

UPDATE

Altea Green Power

Euronext Growth Milan | Energy & Renewable | Italy

Produzione 22/01/2024, h. 18:30

Pubblicazione 23/01/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 14,00

prev. € 6,75

Risk



Medium

Upside potential

55,5%

Key Financials (€m)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	7,56	3,40	11,50	12,00
VoP	16,72	17,20	31,00	46,20
EBITDA	6,16	7,25	18,75	28,20
EBIT	6,00	7,05	18,45	27,85
Net Profit	4,12	4,65	12,75	19,25
EBITDA margin	36,8%	42,2%	60,5%	61,0%
EBIT margin	35,9%	41,0%	59,5%	60,3%
Net Profit margin	24,6%	27,0%	41,1%	41,7%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 9,00
Target price	€ 14,00
Upside/(Downside) potential	55,5%
Ticker	AGP IM
Market Cap (€/mln)	€ 155,82
Enterprise Value (€/mln)	€ 158,81
Free Float	30,69%
Share Outstanding	17.313.006
52-week high	€ 9,86
52-week low	€ 2,50
Average daily volumes (3 months)	110.670

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.itGiuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	49,5%	102,2%	117,9%	209,3%
to FTSE Italia Growth	47,2%	95,2%	126,5%	222,4%
to Euronext STAR Milan	51,9%	85,8%	117,3%	215,8%
to FTSE All-Share	50,0%	92,1%	113,5%	194,0%
to EUROSTOXX	50,4%	91,4%	115,7%	201,3%
to MSCI World Index	48,8%	88,3%	113,4%	194,0%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	25,8x	21,9x	8,5x	5,6x
EV/EBIT	26,5x	22,5x	8,6x	5,7x
P/E	37,8x	33,5x	12,2x	8,1x

New Business Plan

Nel comunicato stampa pubblicato il 15 gennaio 2024, Altea Green Power annuncia di aver approvato il nuovo Piano Industriale 2024-2028, redatto in considerazione dei significativi progressi nell'ultimo anno rispetto alle linee guida del precedente Piano 2021-2025. La strategia industriale per il periodo 2024-2028 si concentra sul consolidamento della posizione della Società come un attore rilevante nello sviluppo di progetti Storage BESS in Italia, con l'obiettivo di raggiungere una quota di mercato intorno al 10,0% con oltre 5GW sviluppati entro il 2028. La Società prevede anche la prosecuzione dell'espansione del Co-Sviluppo di Storage negli USA, oltre alla crescita nell'attività industriale attraverso lo sviluppo, la costruzione e la gestione di impianti fotovoltaici di proprietà sempre in Italia.

Estimates Update

Alla luce del nuovo Piano Industriale, modifichiamo le stime sia per l'anno appena concluso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 17,20 mln ed un EBITDA pari a € 7,25 mln, corrispondente ad una marginalità del 42,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,40 mln (CAGR FY22A - FY26E: 34,3%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 33,75 mln (corrispondente ad una marginalità del 62,0%), 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 2,0%) restituisce un *equity value* pari a € 271,3 mln. L'*equity value* di Altea Green Power utilizzando i *market multiples* risulta invece pari a € 213,4 mln. Ne risulta un *equity value* medio pari a € 242,4 mln. **Il target price è pari a € 14,00 (prev. € 6,75), 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	3,40	11,50	12,00	31,00
Work in Progress	3,24	8,34	13,00	18,50	33,00	22,00
Other Revenues	0,43	0,83	0,80	1,00	1,20	1,40
Value of Production	6,22	16,72	17,20	31,00	46,20	54,40
COGS	0,14	0,45	0,50	0,85	1,00	1,15
Services	2,76	7,40	6,25	7,80	13,00	15,00
Use of assets owned by others	0,08	0,17	0,20	0,25	0,30	0,35
Employees	0,51	1,17	1,60	1,85	2,05	2,35
Other Operating Expenses	0,58	1,37	1,40	1,50	1,65	1,80
EBITDA	2,15	6,16	7,25	18,75	28,20	33,75
<i>EBITDA Margin</i>	<i>34,5%</i>	<i>36,8%</i>	<i>42,2%</i>	<i>60,5%</i>	<i>61,0%</i>	<i>62,0%</i>
D&A	0,01	0,16	0,20	0,30	0,35	0,40
EBIT	2,13	6,00	7,05	18,45	27,85	33,35
<i>EBIT Margin</i>	<i>34,3%</i>	<i>35,9%</i>	<i>41,0%</i>	<i>59,5%</i>	<i>60,3%</i>	<i>61,3%</i>
Financial Management	(0,37)	(0,05)	(0,20)	(0,25)	(0,35)	(0,45)
EBT	1,76	5,95	6,85	18,20	27,50	32,90
Taxes	0,57	1,83	2,20	5,45	8,25	9,90
Net Income	1,19	4,12	4,65	12,75	19,25	23,00

