

|                            |   |                              |                     |
|----------------------------|---|------------------------------|---------------------|
| <b>Altea Green Power</b>   | <b>Italy</b>                              | <b>Euronext Growth Milan</b> | <b>Renewables</b>   |
| <b>Rating: BUY</b> (unch.) | <b>Target Price: € 5,00</b> (prev € 5,40) | <b>Update</b>                | <b>Risk: Medium</b> |

| Stock performance      | 1M     | 3M      | 6M     | 1Y  |
|------------------------|--------|---------|--------|-----|
| absolute               | -9,51% | -12,18% | 43,20% | N/A |
| to FTSE Italia Growth  | -5,58% | -9,43%  | 58,76% | N/A |
| to Euronext STAR Milan | -3,64% | -3,13%  | 67,10% | N/A |
| to FTSE All-Share      | -6,79% | -9,79%  | 60,15% | N/A |
| to EUROSTOXX           | -5,27% | -8,98%  | 58,61% | N/A |
| to MSCI World Index    | -1,11% | -4,81%  | 66,01% | N/A |

#### Stock Data

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| Price                       | € 2,38        |
| Target price                | € 5,00        |
| Upside/(Downside) potential | 109,9%        |
| Bloomberg Code              | AGP IM EQUITY |
| Market Cap (€m)             | € 38,46       |
| EV (€m)                     | € 39,67       |
| Free Float                  | 25,75%        |
| Share Outstanding           | 16.161.000    |
| 52-week high                | € 3,57        |
| 52-week low                 | € 1,27        |
| Average daily volumes (3m)  | 31.000        |

| Key Financials (€m) | FY21A | FY22E | FY23E | FY24E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Revenues            | 2,6   | 8,0   | 12,9  | 17,7  |
| VoP                 | 6,2   | 16,5  | 21,9  | 25,0  |
| EBITDA              | 2,1   | 6,0   | 7,8   | 9,0   |
| EBIT                | 2,1   | 5,5   | 7,1   | 8,3   |
| Net Profit          | 1,2   | 3,8   | 4,8   | 5,7   |
| EBITDA margin       | 34,5% | 36,4% | 35,5% | 36,0% |
| EBIT margin         | 34,3% | 33,3% | 32,5% | 33,0% |
| Net Profit margin   | 19,1% | 23,0% | 22,0% | 22,8% |

| Main Ratios   | FY21A | FY22E | FY23E | FY24E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA (x) | 18,5  | 6,6   | 5,1   | 4,4   |
| EV/EBIT (x)   | 18,6  | 7,2   | 5,6   | 4,8   |
| P/E (x)       | 32,4  | 10,1  | 8,0   | 6,7   |

**Mattia Petracca** [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
**Giuseppe Riviello** [giuseppe.riviello@integraesim.it](mailto:giuseppe.riviello@integraesim.it)

#### Stocks performance vs FTSE Italia Growth



#### 1H22A Results

Altea ha registrato valore della produzione pari a € 7,50 mln, +181,0% rispetto al valore di € 2,67 mln del primo semestre 2021, a causa dell'avvio di attività connesse ai progetti di Co-sviluppo. Rallentano invece le attività EPC ed Efficientamento Energetico, per dare priorità a progetti con marginalità più alta. L'EBITDA al 1H22A si attesta a € 1,78 mln, registrando una crescita del 100,0% rispetto al primo semestre 2021, in cui ammontava a € 0,89 mln. In calo l'EBITDA margin, pari al 23,7% (vs 33,3% al 1H21A) a causa dell'incremento dei costi per servizi e la chiusura di alcuni progetti. Positivo il Net Income, pari a € 1,17 mln.

#### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22A pari a € 16,50 mln ed un EBITDA pari a € 6,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 36,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 36,50 mln (CAGR FY21A - FY26E: 42,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 13,50 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 37,0%), in crescita rispetto a € 2,15 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 34,5%).

