

<b>Altea Green Power</b>	<b>Italy</b>	<b>Euronext Growth Milan</b>	<b>Renewables</b>
<b>Rating: BUY (unch.)</b>	<b>Target Price: € 3,25 (prev € 2,60)</b>	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-0,65%	N/A	N/A	N/A
to FTSE Italia Growth	3,46%	N/A	N/A	N/A
to Euronext STAR Milan	1,41%	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	-0,35%	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	0,89%	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	4,46%	N/A	N/A	N/A

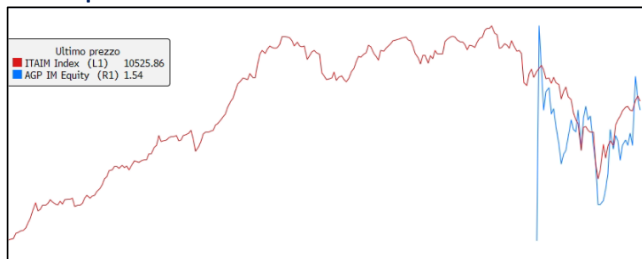
Stock Data	
Price	€ 1,54
Target price	€ 3,25
Upside/(Downside) potential	111,0%
Bloomberg Code	AGP IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 24,89
EV (€m)	€ 26,09
Free Float	26,56%
Share Outstanding	16.161.000
52-week high	€ 1,92
52-week low	€ 1,27
Average daily volumes (3m)	N/A

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	2,6	5,5	12,9	17,7
VoP	6,2	13,7	18,2	20,6
EBITDA	2,1	4,4	5,9	6,5
EBIT	2,1	3,9	5,3	5,8
Net Profit	1,2	2,7	3,7	4,0
EBITDA margin	34,5%	32,2%	32,4%	31,6%
EBIT margin	34,3%	28,8%	29,0%	28,1%
Net Profit margin	19,1%	19,9%	20,3%	19,7%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	12,2	5,9	4,4	4,0
EV/EBIT (x)	12,2	6,6	5,0	4,5
P/E (x)	21,0	9,2	6,7	6,2

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

### Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### FY21A Results

Il valore della produzione per l'esercizio FY21A è risultato pari a € 6,22 mln, in crescita rispetto ai € 5,75 mln del FY20A (+8,2%). L'EBITDA, pari a € 2,15 mln, registra un significativo aumento sia rispetto ai € 0,94 mln dell'esercizio FY20A (+128,3%), che rispetto ai valori stimati in precedenza, pari a € 1,85 mln (+ 16,0%). Il Net Income si attesta a € 1,19 mln, con una netta crescita pari al 247,4% rispetto al risultato del FY20A (€ 0,34 mln). La NFP è pari a € 1,20 mln, rispetto al dato del 31 dicembre 2020 pari a € 0,16 mln.

### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale del FY21A, confermiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 13,65 mln, con un EBITDA pari a € 4,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 32,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 25,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 41,61%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 8,35 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 33,4%), 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 € 56,9 mln. L'equity value di Altea Green Power utilizzando i market multiples risulta invece pari a € 48,1 mln (con uno sconto del 10%). Ne risulta un equity value medio pari a € 52,5 mln. Il target price è pari a € 3,25 (prev. € 2,60), rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25E</b>
Revenues	3,18	2,55	5,50	12,85	17,65	19,80
Work in Progress	2,55	3,24	8,15	5,25	2,90	5,20
Other Revenues	0,02	0,43	0,00	0,10	0,00	0,00
<b>Value of Production</b>	<b>5,75</b>	<b>6,22</b>	<b>13,65</b>	<b>18,20</b>	<b>20,55</b>	<b>25,00</b>
COGS	2,52	0,14	3,40	4,85	5,65	6,65
Services	1,28	2,76	4,45	5,80	6,50	7,90
Use of assets owned by others	0,06	0,08	0,10	0,15	0,15	0,15
Employees	0,29	0,51	0,70	0,75	0,85	0,90
Other Operating Expenses	0,65	0,58	0,60	0,75	0,90	1,05
<b>EBITDA</b>	<b>0,94</b>	<b>2,15</b>	<b>4,40</b>	<b>5,90</b>	<b>6,50</b>	<b>8,35</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>16,4%</i>	<i>34,5%</i>	<i>32,2%</i>	<i>32,4%</i>	<i>31,6%</i>	<i>33,4%</i>
D&A	0,00	0,01	0,47	0,63	0,73	0,88
<b>EBIT</b>	<b>0,94</b>	<b>2,13</b>	<b>3,94</b>	<b>5,27</b>	<b>5,77</b>	<b>7,47</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>16,3%</i>	<i>34,3%</i>	<i>28,8%</i>	<i>29,0%</i>	<i>28,1%</i>	<i>29,9%</i>
Financial Management	-0,40	-0,37	(0,02)	(0,03)	(0,03)	(0,04)
<b>EBT</b>	<b>0,53</b>	<b>1,76</b>	<b>3,92</b>	<b>5,24</b>	<b>5,74</b>	<b>7,43</b>
Taxes	0,19	0,57	1,20	1,55	1,70	2,15
<b>Net Income</b>	<b>0,34</b>	<b>1,19</b>	<b>2,72</b>	<b>3,69</b>	<b>4,04</b>	<b>5,28</b>