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	0,25	0,73	2,00	3,50	6,60	16,20
Account receivable	0,49	4,42	4,00	4,60	6,80	7,80
Work in Progress	6,90	15,07	26,50	45,00	78,00	100,00
Account payable	1,83	9,51	13,00	21,50	56,20	89,50
Operating Working Capital	5,57	9,98	17,50	28,10	28,60	18,30
Other receivable	2,30	1,21	2,00	4,40	5,40	5,00
Other payable	4,89	1,02	1,20	7,60	10,60	11,60
Net Working Capital	2,98	10,17	18,30	24,90	23,40	11,70
Severance Indemnities & Other Provisions	0,06	0,05	0,20	0,30	0,45	0,60
NET INVESTED CAPITAL	3,18	10,84	20,10	28,10	29,55	27,30
Share Capital	0,60	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
Reserves	0,19	6,76	11,63	16,28	29,03	48,28
Net Income	1,19	4,12	4,65	12,75	19,25	23,00
Equity	1,98	11,71	17,11	29,86	49,11	72,11
Cash & Cash Equivalent	0,00	1,73	0,51	4,86	22,36	48,31
Short Term Debt to Bank	1,20	0,87	1,00	0,60	0,30	0,00
M/L Term Debt to Bank	0,00	0,00	2,50	2,50	2,50	3,50
Net Financial Position	1,20	(0,86)	2,99	(1,76)	(19,56)	(44,81)
SOURCES	3,18	10,84	20,10	28,10	29,55	27,30

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	6,00	7,05	18,45	27,85	33,35
Taxes	1,83	2,20	5,45	8,25	9,90
NOPAT	4,16	4,85	13,00	19,60	23,45
D&A	0,16	0,20	0,30	0,35	0,40
Change in receivable	(3,93)	0,42	(0,60)	(2,20)	(1,00)
Change in Work in Progress	(8,16)	(11,43)	(18,50)	(33,00)	(22,00)
Change in payable	7,68	3,49	8,50	34,70	33,30
Change in others	(2,78)	(0,61)	4,00	2,00	1,40
Change in NWC	(7,19)	(8,13)	(6,60)	1,50	11,70
Change in provisions	(0,00)	0,15	0,10	0,15	0,15
OPERATING CASH FLOW	(2,87)	(2,93)	6,80	21,60	35,70
Capex	(0,64)	(1,47)	(1,80)	(3,45)	(10,00)
FREE CASH FLOW	(3,50)	(4,41)	5,00	18,15	25,70
Financial Management	(0,05)	(0,20)	(0,25)	(0,35)	(0,45)
Change in Debt to Bank	(0,34)	2,63	(0,40)	(0,30)	0,70
Change in Equity	5,61	0,75	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,73	(1,22)	4,35	17,50	25,95

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 circa quindici 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 negli ultimi anni 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, Altea è sbarcata nel mercato dei sistemi di accumulo *battery energy solar system* (BESS) per lo stoccaggio dell’energia elettrica.

New Business Plan

Nel comunicato stampa pubblicato il 15 gennaio 2024, Altea Green Power annuncia di aver approvato il nuovo Piano Industriale 2024-2028, redatto in considerazione dei significativi progressi nell'ultimo anno rispetto alle linee guida del Piano 2021-2025, condiviso alla comunità finanziaria contestualmente alla pubblicazione dei risultati di bilancio 2022.

