

UPDATE

EQUITY RESEARCH

Altea Green Power

ISIM
INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Energy & Renewable | Italy

Produzione 31/03/2023, h. 18:30

Pubblicazione 03/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 6,20

prev. € 5,00

Risk



Medium

Upside potential

93,2%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 3,21
Target price	€ 6,20
Upside/(Downside) potential	93,2%
Ticker	AGP IM
Market Cap (€/mln)	€ 53,33
Enterprise Value (€/mln)	€ 52,47
Free Float	27,77%
Share Outstanding	16.613.251
52-week high	€ 3,57
52-week low	€ 1,53
Average daily volumes (3 months)	42.000

Key Financials (€m)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	7,6	8,2	11,0	26,5
VoP	16,7	22,2	28,5	36,5
EBITDA	6,2	8,9	12,3	16,6
EBIT	6,0	8,4	11,6	15,7
Net Profit	4,1	6,0	8,3	11,3
EBITDA margin	36,8%	40,0%	43,0%	45,3%
EBIT margin	35,9%	37,7%	40,5%	42,9%
Net Profit margin	24,6%	27,1%	28,9%	31,0%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	13,0%	44,3%	35,2%	93,1%
to FTSE Italia Growth	13,6%	44,1%	29,2%	103,7%
to Euronext STAR Milan	15,6%	39,3%	17,3%	103,5%
to FTSE All-Share	15,6%	33,6%	6,6%	86,4%
to EUROSTOXX	12,6%	33,1%	6,0%	83,9%
to MSCI World Index	11,8%	36,9%	20,3%	102,6%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,5x	5,9x	4,3x	3,2x
EV/EBIT	8,7x	6,3x	4,5x	3,4x
P/E	13,0x	8,9x	6,5x	4,7x

FY22A Results

Nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2022, Altea Green Power comunica di aver registrato ricavi di vendita per € 7,56 mln, con un valore della produzione che si attesta a € 16,72 mln, segnando una crescita del 169,0% rispetto al risultato del FY21A, pari a € 6,22 mln. L'EBITDA di periodo raggiunge un valore di € 6,16 mln, facendo registrare una crescita del 187,1% rispetto al risultato di fine anno 2021, che si attestava a € 2,15 mln. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,16 mln, è positivo e pari a € 6,00 mln, anch'esso con un incremento importante del 181,3% rispetto ai € 2,13 mln registrati nel FY21A. Positivo anche il Net Income, pari a € 4,12 mln, vs € 1,19 mln dell'esercizio precedente.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 22,15 mln ed un EBITDA pari a € 8,85 mln, corrispondente ad una marginalità del 40,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 43,00 mln (CAGR FY22A - FY26E: 26,6%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 20,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 47,0%), in crescita rispetto a € 6,16 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 36,8%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Altea Green Power sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 110,5 mln. L'*equity value* di Altea Green Power utilizzando i *market multiples* risulta invece pari a € 95,5 mln (con uno sconto del 10,0%). Ne risulta un *equity value* medio pari a € 103,0 mln. Il target price è pari a € 6,20 (prev. € 5,00), confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	2,55	7,56	8,15	11,00	26,50	34,00
Work in Progress	3,24	8,34	14,00	17,50	10,00	9,00
Other Revenues	0,43	0,83	0,00	0,00	0,00	0,00
Value of Production	6,22	16,72	22,15	28,50	36,50	43,00
COGS	0,14	0,45	0,95	1,30	1,70	2,10
Services	2,76	7,40	8,70	11,00	14,00	16,00
Use of assets owned by others	0,08	0,17	0,15	0,20	0,25	0,30
Employees	0,51	1,17	1,60	1,80	2,00	2,30
Other Operating Expenses	0,58	1,37	1,90	1,95	2,00	2,10
EBITDA	2,15	6,16	8,85	12,25	16,55	20,20
<i>EBITDA Margin</i>	<i>34,5%</i>	<i>36,8%</i>	<i>40,0%</i>	<i>43,0%</i>	<i>45,3%</i>	<i>47,0%</i>
D&A	0,01	0,16	0,50	0,70	0,90	1,10
EBIT	2,13	6,00	8,35	11,55	15,65	19,10
<i>EBIT Margin</i>	<i>34,3%</i>	<i>35,9%</i>	<i>37,7%</i>	<i>40,5%</i>	<i>42,9%</i>	<i>44,4%</i>
Financial Management	(0,37)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
EBT	1,76	5,95	8,30	11,50	15,60	19,05
Taxes	0,57	1,83	2,30	3,25	4,30	5,40
Net Income	1,19	4,12	6,00	8,25	11,30	13,65