#### 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 € 98,9 mln. L'equity value di Altea Green Power utilizzando i market multiples risulta invece pari a € 62,6 mln (con uno sconto del 10%). Ne risulta un equity value medio pari a € 80,8 mln. Il target price è pari a € 5,00 (prev. € 5,40), confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

| <b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)</b> | <b>FY20A</b>  | <b>FY21A</b>  | <b>FY22E</b>  | <b>FY23E</b>  | <b>FY24E</b>   | <b>FY25E</b>   | <b>FY26E</b>   |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Revenues                                     | 3,18          | 2,55          | 8,00          | 12,85         | 17,65          | 19,80          | 22,50          |
| Work in Progress                             | 2,55          | 3,24          | 8,50          | 8,90          | 7,35           | 15,00          | 14,00          |
| Other Revenues                               | 0,02          | 0,43          | 0,00          | 0,10          | 0,00           | 0,00           | 0,00           |
| <b>Value of Production</b>                   | <b>5,75</b>   | <b>6,22</b>   | <b>16,50</b>  | <b>21,85</b>  | <b>25,00</b>   | <b>34,80</b>   | <b>36,50</b>   |
| COGS   | 2,52          | 0,14          | 0,75          | 2,70          | 3,90           | 7,15           | 7,45           |
| Services                                     | 1,28          | 2,76          | 8,15          | 9,50          | 10,00          | 12,00          | 12,50          |
| Use of assets owned by others                | 0,06          | 0,08          | 0,10          | 0,15          | 0,15           | 0,20           | 0,20           |
| Employees                                    | 0,29          | 0,51          | 0,80          | 0,95          | 1,05           | 1,45           | 1,50           |
| Other Operating Expenses                     | 0,65          | 0,58          | 0,70          | 0,80          | 0,90           | 1,30           | 1,35           |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>0,94</b>   | <b>2,15</b>   | <b>6,00</b>   | <b>7,75</b>   | <b>9,00</b>    | <b>12,70</b>   | <b>13,50</b>   |
| <i>EBITDA Margin</i>                         | <i>16,4%</i>  | <i>34,5%</i>  | <i>36,4%</i>  | <i>35,5%</i>  | <i>36,0%</i>   | <i>36,5%</i>   | <i>37,0%</i>   |
| D&A  | 0,00          | 0,01          | 0,50          | 0,65          | 0,75           | 0,90           | 1,00           |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>0,94</b>   | <b>2,13</b>   | <b>5,50</b>   | <b>7,10</b>   | <b>8,25</b>    | <b>11,80</b>   | <b>12,50</b>   |
| <i>EBIT Margin</i>                           | <i>16,3%</i>  | <i>34,3%</i>  | <i>33,3%</i>  | <i>32,5%</i>  | <i>33,0%</i>   | <i>33,9%</i>   | <i>34,2%</i>   |
| Financial Management                         | (0,40)        | (0,37)        | (0,05)        | (0,05)        | (0,05)         | (0,05)         | (0,05)         |
| <b>EBT</b>                                   | <b>0,53</b>   | <b>1,76</b>   | <b>5,45</b>   | <b>7,05</b>   | <b>8,20</b>    | <b>11,75</b>   | <b>12,45</b>   |
| Taxes  | 0,19          | 0,57          | 1,65          | 2,25          | 2,50           | 3,50           | 3,75           |
| <b>Net Income</b>                            | <b>0,34</b>   | <b>1,19</b>   | <b>3,80</b>   | <b>4,80</b>   | <b>5,70</b>    | <b>8,25</b>    | <b>8,70</b>    |
| <b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)</b>    |               |               |               |               |                |                |                |
| <b>Fixed Assets</b>                          | <b>0,25</b>   | <b>0,25</b>   | <b>1,55</b>   | <b>1,50</b>   | <b>1,40</b>    | <b>1,15</b>    | <b>0,95</b>    |
| Account receivable                           | 0,52          | 0,49          | 2,80          | 4,50          | 5,15           | 7,00           | 7,50           |
| Work in Progress                             | 3,79          | 6,90          | 16,50         | 24,00         | 27,50          | 38,00          | 40,00          |
| Account payable                              | 1,67          | 1,83          | 14,25         | 21,00         | 23,00          | 31,00          | 32,00          |
| <b>Operating Working Capital</b>             | <b>2,64</b>   | <b>5,57</b>   | <b>5,05</b>   | <b>7,50</b>   | <b>9,65</b>    | <b>14,00</b>   | <b>15,50</b>   |
| Other receivable                             | 2,87          | 2,30          | 4,00          | 6,00          | 6,85           | 9,50           | 10,00          |
| Other payable                                | 4,75          | 4,89          | 5,00          | 6,50          | 7,60           | 10,00          | 10,50          |