La strategia industriale per il periodo 2024-2028 si concentra sul consolidamento della posizione di Altea Green Power come un attore rilevante nello sviluppo di progetti Storage BESS in Italia, con l'obiettivo di raggiungere una quota di mercato intorno al 10,0% con oltre 5GW sviluppati entro il 2028. La Società prevede anche la prosecuzione dell'espansione del Co-Sviluppo di Storage negli USA, mercato approcciato nel 2022 con il primo progetto Lund Storage, oltre alla crescita nell'attività industriale attraverso lo sviluppo, la costruzione e la gestione di impianti fotovoltaici di proprietà sempre in Italia, con un target di 250MW di potenza installata nel medio-lungo termine.

Il Piano Industriale è quindi sviluppato tenendo conto di queste linee guida, che si sostanziano nei nuovi importanti progetti già presenti in portafoglio o in fase di negoziazione, ma non inclusi nelle precedenti previsioni in quanto ancora in fase di definizione.

Relativamente al Co-Sviluppo di progetti rinnovabili in Italia, core business della Società, questo comprende lo sviluppo di progetti autorizzativi nell'ambito delle energie *green* e in particolare fotovoltaico, eolico e Storage. Mentre non sono previsti nuovi investimenti su nuovi progetti eolici a causa delle lunghe tempistiche autorizzative, il Co-Sviluppo su progetti fotovoltaici prosegue nel corso degli anni di piano con l'attività di ricerca di siti idonei per conto di investitori internazionali e IPP; la Società detiene attualmente progetti in autorizzazione per una potenza totale di 440MW e valore complessivo di circa € 40,00 mln, la cui conclusione è prevista entro il 2026, mentre prevede per i prossimi anni lo sviluppo di ulteriori 690MW di progetti fotovoltaici, tutti con una redditività (EBITDA margin) superiore al 40,0%.

L'attività di Storage sul territorio italiano, invece, vede diversi progetti già in fase autorizzativa, a cui si aggiungono i portafogli BESS (Green, Blue e Yellow) per un totale di più di 2,3GW in fase di sviluppo. Altea inizia ad affermarsi con forza in questo segmento nel secondo semestre 2022 con il contratto di Co-Sviluppo con Aer Soléir, società irlandese attiva nello sviluppo e gestione di energie rinnovabili su scala utility in Europa, riguardante una pipeline di tre progetti per potenza totale di 0,5GW; nei mesi successivi, la consolidata reputazione di affidabilità e flessibilità ha consentito di aumentare progressivamente la pipeline di progetti fino al target di 5GW esposto in precedenza. Il Piano Industriale 2024-2028 valorizza, in particolare, anche i progetti Black e White BESS (ca. 1GW totale) di più recente sottoscrizione, che saranno verosimilmente autorizzati dopo il 2026.

Rispetto ai progetti di Co-Sviluppo fotovoltaico, il segmento Storage offre una redditività molto maggiore ed è un mercato che in Italia è ancora in fase di consolidamento e non presidiato da molti operatori, il che consente ad Altea di posizionarsi tra i primi ad offrire questo tipo di servizio soprattutto per quanto riguarda progetti di grande dimensione. L'esperienza con il fotovoltaico garantisce, inoltre, rapidità e affidabilità esecutiva che si traducono sia nella maggiore facilità nella gestione degli iter autorizzativi, che nella disponibilità con largo anticipo di siti idonei alla realizzazione.

Negli USA, infine, la Società è presente con una Joint-Venture al 25,0%, con lo sviluppo di progetti Storage per un totale di 2,4GW da sviluppare nel corso degli anni di piano. Di questi, già nel 2024 è prevista la messa in vendita del citato progetto Lund Storage, situato in Texas, per una potenza complessiva di 0,52GW. Come riportato dalla Società nella presentazione del Piano Industriale, a fini prudenziali non sono previsti nel periodo 2024-2028 significativi ricavi dall'attività negli Stati Uniti, ma si prevede esclusivamente il rimborso totale dell'investimento effettuato nel progetto. Questo accorgimento tiene anche conto del fatto che tutti gli incassi di competenza derivanti dalla vendita dei successivi progetti verranno reinvestiti in progetti fotovoltaici con accumulo sempre negli Stati Uniti, per valorizzare al massimo le partnership ormai consolidate con gli sviluppatori locali e le opportunità di un mercato di ampie dimensioni e in forte crescita.

