

UPDATE

EQUITY RESEARCH

Altea Green Power

ISIM
NTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Energy & Renewable | Italy

Production 05/04/2024, h. 18:30

Published 08/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 14,30

prev. € 14,00

Risk

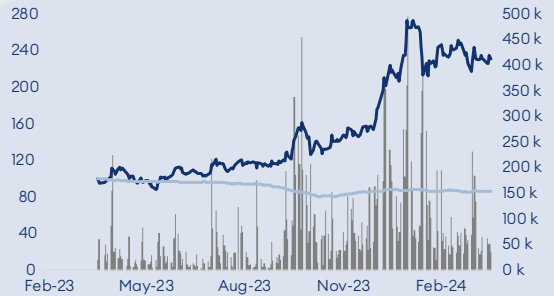


Medium

Upside potential

82,2%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 7,85
Target price	€ 14,30
Upside/(Downside) potential	82,2%
Ticker	AGP IM
Market Cap (€/mln)	€ 135,91
Enterprise Value (€/mln)	€ 140,27
Free Float (% on ordinary shares)	30,7%
Shares Outstanding	17.313.006
52-week high	€ 9,86
52-week low	€ 2,72
Average Daily Volumes (3 months)	132.024

Key Financials (€m)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	16,54	30,00	45,00	53,00
VoP	17,33	31,00	46,20	54,40
EBITDA	7,26	18,75	28,20	33,75
EBIT	7,10	18,45	27,85	33,35
Net Profit	4,91	12,75	19,25	23,00
EBITDA margin	41,9%	60,5%	61,0%	62,0%
EBIT margin	41,0%	59,5%	60,3%	61,3%
Net Profit margin	28,3%	41,1%	41,7%	42,3%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-6,5%	6,1%	62,5%	130,9%
to FTSE Italia Growth	-5,4%	8,4%	62,4%	144,8%
to Euronext STAR Milan	-9,6%	4,2%	47,6%	133,2%
to FTSE All-Share	-9,3%	-5,3%	39,0%	106,3%
to EUROSTOXX	-9,0%	-6,3%	40,2%	114,2%
to MSCI World Index	-8,7%	-3,8%	42,3%	107,4%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	19,3x	7,5x	5,0x	4,2x
EV/EBIT	19,7x	7,6x	5,0x	4,2x
P/E	27,7x	10,7x	7,1x	5,9x

FY23A Results

Nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2023, Altea Green Power comunica di aver registrato ricavi di vendita per € 3,40 mln, con un valore della produzione che si attesta a € 17,30 mln, segnando una crescita del 3,5% rispetto al risultato del FY22A, pari a € 16,70 mln. L'EBITDA di periodo raggiunge un valore di € 7,30 mln, facendo registrare una crescita del 18,0% rispetto al risultato di fine anno 2022, che si attestava a € 6,10 mln. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,20 mln, è positivo e pari a € 7,10 mln, anch'esso con un incremento importante del 17,2% rispetto ai € 6,10 mln registrati nel FY22A. Positivo anche il Net Income, pari a € 4,90 mln, vs € 4,20 mln dell'esercizio precedente.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, lasciamo invariate le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 31,00 mln ed un EBITDA pari a € 18,75 mln, corrispondente ad una marginalità del 60,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,40 mln (CAGR 23A-26E: 46,4%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 33,75 mln (corrispondente ad una marginalità del 62,0%), in crescita rispetto a € 7,26 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 41,9%).

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 € 271,9 mln. L'*equity value* di Altea Green Power utilizzando i *market multiples* risulta invece pari a € 223,2 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a € 247,6 mln. Il target price è pari a € 14,30 (prev. € 14,00), confermiamo rating BUY e rischio ME-DIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	16,03	16,54	30,00	45,00	53,00
Other revenues	0,72	0,79	1,00	1,20	1,40
Value of Production	16,75	17,33	31,00	46,20	54,40
COGS	0,79	0,49	0,85	1,00	1,15
Services	7,19	7,14	7,80	13,00	15,00
Use of asset owned by others	0,07	0,05	0,25	0,30	0,35
Employees	1,16	1,49	1,85	2,05	2,35
Other operating expenses	1,39	0,90	1,50	1,65	1,80
EBITDA	6,15	7,26	18,75	28,20	33,75
<i>EBITDA Margin</i>	36,7%	41,9%	60,5%	61,0%	62,0%
D&A	0,09	0,15	0,30	0,35	0,40
EBIT	6,06	7,10	18,45	27,85	33,35
<i>EBIT Margin</i>	36,2%	41,0%	59,5%	60,3%	61,3%
Financial management	(0,06)	(0,23)	(0,25)	(0,35)	(0,45)
EBT	6,00	6,87	18,20	27,50	32,90
Taxes	1,83	1,95	5,45	8,25	9,90
Other Items	0,01	(0,01)	0,00	0,00	0,00
Net Income	4,18	4,91	12,75	19,25	23,00