| <b>Net Working Capital</b>                   | <b>0,75</b>   | <b>2,98</b>   | <b>4,05</b>   | <b>7,00</b>   | <b>8,90</b>    | <b>13,50</b>   | <b>15,00</b>   |
| Severance Indemnities & Other Provisions     | 0,06          | 0,06          | 0,15          | 0,20          | 0,25           | 0,35           | 0,40           |
| <b>NET INVESTED CAPITAL</b>                  | <b>0,95</b>   | <b>3,18</b>   | <b>5,45</b>   | <b>8,30</b>   | <b>10,05</b>   | <b>14,30</b>   | <b>15,55</b>   |
| Share Capital                                | 0,60          | 0,60          | 0,60          | 0,60          | 0,60           | 0,60           | 0,60           |
| Reserves                                     | (0,15)        | 0,19          | 5,78          | 9,58          | 14,38          | 20,08          | 28,33          |
| Net Income                                   | 0,34          | 1,19          | 3,80          | 4,80          | 5,70           | 8,25           | 8,70           |
| <b>Equity</b>                                | <b>0,79</b>   | <b>1,98</b>   | <b>10,18</b>  | <b>14,98</b>  | <b>20,68</b>   | <b>28,93</b>   | <b>37,62</b>   |
| Cash & Cash Equivalent                       | 0,37          | 0,00          | 5,88          | 8,18          | 12,33          | 16,73          | 24,17          |
| Short Term Debt to Bank                      | 0,53          | 1,20          | 1,15          | 1,50          | 1,70           | 2,10           | 2,10           |
| M/L Term Debt to Bank                        | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 0,00           | 0,00           | 0,00           |
| <b>Net Financial Position</b>                | <b>0,16</b>   | <b>1,20</b>   | <b>(4,73)</b> | <b>(6,68)</b> | <b>(10,63)</b> | <b>(14,63)</b> | <b>(22,07)</b> |
| <b>SOURCES</b>                               | <b>0,95</b>   | <b>3,18</b>   | <b>5,45</b>   | <b>8,30</b>   | <b>10,05</b>   | <b>14,30</b>   | <b>15,55</b>   |
| <b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)</b>        |               |               |               |               |                |                |                |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>0,94</b>   | <b>2,13</b>   | <b>5,50</b>   | <b>7,10</b>   | <b>8,25</b>    | <b>11,80</b>   | <b>12,50</b>   |
| Taxes  | 0,19          | 0,57          | 1,65          | 2,25          | 2,50           | 3,50           | 3,75           |
| <b>NOPAT</b>                                 | <b>0,75</b>   | <b>1,56</b>   | <b>3,85</b>   | <b>4,85</b>   | <b>5,75</b>    | <b>8,30</b>    | <b>8,75</b>    |
| D&A  | 0,00          | 0,01          | 0,50          | 0,65          | 0,75           | 0,90           | 1,00           |
| Change in receivable                         | 1,13          | 0,03          | (2,31)        | (1,70)        | (0,65)         | (1,85)         | (0,50)         |
| Change in Work in Progress                   | (2,20)        | (3,12)        | (9,60)        | (7,50)        | (3,50)         | (10,50)        | (2,00)         |
| Change in payable                            | 0,35          | 0,16          | 12,42         | 6,75          | 2,00           | 8,00           | 1,00           |
| Change in others                             | 0,58          | 0,71          | (1,59)        | (0,50)        | 0,25           | (0,25)         | 0,00           |
| <i>Change in NWC</i>                         | <i>(0,15)</i> | <i>(2,23)</i> | <i>(1,07)</i> | <i>(2,95)</i> | <i>(1,90)</i>  | <i>(4,60)</i>  | <i>(1,50)</i>  |
| Change in provisions                         | 0,01          | 0,00          | 0,09          | 0,05          | 0,05           | 0,10           | 0,05           |
| <b>OPERATING CASH FLOW</b>                   | <b>0,61</b>   | <b>(0,65)</b> | <b>3,37</b>   | <b>2,60</b>   | <b>4,65</b>    | <b>4,70</b>    | <b>8,30</b>    |
| Capex  | (0,2)         | (0,0)         | (1,8)         | (0,6)         | (0,7)          | (0,7)          | (0,8)          |
| <b>FREE CASH FLOW</b>                        | <b>0,38</b>   | <b>(0,67)</b> | <b>1,58</b>   | <b>2,00</b>   | <b>4,00</b>    | <b>4,05</b>    | <b>7,50</b>    |
| Financial Management                         | (0,40)        | (0,37)        | (0,05)        | (0,05)        | (0,05)         | (0,05)         | (0,05)         |
| Change in Debt to Bank                       | 0,27          | 0,67          | (0,05)        | 0,35          | 0,20           | 0,40           | 0,00           |
| Change in Equity                             | (0,51)        | 0,00          | 4,40          | 0,00          | 0,00           | 0,00           | 0,00           |
| <b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>              | <b>(0,25)</b> | <b>(0,37)</b> | <b>5,87</b>   | <b>2,30</b>   | <b>4,15</b>    | <b>4,40</b>    | <b>7,45</b>    |