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	0,25	0,73	1,40	2,00	2,50	3,00
Account receivable	0,49	4,42	5,00	6,00	7,80	9,00
Work in Progress	6,90	15,07	25,00	35,00	45,00	55,00
Account payable	1,83	9,51	13,00	18,00	23,00	28,00
Operating Working Capital	5,57	9,98	17,00	23,00	29,80	36,00
Other receivable	2,30	1,21	1,60	2,00	2,40	2,80
Other payable	4,89	1,02	1,20	1,40	1,60	1,80
Net Working Capital	2,98	10,17	17,40	23,60	30,60	37,00
Severance Indemnities & Other Provisions	0,06	0,05	0,20	0,30	0,45	0,60
NET INVESTED CAPITAL	3,18	10,84	18,60	25,30	32,65	39,40
Share Capital	0,60	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
Reserves	0,19	6,76	10,88	16,88	25,13	36,43
Net Income	1,19	4,12	6,00	8,25	11,30	13,65
Equity	1,98	11,71	17,71	25,96	37,26	50,91
Cash & Cash Equivalent	0,00	1,73	1,91	2,96	6,51	13,01
Short Term Debt to Bank	1,20	0,87	2,80	2,30	1,90	1,50
M/L Term Debt to Bank	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Financial Position	1,20	(0,86)	0,89	(0,66)	(4,61)	(11,51)
SOURCES	3,18	10,84	18,60	25,30	32,65	39,40

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	6,00	8,35	11,55	15,65	19,10
Taxes	1,83	2,30	3,25	4,30	5,40
NOPAT	4,16	6,05	8,30	11,35	13,70
D&A	0,16	0,50	0,70	0,90	1,10
Change in receivable	(3,93)	(0,58)	(1,00)	(1,80)	(1,20)
Change in Work in Progress	(8,16)	(9,93)	(10,00)	(10,00)	(10,00)
Change in payable	7,68	3,49	5,00	5,00	5,00
Change in others	(2,78)	(0,21)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
Change in NWC	(7,19)	(7,23)	(6,20)	(7,00)	(6,40)
Change in provisions	0,00	0,15	0,10	0,15	0,15
OPERATING CASH FLOW	(2,87)	(0,53)	2,90	5,40	8,55
Capex	(0,6)	(1,2)	(1,3)	(1,4)	(1,6)
FREE CASH FLOW	(3,50)	(1,71)	1,60	4,00	6,95
Financial Management	(0,05)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
Change in Debt to Bank	(0,34)	1,93	(0,50)	(0,40)	(0,40)
Change in Equity	5,61	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,73	0,18	1,05	3,55	6,50

Source: Altea Green Power and Integrae SIM estimates

Company Overview

Altea Green Power A.G.P.S.p.A. (“AGP” o “Altea”), costituita nel 2008 da Giovanni di Pascale (CEO della Società), è una Società che offre servizi nell’ambito dell’acquisizione di siti idonei, progettazione, realizzazione, manutenzione e gestione di impianti fotovoltaici, eolici, sistemi di cogenerazione ed interventi volti al miglioramento dell’efficienza energetica. La Società, con sede a Rivoli (TO), opera nel mercato dell’energia da più di dieci anni, grazie alla sua capacità di adattarsi ad un mercato e ad un contesto normativo in continua evoluzione.