Consolidated Balance Sheet (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	0,82	2,57	3,50	6,60	16,20
Account receivable	4,01	0,74	4,60	6,80	7,80
WiP under contracts	15,07	28,60	45,00	78,00	100,00
Account payable	8,29	10,80	21,50	56,20	89,50
Operating Working Capital	10,79	18,53	28,10	28,60	18,30
Other receivable	3,30	5,80	4,40	5,40	5,00
Other payable	3,41	5,03	7,60	10,60	11,60
Net Working Capital	10,67	19,31	24,90	23,40	11,70
Severance & other provisions	0,05	0,07	0,30	0,45	0,60
Net Invested Capital	11,45	21,80	28,10	29,55	27,30
Share Capital	0,83	0,87	0,83	0,83	0,83
Reserves	6,56	11,66	16,58	29,33	48,58
Net Income	4,17	4,92	12,75	19,25	23,00
Equity	11,55	17,44	30,16	49,41	72,41
Cash & cash equivalents	1,66	0,50	5,16	22,66	48,61
Short term financial debt	0,34	1,93	0,60	0,30	0,00
M/L term financial debt	1,21	2,93	2,50	2,50	3,50
Net Financial Position	(0,11)	4,36	(2,06)	(19,86)	(45,11)
Sources	11,45	21,80	28,10	29,55	27,30

Consolidated Cash Flow (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	6,06	7,10	18,45	27,85	33,35
Taxes	1,83	1,95	5,45	8,25	9,90
NOPAT	4,23	5,15	13,00	19,60	23,45
D&A	0,09	0,15	0,30	0,35	0,40
Change in NWC	(7,69)	(8,64)	(5,59)	1,50	11,70
Change in receivable	(3,52)	3,27	(3,86)	(2,20)	(1,00)
Change in WiP under contracts	(8,16)	(13,53)	(16,40)	(33,00)	(22,00)
Change in payable	6,47	2,51	10,70	34,70	33,30
Change in others	(2,47)	(0,89)	3,98	2,00	1,40
Change in provisions	(0,01)	0,02	0,23	0,15	0,15
Operating Cash Flow	(3,38)	(3,31)	7,94	21,60	35,70
Capex	(0,66)	(1,89)	(1,23)	(3,45)	(10,00)
Free Cash Flow	(4,04)	(5,20)	6,70	18,15	25,70
Financial Management	(0,06)	(0,23)	(0,25)	(0,35)	(0,45)
Change in financial debt	0,35	3,31	(1,76)	(0,30)	0,70
Change in equity	5,41	0,97	(0,03)	0,00	0,00
Free Cash Flow to Equity	1,66	(1,16)	4,66	17,50	25,95

Source: Altea Green Power financial statements and Integrae SIM estimates

Company Overview

Altea Green Power S.p.A. (“AGP” o “Altea”), costituita nel 2008 da Giovanni di Pascale (Presidente e 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, BESS Storage, 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. Dal 2022 infine, Altea Green Power è anche sbarcata con successo nel mercato dei sistemi di accumulo *battery energy solar system* (BESS) per lo stoccaggio dell’energia elettrica, e detiene ad oggi un importante pipeline di progetti in fase di sviluppo in Italia e negli Stati Uniti.