Source: Altea Green Power & Integrae SIM estimates

## 1.1 1H22A Results

**Table 2 – 1H22A vs 1H21A Results**

| €/mln         | VoP           | EBITDA        | EBITDA %      | EBIT         | Net Income   | NFP        |
|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|------------|
| <b>1H22A</b>  | <b>7,50</b>   | <b>1,78</b>   | <b>23,7%</b>  | <b>1,70</b>  | <b>1,17</b>  | <b>0,8</b> |
| 1H21A         | 2,67          | 0,89          | 88,7%         | 0,89         | 0,60         | 1,2        |
| <i>Change</i> | <i>181,4%</i> | <i>100,2%</i> | <i>-65,0%</i> | <i>91,3%</i> | <i>94,1%</i> | <i>N.A</i> |

Source: Altea Green Power

Tramite comunicato stampa, Giovanni Di Pascale, Fondatore & CEO della Società, commentando i risultati semestrali, ha dichiarato: *“I risultati del primo semestre 2022 mostrano un’importante crescita sia in termini di volumi che di marginalità, a conferma della solidità e credibilità nel nostro modello di business e della nostra capacità di cogliere questo positivo momento di mercato per il settore delle rinnovabili. Inoltre, la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana ci ha garantito le risorse necessarie per sostenere questa accelerazione della crescita che, insieme alla visibilità ottenuta, ci fanno ben sperare per il proseguo dell’anno. Da un punto di vista del business, ricordo la chiusura di importanti partnership con aziende leader nel settore, come il progetto di co-sviluppo di impianti di stoccaggio con la società irlandese Aer Soléir e l’accordo con A2A per il co-sviluppo di progetti agrivoltaici, permettendoci di accrescere ancor di più la nostra quota di mercato nel settore dello sviluppo di impianti rinnovabili in Italia. Non vogliamo assolutamente fermarci qui e per questo siamo pronti a cogliere tutte le nuove opportunità che si presenteranno in futuro, sia in Europa che negli USA”.*

Nella relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2022, Altea Green Power comunica di aver registrato ricavi di vendita pari a € 0,59 mln, con un valore della produzione che si attesta a € 7,50 mln, segnando un incremento di oltre il 181,0% rispetto al valore di € 2,67 mln dello stesso periodo dell’anno precedente. La crescita deriva sostanzialmente dal contributo delle attività connesse all’avvio dei progetti di Co-sviluppo, riferite a contratti con clienti per circa 330 MW sul totale di disponibilità sui siti sviluppabili al 30 giugno 2022, pari di 940 MW, divisi tra eolico, fotovoltaico e attività di *Storage*. Il dato conferma l’impegno della Società in questa linea di attività, da cui deriva circa l’80,0% del valore della produzione, e assicura progetti in *pipeline* fino al 2025.

Rallentano invece come previsto le attività di EPC ed Efficientamento Energetico, appunto a causa della maggiore attenzione rivolta al Co-sviluppo nel primo semestre, avendo questo tipo di progetti una marginalità media molto più elevata. Un’attenzione particolare è infine rivolta ai sistemi di accumulo di energia elettrica, o *Storage*: ricordiamo che la Altea, in data 1 luglio 2022, ha sottoscritto un accordo con la società irlandese Air Soléir (Aer Soléir International Holdings Limited) avente ad oggetto lo sviluppo di quattro impianti, tre in Puglia e uno in Piemonte, per una potenza complessiva di 510 MW. I siti, già nella disponibilità della Società, sono stati ceduti alla controparte insieme alle attività già realizzate per un corrispettivo di circa € 5,50 mln da incassare dopo il *closing*, e che pertanto sarà contabilizzato nella seconda metà dell’esercizio.