Il business iniziale consisteva nella realizzazione “chiavi in mano” di piccoli impianti fotovoltaici, ma di recente il focus si è spostato verso progetti di Co-Sviluppo, ossia nel reperimento di siti idonei allo sviluppo di impianti e nello svolgimento di tutti gli iter autorizzativi volti ad ottenere la cantierabilità per la realizzazione di grandi impianti energetici rinnovabili, che verranno poi realizzati e gestiti da soggetti terzi. Negli ultimi mesi del 2022 infine, Altea è anche sbarcata nel mercato dei sistemi di accumulo *battery energy solar system* (BESS) per lo stoccaggio dell’energia elettrica.

FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	16,72	6,16	36,8%	6,00	4,12	(0,9)
FY22E	16,50	6,00	36,4%	5,50	3,80	(4,7)
<i>Change</i>	1,4%	2,7%	0,5%	9,0%	8,4%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Giovanni di Pascale, Fondatore e CEO di Altea Green Power, commentando i risultati annuali, ha dichiarato: *“Le significative performance ottenute nel 2022 sono il frutto di un anno caratterizzato dall’avvio di progetti e partnership nazionali e internazionali che ci consentiranno di proseguire anche nel futuro nel nostro percorso di crescita. Mi riferisco in particolare agli accordi siglati con Aer Soléir per il co-sviluppo di sistemi di accumulo di energia elettrica ‘Storage’, a quello con A2A per il co-sviluppo sul territorio italiano di progetti agrivoltaici per un totale di circa 100MW in 24 mesi e alla joint venture siglata con Redelfi che ha portato alla nascita della società di diritto americano BESS Power Corporation, attraverso cui in 4 anni prevediamo di sviluppare una pipeline di impianti storage per una potenza complessiva pari a 2GW. Per il 2023 intendiamo proseguire lungo questa strada tracciata, orgogliosi del percorso intrapreso sino ad oggi e ottimisti per la rinnovata attenzione e apertura verso le energie rinnovabili e lo storage da parte dell’Unione Europea. Fiduciosi di questa evoluzione costante, abbiamo approvato un ambizioso Business Plan in cui i target al 2025 vedono una significativa e robusta crescita dei nostri KPI economici e non, grazie alle prospettive di sviluppo e di attivazione dei progetti delle nostre business unit per i settori eolico, fotovoltaico e storage.”*

Nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2022, Altea Green Power comunica di aver registrato ricavi di vendita per € 7,56 mln, con un valore della produzione (che tiene conto anche delle variazioni dei lavori in corso su ordinazione) che si attesta a € 16,72 mln, segnando una crescita del 169,0% rispetto al risultato del FY21A, pari a € 6,22 mln. Contributo principale alla crescita derivante principalmente dall’inizio delle attività di Co-Sviluppo sui siti Storage BESS; l’avvio dei primi contratti era inizialmente ipotizzato dopo il 2023, ma grazie alla gestione del *management* sono stati siglate già nel 2022 collaborazioni con valore superiore ai € 40,00 mln, da svilupparsi in tre anni. In miglioramento anche i siti funzionali ad impianti fotovoltaici, che hanno segnato nel corso dell’esercizio un incremento di oltre il 30,0% con circa 300 MW in diversi contratti conclusi ai massimi riferimenti di mercato.

Tra i diversi accordi di Co-Sviluppo messi a punto nel corso dell’esercizio, segnaliamo la *partnership* siglata con A2A, per lo sviluppo congiunto di progetti agrivoltaici per circa 100 MW nei prossimi 24 mesi, e l’importantissimo accordo (approfondito nell’Equity Research Report del 7 luglio 2022) per sistemi di accumulo di energia elettrica Storage firmato con la società irlandese Aer Soléir, che riguarda una potenza complessiva di 510 MW.

