

Redelfi



Achat

Capitalisation (M€)	137,1	Ticker	RDF-IT	Énergie
Objectif de cours	14 €	Nb de titres (en millions)	12,0	Flash valeur
Cours au 29/09/2026	11,42 €	Volume moyen 12m (titres)	36 944	30/09/2026
Potentiel	23%	Extrêmes 12m (€)	7,40€/13,54€	

S1 conforme aux attentes

A retenir

- VdP stable 16,1 M€ et EBITDA +8,8%/y/y à 11,3 M€
- FCF -6,9 M€, PFN à 18,7 M€
- Objectif de cours maintenu à 14€

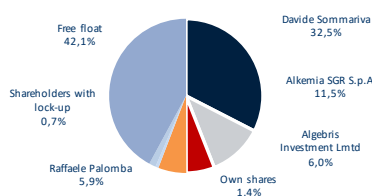
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
VoP	27,1	35,2	38,8	42,0
var %	36,6%	30,0%	10,2%	19,3%
EBE	15,8	22,6	27,2	26,4
% CA	58,3%	64,2%	70,0%	62,9%
ROC	15,3	22,0	26,5	25,7
% CA	56,6%	62,5%	68,3%	61,1%
RN	5,2	8,1	11,2	10,8
% CA	19,3%	23,0%	29,0%	25,8%
Bnpa (€)	0,43	0,67	0,94	0,90
ROCE (%)	12,2%	14,5%	25,7%	31,0%
ROE (%)	13,6%	17,4%	19,5%	15,8%
Gearing (%)	65,8%	71,6%	1,6%	-33,8%
PFN Redelfi	15,2	26,2	-13,2	-44,3

Multiples de valorisation

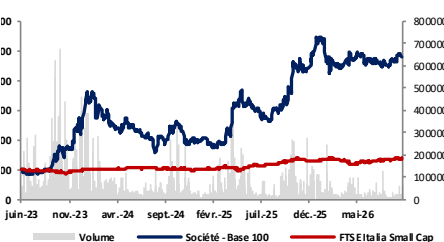
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	4,2	4,4	5,1	3,7
VE/EBE (x)	8,8	7,6	7,9	5,3
VE/ROC (x)	10,7	7,9	8,1	5,5
P/E (x)	23,4	17,8	17,0	12,2

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-9,2%	1,8%	2,9%	39,1%



Résultats du S1 2026

Au S1 2026, Redelfi a publié des résultats en ligne avec nos attentes. La valeur de la production (VdP) est ressortie stable à 16,1 M€ (+1,2% y/y). L'EBITDA a progressé à 11,3 M€ (+8,8%), soit une marge de 70,3% (+4,9 points), et l'EBIT à 10,5 M€ (+9,7%). Le RN consolidé a atteint 6,8 M€ (+14%) et le RNpG 5,9 M€ (+66%).

Le semestre a surtout marqué l'entrée du groupe dans la phase de monétisation de son pipeline BESS.

Commentaires

La VdP a de nouveau été portée par le développement des projets BESS en Italie. La hausse des stocks (+15,3 M€) montre qu'elle correspond pour l'essentiel à de la valeur créée sur le pipeline, qui reste à monétiser.

L'amélioration de la marge a reposé sur la baisse des coûts de matières et de services (-1,3 M€), qui a plus que compensé la hausse des charges de personnel (+0,5 M€, soit +30%). Sous l'EBIT, les charges financières ont reculé à 1,0 M€ (vs 1,3 M€) et le taux d'impôt s'est établi à 28%. Le RNpG a davantage progressé que le RN consolidé, grâce à une quote-part des minoritaires ramenée à 0,9 M€ (vs 2,4 M€).

Une consommation de trésorerie liée à la constitution du pipeline

Le CFO est ressorti à -5,7 M€ (vs -0,5 M€ au S1 2025). La hausse des stocks (+15,3 M€), liée à l'avancement du pipeline BESS, a absorbé la totalité de la CAF. Après 1,2 M€ de CAPEX, le FCF s'est établi à -6,9 M€. Les disponibilités sont ainsi passées de 7,7 M€ à 1,5 M€.

La dette nette est remontée à 18,7 M€ (vs 15,2 M€), soit un gearing d'environ 35%, pour des capitaux propres de 54,0 M€. Elle dépasse l'objectif du plan 2023-2026, principalement en raison de trois éléments : 1/ la comptabilisation anticipée en 2025 de l'earn-out GPA (11,2 M€) ; 2/ l'absence de produits de cession aux États-Unis ; 3/ le report des encaissements liés au pipeline Bright Storage.



Perspectives et estimations

Le groupe va désormais concentrer ses efforts sur l'obtention des autorisations et sur la structuration des cessions de SPV. Les pipelines Bright Storage et Redelfi 1 ont atteint un stade avancé. Pour rappel, l'autorisation de Cumiana réduit sensiblement le risque sur le pipeline.