Non sono previsti particolari investimenti nelle linee di Business EPC ed Efficientamento Energetico, anche se si prosegue negli anni di piano sia nella realizzazione di progetti fotovoltaici per clienti terzi che negli interventi di efficientamento in particolare su condomini e siti industriali.

L'intenzione della Società è quella di essere presente in tutti i punti della catena del valore del mercato delle energie rinnovabili, e pertanto prevede lo sviluppo e la successiva costruzione, a partire dal 2025, dei primi impianti fotovoltaici di proprietà, con un target iniziale di 90MW e l'obiettivo di lungo periodo di raggiungere una capacità di 250MW. La realizzazione di impianti propri rappresenterebbe per Altea l'affiancamento di un'attività *industry* al core business aziendale, anche in ottica di diversificazione e stabilizzazione dei flussi di cassa derivanti dalla vendita dell'energia prodotta.

Concludendo, la Società ha approvato uno sfidante ma concreto Piano industriale, con importanti obiettivi di medio-lungo periodo che vedono una significativa accelerazione della crescita seguita da un forte aumento della già elevata marginalità. La strategia di crescita di Altea Green Power si presenta come solida e diversificata, in primis in consolidamento del ruolo come *player* strategico e strumentale alla realizzazione di progetti fotovoltaici e Storage in Italia e negli USA e infine anche con l'ingresso in un settore industriale che prevede lo sviluppo e la gestione di impianti fotovoltaici in Italia, attività che rientra tra i piani della Società sin dalla conclusione dell'IPO nel febbraio 2022.

Ai piani di sviluppo operativo si aggiunge, infine, anche una confermata attenzione ai temi ESG e di sostenibilità. Sin dalle prime tappe del proprio percorso di crescita, Altea vede nella sostenibilità l'evoluzione naturale del business, e sostanzia quest'attenzione predisponendo un Piano ESG triennale basato sul raggiungimento di un insieme strutturato di obiettivi e azioni associati a KPIs misurabili per valutare i risultati raggiunti. La Società ha diffuso il primo Bilancio di Sostenibilità nel 2022 ed ha avviato un progetto pluriennale finalizzato all'evoluzione del proprio processo di reporting secondo la nuova normativa CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*).

Giovanni di Pascale, Fondatore e CEO di Altea, ha così commentato: *“Altea Green Power pone al centro della propria crescita la sostenibilità ambientale, sociale ed economica. Vogliamo contribuire alla crescita delle energie green in linea con le politiche europee e mondiali, dando il nostro contributo alla lotta del cambiamento climatico. Mettiamo al centro delle nostre azioni le persone, le loro necessità ed esigenze, solo così pensiamo di assicurare ad AGP e a tutti gli stakeholder un modello di crescita duraturo.”*

FY23E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY26E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
VoP				
New	17,2	31,0	46,2	54,4
Old	22,2	28,5	36,5	43,0
Change	-22,3%	8,8%	26,6%	26,5%
EBITDA				
New	7,3	18,8	28,2	33,8
Old	10,0	13,4	18,0	22,1
Change	-27,5%	39,9%	57,1%	52,7%
EBITDA %				
New	42,2%	60,5%	61,0%	62,0%
Old	45,1%	47,0%	49,2%	51,4%
Change	-3,0%	13,5%	11,9%	10,6%
EBIT				
New	7,1	18,5	27,9	33,4
Old	9,7	12,9	17,3	21,2
Change	-27,3%	43,0%	61,4%	57,3%
Net Income				
New	4,7	12,8	19,3	23,0
Old	7,2	9,4	12,7	15,7
Change	-35,0%	35,6%	51,6%	47,0%
NFP				
New	3,0	(1,8)	(19,6)	(44,8)
Old	1,0	(1,4)	(5,4)	(13,1)
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

Alla luce delle linee guida condivise nella presentazione del Piano Industriale 2024-2028, aggiorniamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 17,20 mln ed un EBITDA pari a € 7,25 mln, corrispondente ad una marginalità del 42,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,40 mln (CAGR 22A-26E: 34,3%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 33,75 mln (corrispondente ad una marginalità del 62,0%), in crescita rispetto a € 6,16 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 36,8%).