L'EBITDA di periodo raggiunge un valore di € 6,16 mln, facendo registrare una crescita del 187,1% rispetto al risultato di fine anno 2021, che si attestava a € 2,15 mln. Anche l'EBITDA *margin* si mostra in miglioramento, passando dal 34,5% del FY21A al 36,8% dell'esercizio appena concluso, nonostante il forte aumento di alcune voci di costo principalmente legate alle consulenze esterne richieste durante l'anno per sostenere l'importante crescita delle attività, anche relativamente ai progetti di Co-Sviluppo nell'ambito Storage BESS.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,16 mln, è positivo e pari a € 6,00 mln, anch'esso con un incremento importante del 181,3% rispetto ai € 2,13 mln registrati nel FY21A. In crescita di conseguenza anche l'EBIT *margin*, che passa dal 34,3% del 2021 a 35,9% del FY22A. Positivo anche il Net Income, pari a € 4,12 mln, vs € 1,19 mln dell'esercizio precedente.

A livello patrimoniale, si nota un miglioramento della Net Financial Position (NFP) che passa da € 1,20 mln di debito registrati a fine anno 2021 al dato *cash positive* FY22A pari a € 0,86 mln. La variazione del patrimonio netto rispetto all'esercizio 2021 è invece ovviamente da ricondursi all'aumento di capitale derivante dalla quotazione sul segmento Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, avvenuta in data 1 febbraio 2022, e al successivo esercizio integrale dell'Opzione Greenshoe per ulteriori 495.000 azioni ordinarie.

Nel complesso, l'esercizio 2022 di Altea Green Power è stato caratterizzato da importanti cambiamenti, partendo sicuramente dal collocamento delle azioni ordinarie in Borsa e in seguito dal punto di vista delle attività svolte (considerando l'ingresso nel segmento Storage BESS) e di contratti in corso d'opera, visti i numerosi mandati acquisiti sia nel corso dell'esercizio che nei primi mesi del 2023. In primis, il sopracitato accordo del 1 luglio 2022 con Aer Soléir International Holding Ltd. per il Co-Sviluppo di sistemi di accumulo di energia di stoccaggio, per una potenza complessiva di 510 MW; nell'ambito dell'accordo, la Società svolgerà tutti gli adempimenti necessari al completamento dell'iter autorizzativo, per un corrispettivo di circa € 35,0 mln spalmati nei prossimi 4/5 anni di piano. L'esperienza e le competenze di Altea hanno anche consentito, a dicembre 2022, di finalizzare la collaborazione con Redelfi SpA, management company quotata sull'Euronext Growth di Borsa Italiana, da cui è scaturita la Joint Venture al 50,0% RAL Green Energy Corporation per lo sviluppo di sistemi BESS negli Stati Uniti. La Joint Venture così creata subentrerà a Redelfi nella *partnership* con alcuni soci USA, sviluppando un piano quadriennale di implementazione di una pipeline di impianti BESS stand alone, non collegati alla rete elettrica nazionale, con una potenza di circa 1,4 GW.

Nell'ambito di questa collaborazione, nel mese di gennaio BESS Power Corporation, veicolo detenuto al 65,0% da RAL Green Energy Corp., ha acquistato il 100% del capitale sociale di Lund Storage Center 1 LLC, società veicolo di diritto americano titolare di un progetto BESS stand alone di circa 400 MW, incrementando la pipeline che raggiunge i 600 MW. Il mese successivo, è stato firmato un nuovo accordo con Aer Soléir per il Co-Sviluppo di progetti agrivoltaici, per ulteriori 300 MW nei prossimi 3 anni e i cui relativi studi di fattibilità tecnica e progettuale verranno verosimilmente completati nel corso dell'esercizio 2023.

Alla luce di questi nuovi contratti, la Società comunica un portafoglio ordini superiori a € 70,00 mln, senza tenere conto della pipeline BESS negli USA, ancora non completamente contrattualizzata; nelle nuove linee guida del piano industriale 2023-2025, condivise tramite comunicato stampa, si annunciano gli obiettivi di progetti fotovoltaico, eolico e storage per un valore totale dei contratti pari a € 170,00 mln.