FY23A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	17,33	7,26	41,9%	7,10	4,91	4,36
FY23E	17,20	7,25	42,2%	7,05	4,65	2,99
Change	0,7%	0,1%	-0,3%	0,8%	5,5%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Giovanni di Pascale, Fondatore e CEO di Altea Green Power, commentando i risultati annuali, ha dichiarato: *“Siamo particolarmente soddisfatti nel constatare che i risultati più che positivi conseguiti nell’esercizio 2023 confermano la validità della nostra strategia di crescita, che abbraccia tutti i principali ambiti della nostra attività. L’impegno in ambito BESS Storage ci ha permesso di affiancare al primo portafoglio di 510 MW del 2022 ulteriori progetti che hanno portato la pipeline ad una potenza totale di oltre 3 GW, che si snoda lungo tutto lo Stivale. In ambito storage ci siamo mossi anche sul versante americano, un’area che riteniamo di altissimo potenziale, in considerazione di una dinamica di mercato decisamente interessante e trainata da una regolamentazione fiscale favorevole, in cui abbiamo in essere una pipeline tra 1,5 e 2 GW da sviluppare nell’arco di 4-5 anni. Per il 2024 intendiamo proseguire lungo la strada intrapresa continuando a consolidare il nostro iter di crescita. In particolare, intendiamo rafforzare e consolidare il know-how acquisito nello storage, ambito in cui abbiamo creduto con largo anticipo rispetto ai competitor e che ha rappresentato un elemento distintivo della nostra strategia di business. Crediamo, infine, che anche la Business Unit EPC, dedicata agli impianti fotovoltaici destinati alle PMI e alle aziende agricole, quest’anno avrà un boost di ripresa e riteniamo che la domanda si orienterà verso la realizzazione di impianti di produzione propri.”*

Nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2023, Altea Green Power comunica di aver registrato ricavi di vendita per € 16,54 mln, con un valore della produzione pari a € 17,33 mln che tiene conto di altri ricavi per € 0,79 mln. Come anticipato nell’ultimo report del 24 gennaio, il valore della produzione riflette un andamento poco superiore (+3,2%) e sostanzialmente in linea rispetto al dato (€ 16,75 mln) del FY22A, a causa della mancata conclusione di una fase dell’autorizzazione di progetti Green e Blue BESS slittata ai primi mesi del 2024. Al netto dello slittamento, la Società ha proseguito con successo con lo sviluppo delle proprie attività, beneficiando, tra le altre cose, anche degli incentivi governativi per la transizione ecologica relativa agli impianti Storage, che saranno fondamentali per l’efficientamento delle esigenze di modulazione della potenza della Rete Elettrica Nazionale.

Il 2023 ha anche segnato per Altea un cambiamento nelle pratiche contabili e nella presentazione delle informazioni finanziarie, in quanto, per la prima volta, il bilancio di esercizio è stato redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

L'adozione di questo modello, infatti, ha comportato la rideterminazione della situazione patrimoniale e finanziaria anche dei risultati dell'esercizio 2022, in ottemperanza al principio IFRS 1 che formalizza le modalità della prima adozione dei nuovi principi contabili. Un altro impatto rilevante, inoltre, deriva dall'applicazione dell'IFRS 15, che ha introdotto un approccio più dettagliato nel riconoscimento dei ricavi relativi ai contratti di sviluppo di autorizzazioni per impianti rinnovabili (BESS storage in particolare), portando una rappresentazione precisa dello stato di avanzamento dei progetti e del flusso di ricavi e attività in corso da contratti.

Alla luce della variazione nei principi contabili, da ora in avanti la voce "Revenues" (Economics & Financials, Table 1) farà riferimento ad entrambi i ricavi di vendita da prestazioni concluse e i c.d. "ricavi per attività in corso da contratti", ossia i ricavi riconosciuti per il lavoro già svolto ma non ancora fatturato in un contratto a lungo termine (corrispondono alla voce "Work in progress" degli schemi secondo principi contabili OIC). Nella tabella seguente, si riporta la scomposizione del valore della produzione per gli esercizi 2022 e 2023.

TABLE 3 – VOP BREAKDOWN FY23A VS FY22A (€/MLN)

Revenues	FY22A	FY23A
Ricavi fatturati	7,55	2,99
Ricavi per attività in corso da contratti	8,47	13,56
Revenues	16,03	16,54
Other revenues	0,72	0,79
Valore della produzione	16,75	17,33

Source: Altea Green Power financial statement

I ricavi fatturati FY23A, in particolare, fanno riferimento alla vendita di impianti chiavi in mano realizzati nel settore fotovoltaico e sono relativi a commesse giunte alla conclusione; i ricavi per attività in corso da contratti sono, invece, rappresentativi del trend positivo dell'attività di Co-Sviluppo, specialmente riferita al business dello Storage.