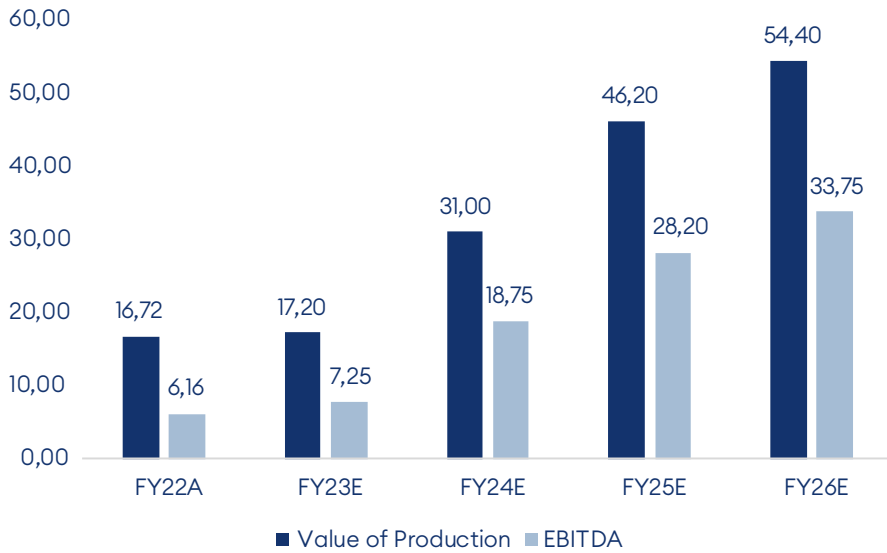
I dati stimati per il 2023 differiscono in negativo rispetto ai valori stimati nel precedente report, con una stima del valore della produzione FY23E che passa dai € 22,15 mln al nuovo dato pari a € 17,20 mln.

La differenza è riconducibile alla mancata conclusione di una fase dell'autorizzazione di progetti Green e Blue BESS, prevista inizialmente nella seconda metà di dicembre 2023 e invece slittata ai primi mesi del 2024. Al netto di questo effetto, si conferma comunque il buon esito di tutti i progetti ad oggi in fase di sviluppo ed anche gli ottimi livelli di marginalità derivanti dalla maggiore redditività dei progetti BESS rispetto ai progetti fotovoltaici.

I primi proventi relativi alle *milestone* dei progetti Green e Blue BESS sono attesi nel 2024, mentre a partire dal 2025 ci aspettiamo anche l'avvio dei progetti del pacchetto Yellow BESS, oltre alla conclusione dei progetti fotovoltaici attualmente in fase di autorizzazione e l'avvio di ulteriori significativi progetti. L'incremento della quota di fatturato derivante dal BESS, come anticipato, consente alla Società di migliorare il proprio EBITDA *margin* fino ad un valore stimato maggiore del 60,0%.