Nel corso del 2023, Altea proseguirà con il consolidamento delle attività nel mercato americano e di conseguenza anche nell'attività di miglioramento dell'efficienza interna, attraverso l'inserimento di nuove figure professionali e del miglioramento del sistema procedurale e del sistema informativo, per rendere la struttura più consona alle nuove dimensioni raggiunte e della maggiore complessità da affrontare, anche relativamente alla gestione in parallelo di tutte le commesse.

FY23E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY26E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
VoP				
New	22,2	28,5	36,5	43,0
Old	21,9	25,0	34,8	36,5
<i>Change</i>	1,4%	14,0%	4,9%	17,8%
EBITDA				
New	8,9	12,3	16,6	20,2
Old	7,8	9,0	12,7	13,5
<i>Change</i>	14,2%	36,1%	30,3%	49,7%
EBITDA %				
New	40,0%	43,0%	45,3%	47,0%
Old	35,5%	36,0%	36,5%	37,0%
<i>Change</i>	4,5%	7,0%	8,8%	10,0%
EBIT				
New	8,4	11,6	15,7	19,1
Old	7,1	8,3	11,8	12,5
<i>Change</i>	17,6%	40,0%	32,6%	52,8%
Net Income				
New	6,0	8,3	11,3	13,7
Old	4,8	5,7	8,3	8,7
<i>Change</i>	25,0%	44,7%	37,0%	57,0%
NFP				
New	0,9	(0,7)	(4,6)	(11,5)
Old	(6,7)	(10,6)	(14,6)	(22,1)
<i>Change</i>	N.A	N.A	N.A	N.A

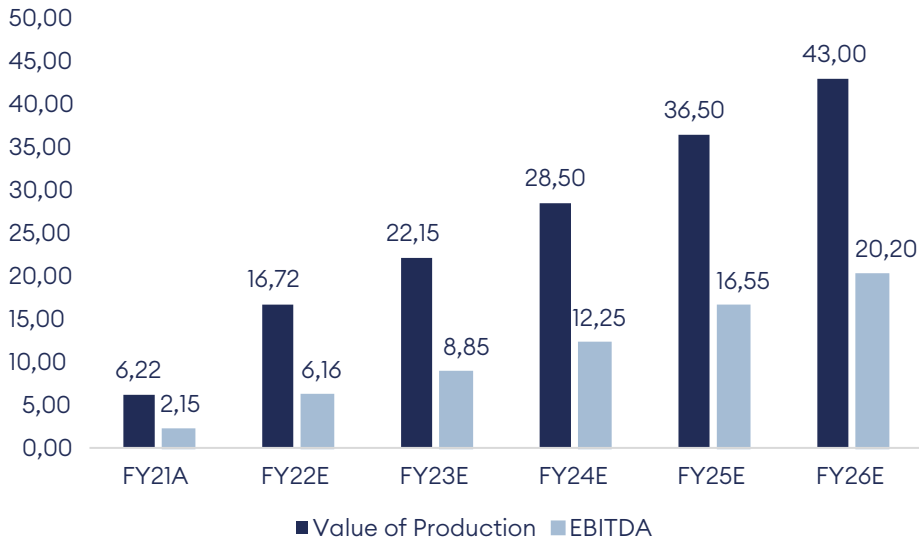
Source: *Integrae SIM*

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 22,15 mln ed un EBITDA pari a € 8,85 mln, corrispondente ad una marginalità del 40,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 43,00 mln (CAGR 22A-26E: 26,6%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 20,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 47,0%), in crescita rispetto a € 6,16 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 36,8%).