L’EBITDA al 1H22A si attesta a € 1,78 mln, registrando una crescita del 100,0% rispetto al primo semestre 2021, in cui ammontava a € 0,89 mln. Di contro, l’EBITDA *margin* registra un calo, passando dal 33,3% del 30 giugno 2021 al 23,7% del primo semestre 2022: la variazione negativa scaturisce, oltre che dall’incremento dell’incidenza dei costi per servizi, dalla chiusura di un progetto in cui erano stati investiti circa € 0,30 mln e dalla rettifica di voci di ricavo, relative ad esercizi precedenti, per € 0,20 mln.

Inoltre, l'EBITDA non riflette i proventi citati in precedenza derivanti dalla vendita dei siti a Aer Soléir nell'ambito dell'accordo di Co-sviluppo firmato a luglio, pertanto, tenendo conto di questi effetti, l'aspettativa per fine anno vede una marginalità allineata con la media storica della Società.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,08 mln, ammonta a € 1,70 mln, mostrando un considerevole incremento (+91,0%) rispetto al primo semestre 2021, in cui era pari a € 0,89 mln. L'EBIT *margin*, pari al 22,6%, risulta invece in riduzione rispetto al 33,0% osservabile al 1H21A.

Positivo anche il Net Income, che si attesta a € 1,17 mln, segnando una considerevole crescita (+94,0%) rispetto al dato del primo semestre 2021 pari a € 0,60 mln.

A livello patrimoniale, segnaliamo gli effetti dell'incremento del capitale sociale in seguito all'ammissione della Società alle negoziazioni sul segmento Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, avvenuto in data 1 febbraio 2022. Ad esito del collocamento (4.161.000 azioni di nuova emissione ad un prezzo unitario di € 1,20, per una raccolta complessiva pari a circa € 5,00 mln) il capitale sociale ammonta a € 0,81 mln. La NFP al 30 giugno 2022 si attesta a € 0,83 mln, rispetto a €1,20 mln registrati al termine del 2021.

## 1.2 FY22E – FY26E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY26E**

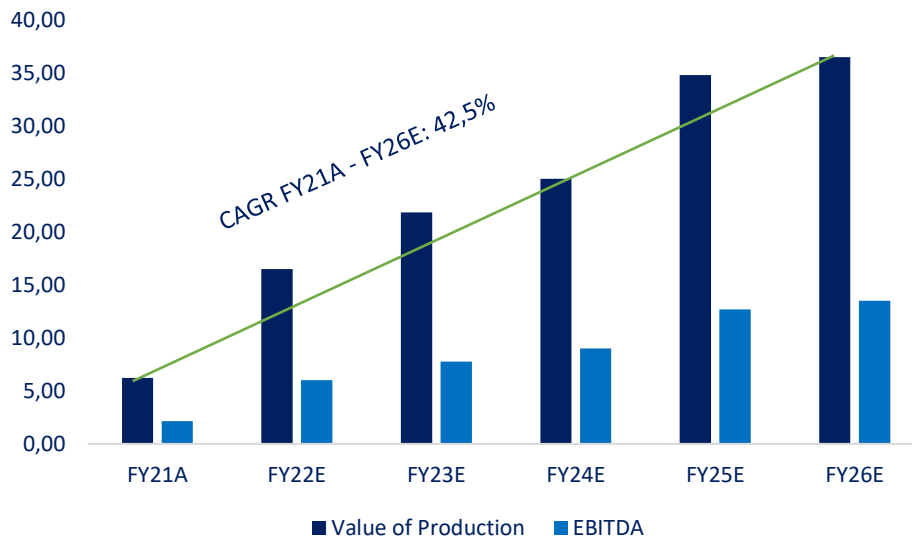
| €/mln             | FY22E        | FY23E        | FY24E         | FY25E         | FY26E         |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>VoP</b>        |              |              |               |               |               |
| New               | <b>16,5</b>  | <b>21,9</b>  | <b>25,0</b>   | <b>34,8</b>   | <b>36,5</b>   |
| Old               | 18,5         | 21,9         | 25,0          | 34,8          | 36,5          |
| Change            | -10,8%       | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          | N.A           |
| <b>EBITDA</b>     |              |              |               |               |               |
| New               | <b>6,0</b>   | <b>7,8</b>   | <b>9,0</b>    | <b>12,7</b>   | <b>13,5</b>   |
| Old               | 8,5          | 7,8          | 9,0           | 12,7          | 13,5          |
| Change            | -29,4%       | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          | N.A           |
| <b>EBITDA %</b>   |              |              |               |               |               |
| New               | <b>36,4%</b> | <b>35,5%</b> | <b>36,0%</b>  | <b>36,5%</b>  | <b>37,0%</b>  |
| Old               | 45,9%        | 35,5%        | 36,0%         | 36,5%         | 37,0%         |
| Change            | -9,6%        | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          | N.A           |
| <b>EBIT</b>       |              |              |               |               |               |
| New               | <b>5,5</b>   | <b>7,1</b>   | <b>8,3</b>    | <b>11,8</b>   | <b>12,5</b>   |
| Old               | 8,0          | 7,1          | 8,3           | 11,8          | 12,5          |
| Change            | -31,3%       | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          | N.A           |
| <b>Net Income</b> |              |              |               |               |               |
| New               | <b>3,8</b>   | <b>4,8</b>   | <b>5,7</b>    | <b>8,3</b>    | <b>8,7</b>    |
| Old               | 5,5          | 4,8          | 5,7           | 8,3           | 8,7           |
| Change            | -30,9%       | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          | N.A           |
| <b>NFP</b>        |              |              |               |               |               |
| New               | <b>(4,7)</b> | <b>(6,7)</b> | <b>(10,6)</b> | <b>(14,6)</b> | <b>(22,1)</b> |
| Old               | (6,4)        | (8,4)        | (12,3)        | (16,3)        | (23,8)        |
| Change            | N.A          | N.A          | N.A           | N.A           | N.A           |