Pour 2026, nous réitérons nos estimations à savoir, une VdP de 35,2 M€ (+30% y/y), un EBE de 22,6 M€ (marge de 64%) et un RNpG de 8,1 M€ (vs 5,2 M€ en 2025). Ces estimations impliquent un S2 dynamique avec une VdP de 19,1 M€ (+72% vs S2 2025), un EBE de 11,3 M€, soit plus du double du S2 2025, pour une marge de 59% ainsi qu'un RNpG de 2,2 M€, pénalisé par une charge d'impôt et une part des minoritaires plus élevées.

Notre scénario n'intègre aucune cession de projet sur l'exercice. Le BFR devrait donc continuer de progresser (+21,7 M€ attendu sur l'année) et le FCF ressortirait en 2026 à -10,9 M€ (vs -4,6 M€ précédemment), soit -4,0 M€ au seul S2. Nous attendons donc une PFN de 26,2 M€ à fin 2026.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation Achat, avec un objectif de cours de 14,0 €.



Profil de la société

Fondé en 2008 à Gênes, Redelfi est un groupe industriel italien opérant comme pure player du développement de projets de systèmes de stockage d'énergie par batteries (BESS) en Italie et aux États-Unis. À la suite d'un recentrage stratégique réussi de ses activités, le groupe combine croissance rentable et allocation disciplinée du capital. Sa position de premier plan sur son marché domestique, son entrée sur le segment des data centers ainsi que la maturité croissante de son portefeuille de projets BESS constituent des catalyseurs majeurs, offrant une forte visibilité sur la croissance future.

Thèse d'investissement

Redelfi S.p.A., groupe industriel italien fondé en 2008 à Gênes et toujours contrôlé par son fondateur Davide Sommariva, opère comme un pure player du développement de projets de systèmes de stockage d'énergie par batteries (BESS), exclusivement positionné en amont de la phase opérationnelle. La société développe ses projets jusqu'au stade Ready-to-Build (RTB) avant de les céder à des fonds d'infrastructure ou à des acteurs industriels. Elle dispose actuellement d'un pipeline global supérieur à 9 GW, dont une part significative a déjà atteint un stade avancé de maturité.

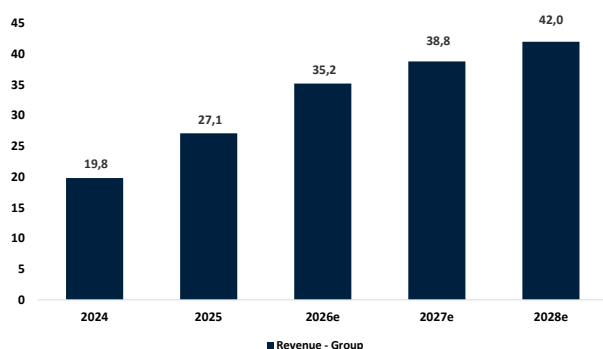
Cotée en Bourse depuis 2022, la société a progressivement recentré ses activités sur le marché du stockage par batteries, un segment stratégique au cœur de la transition énergétique. Le déploiement rapide des énergies renouvelables intermittentes accroît les besoins en capacités de stockage afin d'assurer la stabilité des réseaux électriques. Selon l'Agence internationale de l'énergie, les capacités mondiales de stockage par batteries devraient croître à un rythme annuel composé supérieur à 30 % au cours de la décennie actuelle, soutenues par l'électrification des usages finaux et par la demande croissante de flexibilité des systèmes énergétiques.

Son modèle économique, fondé sur des Development Service Agreements (DSA) et sur la cession d'actifs Ready-to-Build, permet au Groupe de capter la création de valeur en amont tout en conservant un profil peu intensif en capital. La poursuite de l'expansion du pipeline, combinée à la présence de projets avancés en Italie comme aux États-Unis, soutient une trajectoire de forte croissance pour les prochaines années. La structure financière reste maîtrisée, avec une dette nette de 15,2 M€ à fin 2025 selon la méthode de calcul de Redelfi, soit un ratio dette nette/EBITDA de 1,0x.