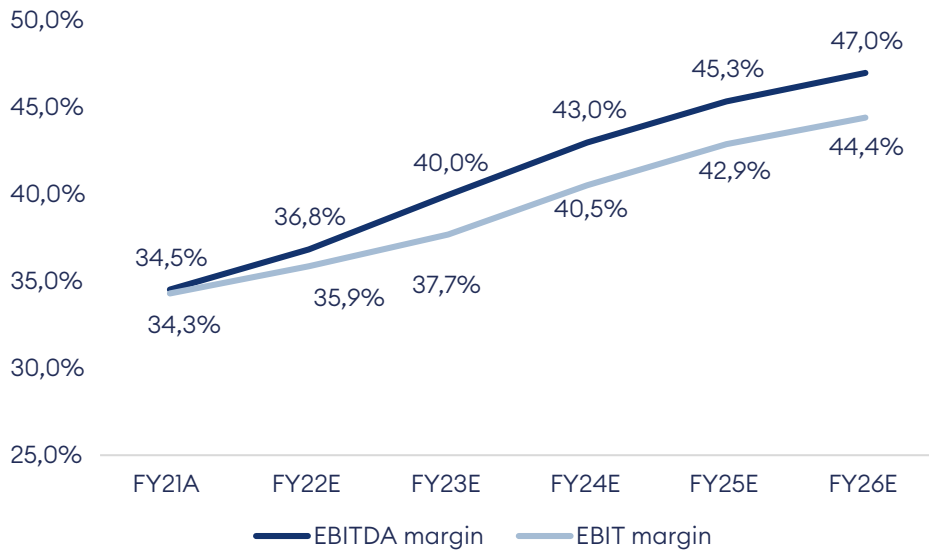
A livello patrimoniale, invece, ci aspettiamo che la NFP possa raggiungere, nel FY26E, un valore *cash positive* pari a € 11,51 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY21A-26E



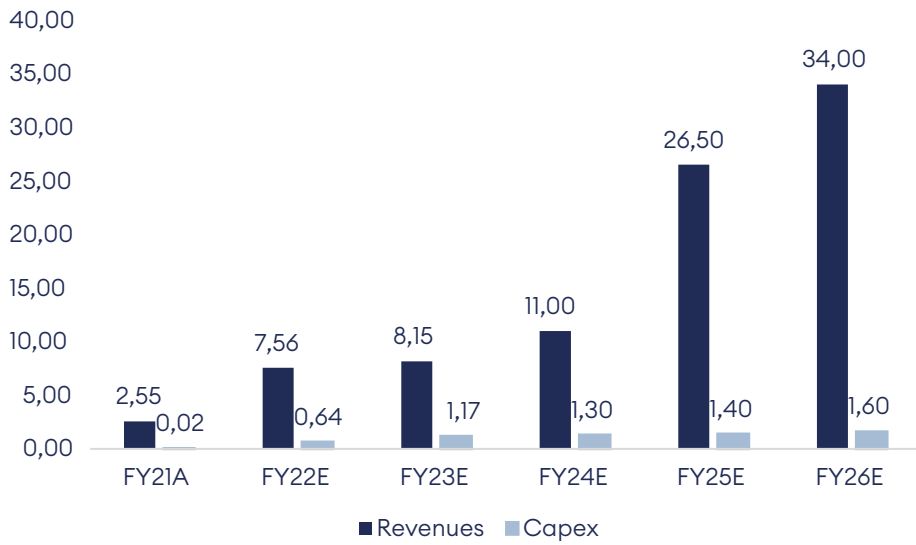
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY21A-26E