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

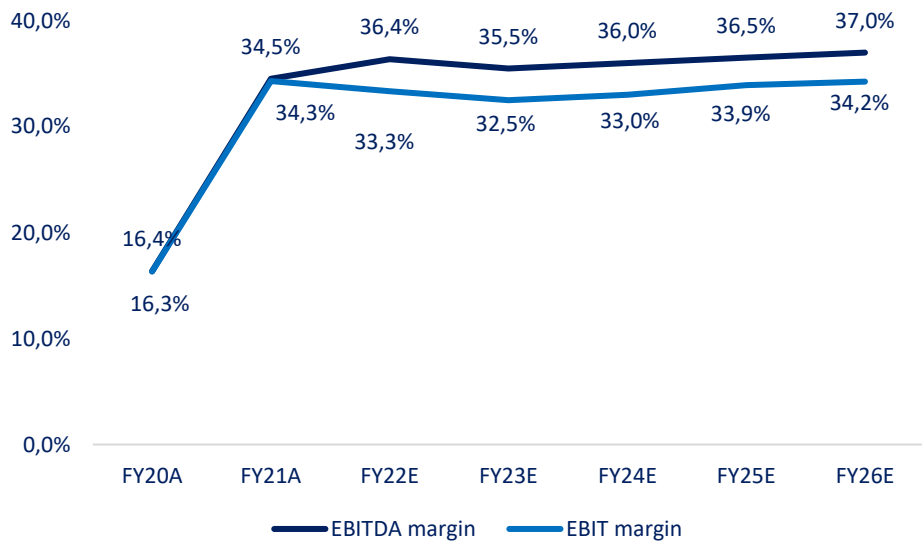
In particolare, stimiamo valore della produzione FY22A pari a € 16,50 mln ed un EBITDA pari a € 6,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 36,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 36,50 mln (CAGR FY21A - FY26E: 42,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 13,50 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 37,0%), in crescita rispetto a € 2,15 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 36,4%).

