler**: (-)

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

## Méthodes d'évaluation :

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

## DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

| Corporate Finance | Intérêt personnel de l'analyste | Détention d'actifs de l'émetteur | Communication préalable à l'émetteur | Contrat de liquidité | Contrat Eurovalue* |
|-------------------|---------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|----------------------|--------------------|
| Non               | Non                             | Non                              | Oui                                  | Non                  | Oui                |



## « Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par Euroland Corporate indépendamment de Redelfi (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'Euroland Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'Euroland Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

Euroland Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'Euroland Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

Euroland Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. Euroland Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'Euroland Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

**Euroland Corporate** 17 avenue George V 75008 Paris  
01 44 70 20 80