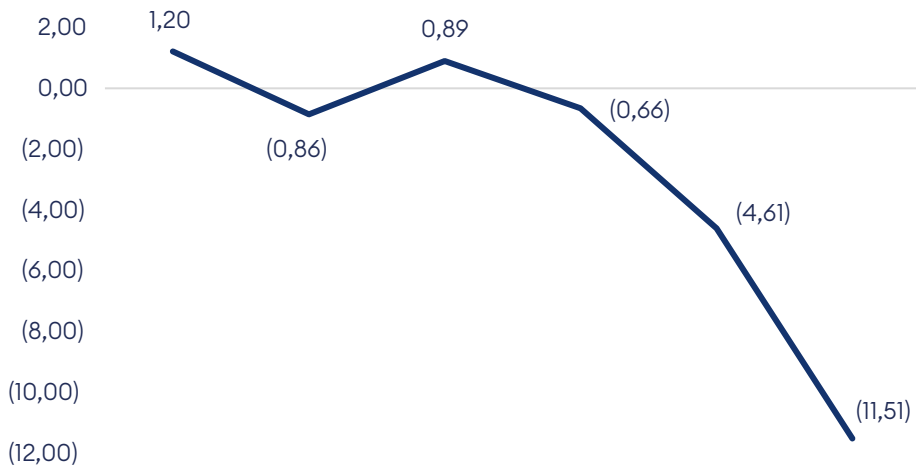
Source: Integrae SIM

CHART 5 - CAPEX FY21A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 - NFP FY21A-26E



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Altea Green Power sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				8,96%
D/E 25,00%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 0,48	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,00%	Market Premium 9,73%	β Relevered 0,56	K_e 10,66%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,96%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	15,5	14,0%
TV actualized DCF	94,1	86,0%
Enterprise Value	109,6	100%
NFP (FY22A)	(0,9)	
Equity Value	110,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 110,5 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
	2,5%	178,4	160,2	145,1	132,3	121,4	112,0	103,8
	2,0%	163,6	148,2	135,1	124,0	114,4	106,0	98,6
	1,5%	151,4	138,0	126,6	116,8	108,2	100,6	94,0
	1,0%	141,0	129,3	119,3	110,5	102,8	95,9	89,8
	0,5%	132,1	121,8	112,8	104,9	97,9	91,7	86,1
	0,0%	124,4	115,2	107,1	100,0	93,6	87,9	82,7
	-0,5%	117,7	109,4	102,1	95,6	89,7	84,4	79,6

Source: Integrae SIM

Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Altea Green Power, di cui alcune hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il panel è composto da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Renergetica SpA	11,3	9,5	8,7	12,4	10,2	9,1
ESI SpA	5,1	3,8	2,8	8,7	5,8	4,3
Iniziative Bresciane S.p.A.	7,7	7,1	N/A	63,2	15,5	12,5
Comal S.p.A.	8,4	6,9	5,5	15,0	11,1	8,8
Acea S.p.A.	5,7	5,5	5,4	13,7	13,0	12,6
Peer median	7,7	6,9	5,5	13,7	11,1	9,1

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	68,1	84,5	90,3
EV/EBIT	114,3	127,9	143,0
Equity Value			
EV/EBITDA	67,3	85,2	94,9
EV/EBIT	113,4	128,5	147,7
Equity Value post 10,0% discount			
EV/EBITDA	60,5	76,7	85,4
EV/EBIT	102,1	115,7	132,9
Average	81,3	96,2	109,1

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Altea Green Power, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 106,2 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 10,0%. Ne risulta, pertanto, un **equity value di € 95,5 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	103,00
Equity Value DCF (€/mln)	110,50
Equity Value multiples (€/mln)	95,50
Target Price (€)	6,20

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 103,00 mln. **Il target price è quindi di € 6,20 (prev. € 5,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	16,3x	11,5x	8,3x	6,2x
EV/EBIT	17,0x	12,2x	8,8x	6,5x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,5x	5,9x	4,3x	3,2x
EV/EBIT	8,7x	6,3x	4,5x	3,4x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
30/03/2022	1,54	Buy	3,25	Medium	Update
07/07/2022	2,62	Buy	5,40	Medium	Update
04/10/2022	2,38	Buy	5,00	Medium	Update
15/12/2022	2,21	Buy	5,00	Medium	Breaking News
12/01/2023	2,30	Buy	5,00	Medium	Breaking News
02/08/2023	2,80	Buy	5,00	Medium	Breaking News

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information

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

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Altea Green Power SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Altea Green Power SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator;
- It carries out media marketing activities on behalf of Altea Green Power SpA.