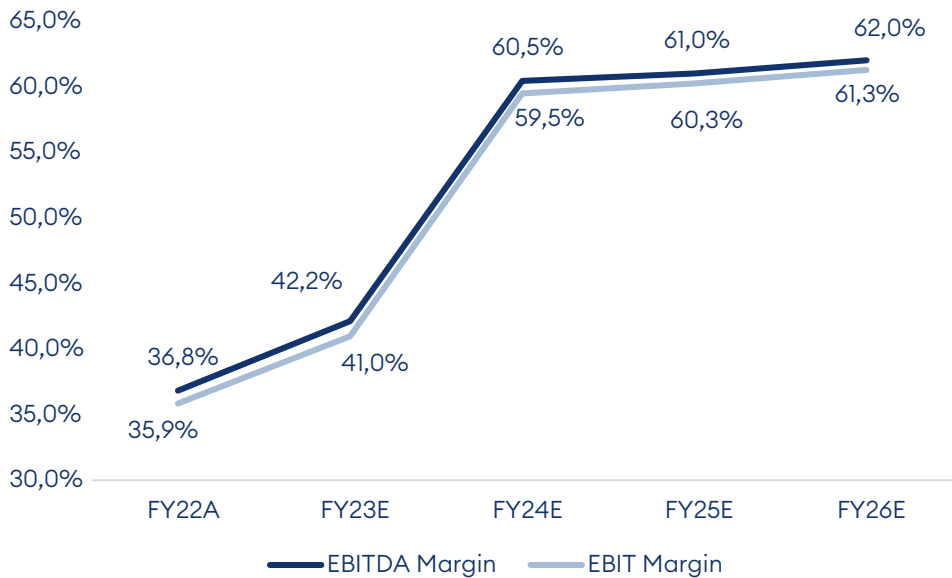
A livello patrimoniale, invece, ci aspettiamo che il forte incremento dei progetti in fase di Co-Sviluppo e autorizzazione non abbia impatti significativi sulla gestione del circolante, grazie alla capacità di Altea di negoziare *milestone* periodiche e anticipi sui pagamenti che garantiscano comunque una certa periodicità negli incassi e una importante disponibilità di cassa nel breve-medio periodo. Ci aspettiamo, infatti, che la generazione di cassa derivante dall'attività operativa possa portare al raggiungimento di una NFP *cash positive* nel FY26E pari a € 44,81 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-26E



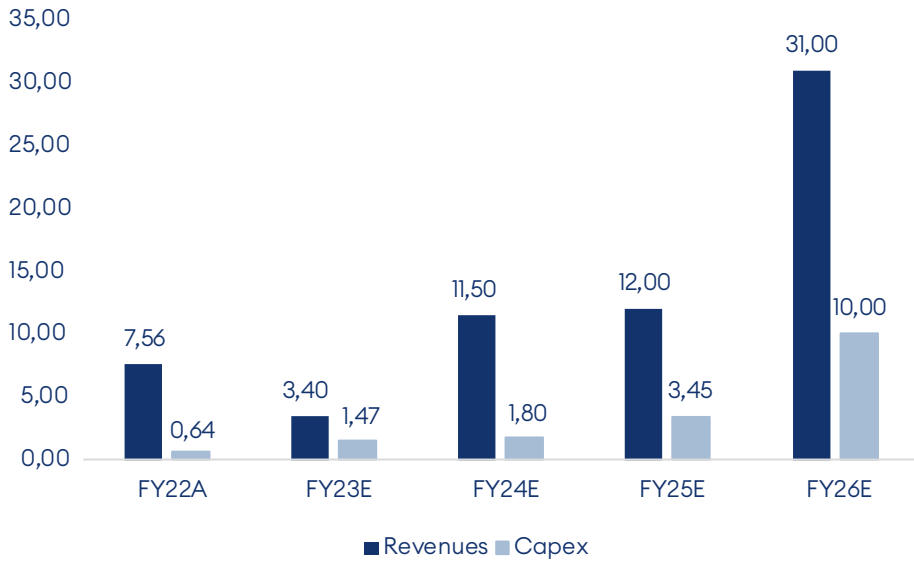
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-26E