**Chart 3 – VoP and EBITDA FY21A - FY26E**



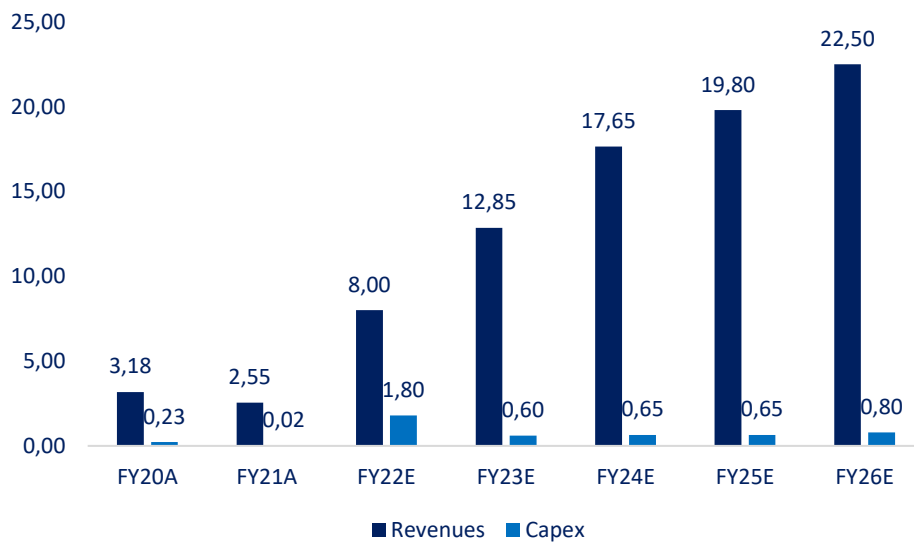
Source: Integrae SIM

**Chart 4 – Margin FY21A - FY26E**



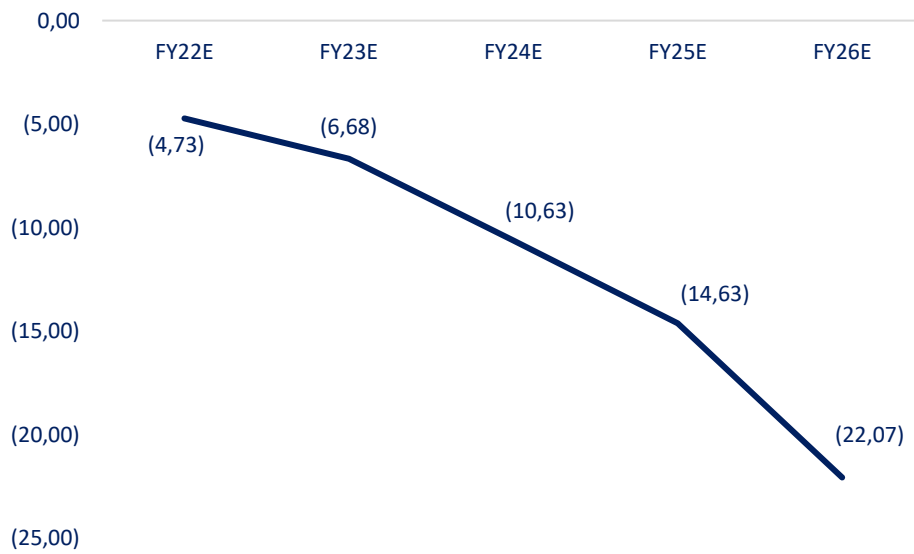
Source: Integrae SIM

**Chart 5 – Capex FY21A - FY26E**



Source: Integrae SIM

**Chart 6 – NFP FY21A - FY26E**



Source: Integrae SIM

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

| WACC           |                                | 7,78% |
|----------------|--------------------------------|-------|
| Risk Free Rate | 2,18% $\alpha$ (specific risk) | 2,50% |
| Market Premium | 9,08% Beta Adjusted            | 0,5   |
| D/E (average)  | 17,65% Beta Relevered          | 0,5   |
| Ke             | 8,77% Kd                       | 3,00% |

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,78%.

**Table 5 – DCF Valuation**

| DCF Equity Value        |              | 98,9 |
|-------------------------|--------------|------|
| FCFO actualized         | 16,4         | 16%  |
| TV actualized DCF       | 83,7         | 84%  |
| <b>Enterprise Value</b> | <b>100,1</b> | 100% |
| NFP (FY21A)             | 1,2          |      |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 98,9 mln.