L'avanzamento economico dei progetti BESS Storage ha anche consentito alla Società di aumentare ulteriormente la già elevata redditività, con un EBITDA Margin di periodo che si attesta al 41,9% rispetto al 36,7% dell'esercizio 2022 e un dato in valore assoluto che supera i € 7,00 mln raggiungendo € 7,26 mln, in crescita del +18,0% rispetto ai € 6,15 mln del FY22A.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,15 mln, è positivo e pari a € 7,10 mln, in crescita del 17,2% rispetto ai € 6,06 mln registrati nel FY22A. Conseguentemente, risulta in aumento anche l'EBIT *margin*, che passa dal 35,9% del 2022 al 41,0% del FY23A. Positivo anche il Net Income, pari a € 4,91 mln, vs € 4,18 mln dell'esercizio precedente. Evidenziamo in questo caso che il dato relativo al Net Income comprende anche rettifiche al valore della partecipazione di alcune controllate.

A livello patrimoniale, la NFP ammonta a € 4,36 mln di debito rispetto al dato *cash positive* del FY22A pari a € 0,11 mln. Il peggioramento deriva da un lato dall'incremento della pipeline sia relativa al fotovoltaico che al BESS (Italia e USA), che ha generato un aumento di costi, e dall'altro dall'applicazione dell'IFRS 16 che, prevedendo la contabilizzazione in aggregato di tutti i contratti di leasing, ha avuto un impatto peggiorativo di circa € 0,80 mln sia nell'esercizio 2022 che nell'esercizio appena concluso.

Altea prosegue quindi con il consolidamento della sua crescita in tutte le linee di business e conferma le ottime prospettive anche per l'anno FY24E, come preventivato nel recente Piano Industriale 2024-2028. Le strategie adottate stanno dando i risultati previsti, grazie all'attenzione e agli sforzi che la Società ha posto nell'implementazione dello Storage di grande potenza, con una pipeline in fase di sviluppo (nei prossimi 4-5 anni) che supera i 3 GW in Italia e raggiunge i 2 GW negli Stati Uniti.

Oltre a quanto già annunciato nelle scorse settimane (ricordiamo l'avanzamento del progetto Lund Storage negli USA con potenza pari a 407,55 MW), i primissimi progressi rispetto a quanto annunciato nel Piano Industriale si riscontrano già nel mese di marzo, con la firma dell'accordo di Co-Sviluppo con un importante fondo nord-americano per una potenza complessiva di 1,1 GW (breaking news del 25 marzo 2024). Il valore della vendita di tale contratto è pari a € 68,00 mln spalmati nei prossimi 3 anni e mezzo, ai quali si aggiunge una *success fee* di € 15,00 mln in relazione al raggiungimento di indici di performance concordati tra le parti.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 4 – ESTIMATES UPDATES FY24E - FY26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Value of Production			
New	31,0	46,2	54,4
Old	31,0	46,2	54,4
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			
New	18,8	28,2	33,8
Old	18,8	28,2	33,8
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA %			
New	60,5%	61,0%	62,0%
Old	60,5%	61,0%	62,0%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			
New	18,5	27,9	33,4
Old	18,5	27,9	33,4
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income			
New	12,8	19,3	23,0
Old	12,8	19,3	23,0
Change	0,0%	0,0%	0,0%
NFP			
New	(2,1)	(19,9)	(45,1)
Old	(1,8)	(19,6)	(44,8)
Change	n/a	n/a	n/a

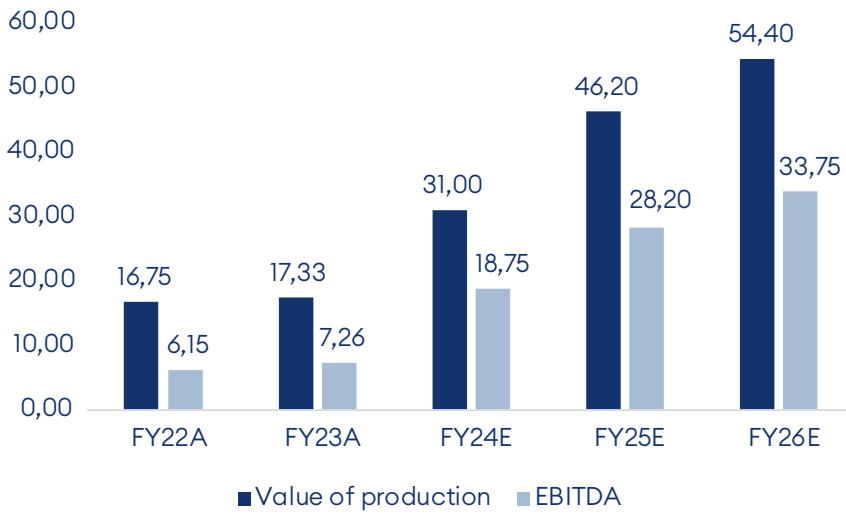
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A e della conferma da parte della Società delle guidance di Piano 2024-2028, lasciamo invariate le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 31,00 mln ed un EBITDA pari a € 18,75 mln, corrispondente ad una marginalità del 60,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,40 mln (CAGR 23A-26E: 46,4%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 33,75 mln (corrispondente ad una marginalità del 62,0%), in crescita rispetto a € 7,26 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA margin del 41,9%).