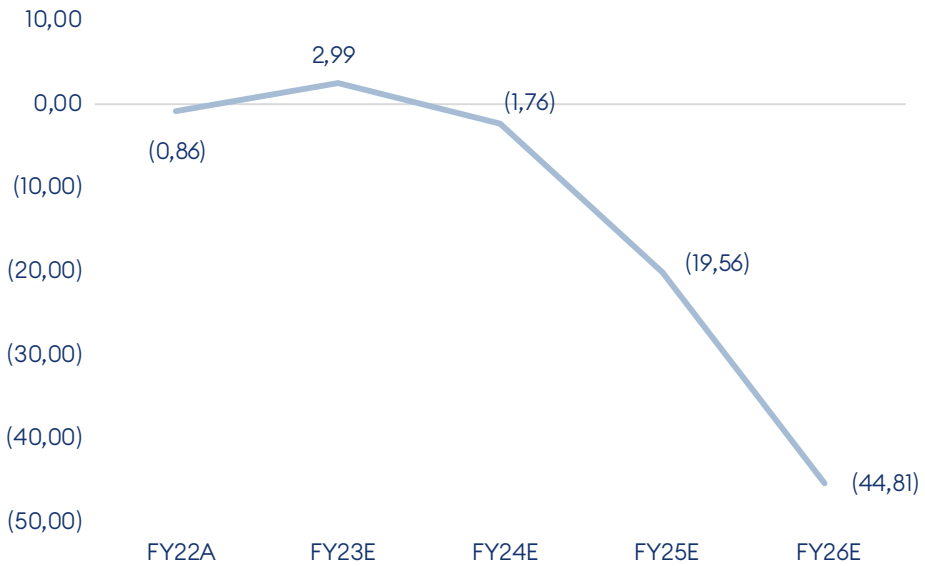
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A-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				9,23%
D/E 17,65%	Risk Free Rate 3,05%	β Adjusted 0,65	α (specific risk) 2,00%	
K_d 5,50%	Market Premium 7,81%	β Relevered 0,74	K_e 10,16%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,0%. Ne risulta quindi un WACC di 9,23%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	33,6	12,0%
TV actualized DCF	240,7	88,0%
Enterprise Value	274,3	100%
NFP (FY23E)	3,0	
Equity Value	271,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 271,3 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
	271	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
Growth Rate (g)	3,0%	445,8	399,4	361,2	329,2	302,2	278,9	258,8
	2,5%	406,1	367,2	334,6	307,1	283,4	262,9	244,9
	2,0%	373,3	340,2	312,1	287,9	267,0	248,8	232,7
	1,5%	345,9	317,2	292,6	271,3	252,7	236,3	221,7
	1,0%	322,4	297,4	275,7	256,7	240,0	225,1	211,9
	0,5%	302,3	280,1	260,8	243,7	228,6	215,1	203,0
	0,0%	284,7	265,0	247,6	232,2	218,5	206,1	195,0

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				P/E			
	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Comal SpA	6,0	5,0	4,0	N/A	7,2	5,8	4,6	N/A	N/A	N/A	n/a	N/A
ESI SpA	64,5	6,0	3,3	N/A	n/a	8,6	4,3	N/A	N/A	13,5	6,5	N/A
Renenergetica SpA	16,5	11,6	8,4	10,6	18,5	12,9	9,0	12,5	36,0	43,9	19,0	19,0
Acea SpA	6,0	5,8	5,6	5,4	13,9	13,1	13,0	12,4	10,7	10,6	10,4	12,0
Iniziative Bresciane SpA	9,3	8,5	8,1	N/A	32,3	22,4	22,6	N/A	21,1	10,4	10,6	N/A
Peer median	9,3	6,0	5,6	8,0	16,2	12,9	9,0	12,5	21,1	12,1	10,5	15,5

Source: Infincials

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)				
EV/EBITDA	67,4	112,5	157,9	269,2
EV/EBIT	114,4	237,1	250,7	415,2
P/E	98,1	153,6	202,1	356,5
Equity Value				
EV/EBITDA	64,4	114,3	177,5	314,0
EV/EBIT	111,4	238,8	270,2	460,0
P/E	98,1	153,6	202,1	356,5
Average	87,9	176,5	223,8	387,0

Source: Integrae SIM

Utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E ne risulta un **equity value di € 213,4 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	242,36
Equity Value DCF (€/mln)	271,31
Equity Value multiples (€/mln)	213,42
Target Price (€)	14,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 242,36 mln. **Il target price è quindi di € 14,00 (prev. € 6,75). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	39,8x	33,8x	13,1x	8,7x
EV/EBIT	40,9x	34,8x	13,3x	8,8x
P/E	58,9x	52,1x	19,0x	12,6x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	25,8x	21,9x	8,5x	5,6x
EV/EBIT	26,5x	22,5x	8,6x	5,7x
P/E	37,8x	33,5x	12,2x	8,1x

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
08/02/2023	2,80	Buy	5,00	Medium	Breaking News
03/04/2023	3,21	Buy	6,20	Medium	Update
16/10/2023	5,38	Buy	6,75	Medium	Update
06/11/2023	4,50	Buy	6,75	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.