**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

| €/mln           |       | WACC  |       |       |       |       |       |      |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|                 |       | 6,3%  | 6,8%  | 7,3%  | 7,8%  | 8,3%  | 8,8%  | 9,3% |
| Growth Rate (g) | 2,5%  | 175,1 | 153,5 | 136,5 | 122,7 | 111,3 | 101,8 | 93,6 |
|                 | 2,0%  | 156,5 | 139,1 | 125,0 | 113,4 | 103,7 | 95,3  | 88,2 |
|                 | 1,5%  | 141,7 | 127,4 | 115,5 | 105,6 | 97,1  | 89,8  | 83,5 |
|                 | 1,0%  | 129,8 | 117,7 | 107,6 | 98,9  | 91,5  | 85,0  | 79,3 |
|                 | 0,5%  | 120,0 | 109,6 | 100,8 | 93,2  | 86,5  | 80,7  | 75,6 |
|                 | 0,0%  | 111,7 | 102,7 | 94,9  | 88,1  | 82,2  | 77,0  | 72,3 |
|                 | -0,5% | 104,6 | 96,7  | 89,8  | 83,7  | 78,4  | 73,6  | 69,4 |

Source: Integrae SIM



## 2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Altea. 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 (x) |            |            | EV/EBIT (x) |             |             |
|------------------------------------|---------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                                    | FY22E         | FY23E      | FY24E      | FY22E       | FY23E       | FY24E       |
| <b>Reenergetica SpA</b>            | 11,3          | 9,5        | 8,7        | 12,4        | 10,2        | 9,1         |
| <b>ESI SpA</b>                     | 5,6           | 4,6        | 3,6        | 6,7         | 5,3         | 4,1         |
| <b>Iniziative Bresciane S.p.A.</b> | 8,6           | 7,4        | 6,9        | 17,6        | 15,3        | 12,7        |
| <b>Acea S.p.A.</b>                 | 5,5           | 5,3        | 5,1        | 11,7        | 11,6        | 11,2        |
| <b>Peer median</b>                 | <b>7,1</b>    | <b>6,4</b> | <b>6,0</b> | <b>12,0</b> | <b>10,9</b> | <b>10,1</b> |

Source: Infincials

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

| €/mln                                 | FY22E       | FY23E       | FY24E       |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Enterprise Value (EV)</b>          |             |             |             |
| EV/EBITDA                             | 42,8        | 49,2        | 54,0        |
| EV/EBIT                               | 66,2        | 77,3        | 83,7        |
| <b>Equity Value</b>                   |             |             |             |
| EV/EBITDA                             | 47,5        | 55,9        | 64,7        |
| EV/EBIT                               | 71,0        | 84,0        | 94,3        |
| <b>Equity Value post 10% discount</b> |             |             |             |
| EV/EBITDA                             | 42,8        | 50,3        | 58,2        |
| EV/EBIT                               | 63,9        | 75,6        | 84,9        |
| <b>Average</b>                        | <b>53,3</b> | <b>62,9</b> | <b>71,5</b> |

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Altea, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a € 69,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 10%: ne risulta un *equity value* pari a € 62,6 mln.

## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

|                                     |             |
|-------------------------------------|-------------|
| <b>Average Equity Value (€/mln)</b> | <b>80,8</b> |
| Equity Value DCF (€/mln)            | 98,9        |
| Equity Value multiples (€/mln)      | 62,6        |
| <b>Target Price (€)</b>             | <b>5,00</b> |

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 80,8 mln. Il **target price** è quindi di € 5,00 (prev. € 5,40). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

**Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples**

| Multiples | FY22E | FY23E | FY24E |
|-----------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 13,7x | 10,6x | 9,1x  |
| EV/EBIT   | 14,9x | 11,5x | 9,9x  |

Source: Integrae SIM

**Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples**

| Multiples | FY22E | FY23E | FY24E |
|-----------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 6,6x  | 5,1x  | 4,4x  |
| EV/EBIT   | 7,2x  | 5,6x  | 4,8x  |

Source: Integrae SIM

## Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

### Analyst/s certification

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

### Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

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

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

| Date       | Price | Recommendation | Target Price | Risk   | Comment                |
|------------|-------|----------------|--------------|--------|------------------------|
| 03/02/2022 | 1,54  | Buy            | 2,60         | Medium | Initiation of Coverage |
| 30/03/2022 | 1,54  | Buy            | 3,25         | Medium | Update                 |
| 06/07/2022 | 2,62  | Buy            | 5,40         | Medium | Update                 |

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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://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, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every

investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

#### Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the 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 >= 7.5%                          | ETR >= 10%      | ETR >= 15%     |
| HOLD  | -5% < ETR < 7.5%                     | -5% < ETR < 10% | 0% < ETR < 15% |
| SELL  | ETR <= -5%                           | ETR <= -5%      | ETR <= 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) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

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

#### Conflict of interest

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

- It 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 S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Altea Green Power S.p.A.;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.