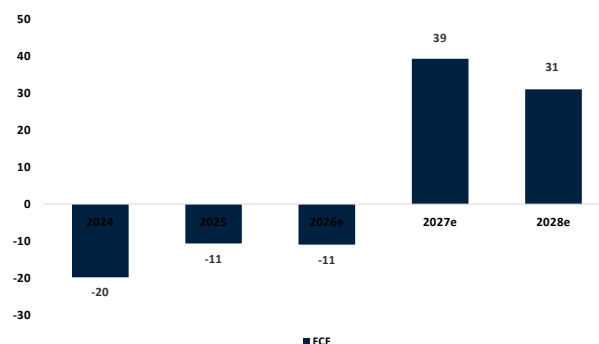
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	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.	109	20	130	5,5x	3,4x	2,4x	10,1x	6,2x	4,3x	10,4x	6,5x	4,4x	13,0x	8,0x	5,3x
Lemon Sistemi S.p.A.	12														
Greenergy Renovables S.A (GRE-ES)	2 141	1 590	3 731	4,2x	3,5x	2,7x	15,3x	11,0x	7,6x	19,1x	14,1x	9,6x	18,9x	15,4x	10,5x
ESPE S.p.A.	54	15	69	0,7x	0,7x	0,6x	4,6x	3,7x	3,3x	6,0x	4,6x	4,0x	7,2x	5,4x	4,7x
EnergieKontor AG	338	583	921	4,0x	3,0x	2,5x	13,4x	7,3x	6,2x	20,7x	9,3x	7,7x	26,8x	6,6x	5,2x
Moyenne	531,0	552,0	1 212,6	3,6x	2,6x	2,1x	10,9x	7,1x	5,3x	14,0x	8,6x	6,4x	16,5x	8,9x	6,4x
Médiane	109,2	301,6	525,4	4,1x	3,2x	2,4x	11,8x	6,8x	5,2x	14,7x	7,9x	6,1x	15,9x	7,3x	5,3x

Évolution du CA 2024-2028e, (M€)



Évolution du FCF 2024-2028e, (M€)



Compte de résultat (M€)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Valeur de la production	19,8	27,1	35,2	38,8	42,0
Excédent brut d'exploitation	9,4	15,8	22,6	27,2	26,4
Résultat opérationnel courant	7,8	15,3	22,0	26,5	25,7
Résultat opérationnel	7,8	14,0	20,7	25,2	24,4
Résultat financier	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0
Impôts	-2,7	-4,6	-7,2	-7,0	-6,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,4	2,3	3,6	5,0	4,8
Résultat net part du groupe	2,9	5,2	8,1	11,2	10,8
Bilan (M€)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	28,3	30,7	31,6	31,5	31,6
dont goodwill	13,1	11,8	10,5	9,2	7,9
BFR	36,8	51,2	72,9	49,8	34,3
Disponibilités + VMP	6,5	7,7	2,7	42,1	73,2
Capitaux propres	24,5	45,0	56,7	72,9	88,6
Emprunts et dettes financières	43,4	37,3	43,3	43,3	43,3
PFN Redelfi	19,5	15,2	26,2	-13,2	-44,3
Total Bilan	75,4	93,8	112,7	129,1	146,0
Tableau de flux (M€)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	9,3	15,2	13,6	18,2	17,7
Variation de BFR	-14,6	-23,1	-21,7	23,1	15,5
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-5,2	-7,9	-8,2	41,3	33,2
CAPEX nets	-14,6	-1,5	-2,8	-1,9	-2,1
FCF	-19,8	-9,4	-11,0	39,4	31,1
Augmentation de capital	9,2	14,8	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	21,1	4,1	6,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	30,0	18,6	6,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	-3,8	1,1	-5,0	39,4	31,1
Ratios (%)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	81,7%	36,6%	30,0%	10,2%	8,3%
Marge EBE	47,4%	58,3%	64,2%	70,0%	62,9%
Marge opérationnelle courante	39,2%	56,6%	62,5%	68,3%	61,1%
Marge opérationnelle	39,2%	51,8%	58,8%	65,0%	58,0%
Marge nette	14,6%	19,3%	23,0%	29,0%	25,8%
CAPEX (% CA)	73,5%	5,4%	8,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	185,8%	189,1%	207,2%	128,4%	81,7%
ROCE	6,6%	10,4%	13,0%	22,8%	27,3%
ROCE hors GW	8,3%	12,2%	14,5%	25,7%	31,0%
ROE	15,8%	13,6%	17,4%	19,5%	15,8%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	150,9%	65,8%	71,6%	1,6%	-33,8%
Dettes nette/EBE	3,9	1,9	1,8	0,0	-1,1
EBE/charges financières	6,8	8,5	12,1	13,5	13,1
Valorisation	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,7	7,7	11,4	11,4	11,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	67,8	92,9	137,1	137,1	137,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	37,0	29,6	40,6	1,2	-29,9
(3) Valeur des minoritaires	0,4	2,7	6,3	11,3	16,1
(4) Valeur des actifs financiers	-6,1	-4,8	-4,8	-4,8	-4,8
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	99,1	120,4	179,2	144,7	118,5
VE/CA	5,0	4,4	5,1	3,7	2,8
VE/EBE	10,6	7,6	7,9	5,3	4,5
VE/ROC	12,8	7,9	8,1	5,5	4,6
P/E	23,4	17,8	17,0	12,2	12,6
P/B	2,8	2,1	2,4	1,9	1,5
P/CF	-13,0	-11,8	-16,8	3,3	4,1
FCF yield (%)	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	0,3
Données par action (€)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	0,2	0,4	0,7	0,9	0,9
Book value/action	2,0	3,7	4,7	6,1	7,4
Dividende /action	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 14/04/2026

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