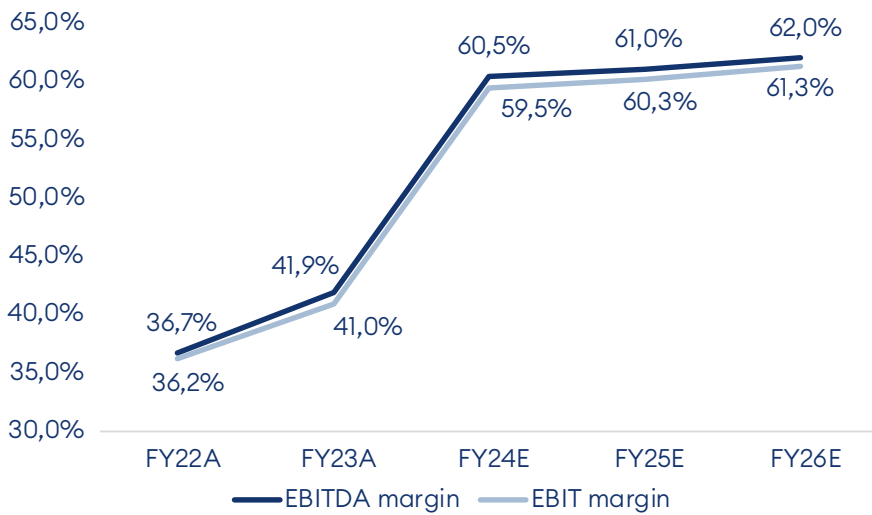
A livello patrimoniale, invece, ci aspettiamo che la NFP possa raggiungere, nel FY26E, un valore cash positive pari a € 45,11 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY22A-26E (€/MLN)



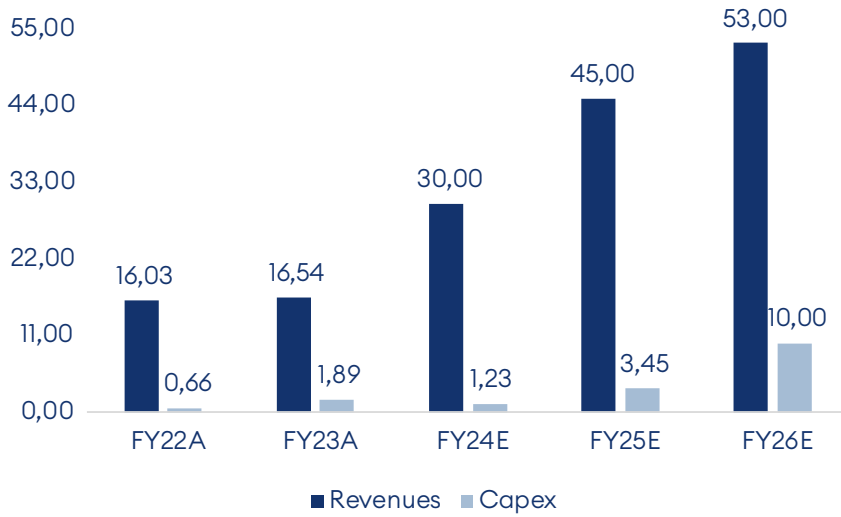
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY22A-26E



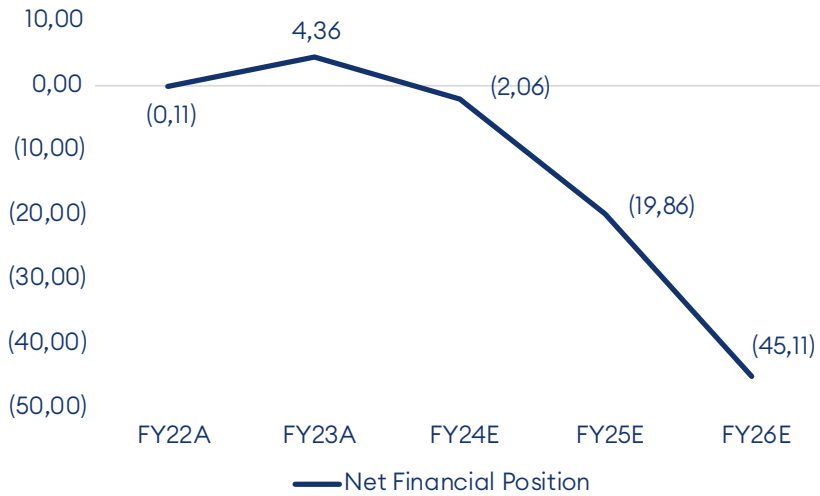
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY22A-26E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP FY22A-26E (€/MLN)



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 5 – WACC

WACC				9,1%
D/E 17,6%	Risk Free Rate 3,2%	β Adjusted 0,7	α (specific risk) 2,5%	
K_d 5,5%	Market Premium 7,8%	β Relevered 0,6	K_e 10,1%	

Source: Integrae SIM

Abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC pari a 9,1%.

TABLE 6 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO Actualized	43,53	15,8%
TV Actualized DCF	232,71	84,2%
Enterprise Value	276,24	100,0%
NFP (FY23A)	4,36	
Equity Value	271,88	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra, risulta un **equity value di € 271,88 mln.**

TABLE 7 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
	3,0%	436,6	393,6	358,2	328,7	303,7	282,2	263,6
	2,5%	398,0	362,2	332,3	306,9	285,2	266,3	249,8
	2,0%	366,2	335,9	310,2	288,2	269,1	252,3	237,6
	1,5%	339,6	313,6	291,2	271,9	254,9	240,0	226,8
	1,0%	317,0	294,4	274,7	257,6	242,5	229,0	217,0
	0,5%	297,5	277,7	260,3	245,0	231,4	219,2	208,3
	0,0%	280,6	263,0	247,5	233,7	221,4	210,3	200,3

Source: Integrae SIM

Market multiples

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

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
ESI SpA	5,0x	4,0x	n/a	5,8x	4,6x	n/a	n/a	n/a	n/a
Iniziative Bresciane SpA	6,0x	3,5x	n/a	7,0x	4,3x	n/a	13,5x	6,5x	n/a
Comal SpA	5,9x	5,5x	5,4x	12,5x	12,0x	11,0x	11,1x	11,0x	10,1x
Acea SpA	8,5x	8,1x	n/a	22,4x	22,6x	n/a	10,4x	10,6x	n/a
Peer median	6,0x	4,8x	5,4x	9,8x	8,3x	11,0x	11,1x	10,6x	10,1x

Source: Infinitentials

TABLE 9 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	111,7	134,0	181,8
EV/EBIT	179,9	231,2	366,9
P/E	141,8	204,1	232,7
Equity Value			
EV/EBITDA	113,8	153,8	226,9
EV/EBIT	181,9	251,0	412,0
P/E	141,8	204,1	232,7
Average	147,9	202,4	319,5

Source: Integrae SIM

Utilizzando i market multiple EV/EBITDA EV/EBIT e P/E, risulta un equity value pari a € 223,2 mln.

Equity Value

TABLE 10 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	247,56
Equity Value DCF (€/mln)	271,88
Equity Value multiples (€/mln)	223,24
Target Price (€)	14,30

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 247,56 mln. Il **target price** è quindi di € 14,30 (prev. € 14,00). Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 11 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	34,7x	13,4x	8,9x	7,5x
EV/EBIT	35,5x	13,7x	9,0x	7,6x
P/E	50,5x	19,4x	12,9x	10,8x

Source: Integrae SIM

TABLE 12 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	19,3x	7,5x	5,0x	4,2x
EV/EBIT	19,7x	7,6x	5,0x	4,2x
P/E	27,7x	10,7x	7,1x	5,9x

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, 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
16/10/2023	5,38	Buy	6,75	Medium	Update
06/11/2023	4,50	Buy	6,75	Medium	Breaking News
22/01/2024	9,00	Buy	14,00	Medium	Update
25/03/2024	7,86	Buy	14,00	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. INTEGRAE 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.