<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25E</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>
Account receivable	0,52	0,49	2,80	3,75	4,25	5,15
Work in Progress	3,79	6,90	16,10	21,30	24,25	29,45
Account payable	1,67	1,83	14,25	18,85	21,40	26,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>2,64</b>	<b>5,57</b>	<b>4,65</b>	<b>6,20</b>	<b>7,10</b>	<b>8,60</b>
Other receivable	2,87	2,30	4,15	5,45	6,20	7,50
Other payable	4,75	4,89	4,50	5,95	6,75	8,20
<b>Net Working Capital</b>	<b>0,75</b>	<b>2,98</b>	<b>4,30</b>	<b>5,70</b>	<b>6,55</b>	<b>7,90</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,06	0,06	0,15	0,20	0,25	0,35
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>0,95</b>	<b>3,18</b>	<b>5,70</b>	<b>7,00</b>	<b>7,70</b>	<b>8,70</b>
Share Capital	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Reserves	-0,15	0,19	5,78	8,49	12,18	16,22
Net Income	0,34	1,19	2,72	3,69	4,04	5,28
<b>Equity</b>	<b>0,79</b>	<b>1,98</b>	<b>9,09</b>	<b>12,78</b>	<b>16,82</b>	<b>22,10</b>
Cash & Cash Equivalent	0,37	0,00	4,54	7,28	10,82	15,50
Short Term Debt to Bank	0,53	1,20	1,15	1,50	1,70	2,10
M/L Term Debt to Bank	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>(3,39)</b>	<b>(5,78)</b>	<b>(9,12)</b>	<b>(13,40)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>0,95</b>	<b>3,18</b>	<b>5,70</b>	<b>7,00</b>	<b>7,70</b>	<b>8,70</b>

<b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25E</b>
<b>EBIT</b>	<b>0,94</b>	<b>2,13</b>	<b>3,94</b>	<b>5,27</b>	<b>5,77</b>	<b>7,47</b>
Taxes	0,19	0,57	1,20	1,55	1,70	2,15
<b>NOPAT</b>	<b>0,75</b>	<b>1,56</b>	<b>2,74</b>	<b>3,72</b>	<b>4,07</b>	<b>5,32</b>
D&A	0,00	0,01	0,47	0,63	0,73	0,88
Change in receivable	1,13	0,03	(2,31)	(0,95)	(0,50)	(0,90)
Change in Work in Progress	(2,20)	(3,12)	(9,20)	(5,20)	(2,95)	(5,20)
Change in payable	0,35	0,16	12,42	4,60	2,55	4,60
Change in others	0,58	0,71	-2,24	0,15	0,05	0,15
<i>Change in NWC</i>	<i>-0,15</i>	<i>-2,23</i>	<i>-1,32</i>	<i>-1,40</i>	<i>-0,85</i>	<i>-1,35</i>
Change in provisions	0,01	0,00	0,09	0,05	0,05	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>0,61</b>	<b>-0,65</b>	<b>1,97</b>	<b>3,00</b>	<b>4,00</b>	<b>4,95</b>
Capex	(0,2)	(0,0)	(1,8)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>0,38</b>	<b>(0,67)</b>	<b>0,21</b>	<b>2,42</b>	<b>3,37</b>	<b>4,32</b>
Financial Management	(0,40)	(0,37)	(0,02)	(0,03)	(0,03)	(0,04)
Change in Debt to Bank	0,27	0,67	(0,05)	0,35	0,20	0,40
<i>Change in Equity</i>	<i>(0,51)</i>	<i>0,00</i>	<i>4,40</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(0,25)</b>	<b>(0,37)</b>	<b>4,54</b>	<b>2,74</b>	<b>3,54</b>	<b>4,68</b>

Source: Integrae SIM estimates

## 1.1 FY21A Results

**Table 2 – Actual VS Estimates FY21A - FY21E**

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>FY21A</b>	<b>6,22</b>	<b>2,15</b>	<b>34,5%</b>	<b>2,13</b>	<b>1,19</b>	<b>1,2</b>
FY21E	6,05	1,85	30,6%	1,70	0,88	1,4
<i>Change</i>	<i>2,8%</i>	<i>16,0%</i>	<i>3,9%</i>	<i>25,4%</i>	<i>34,9%</i>	<i>N.A</i>

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Giovanni di Pascale, fondatore e CEO di Altea Green Power, commentando i risultati annuali, dichiara che: *“Siamo soddisfatti dei risultati ottenuti nel 2021. È stato un anno intenso, durante il quale si sono portati avanti numerosi progetti che riteniamo ci consentiranno un ulteriore sviluppo. Nel febbraio 2022, la Società è stata quotata al mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana; i proventi, come comunicato in fase di IPO, saranno utilizzati per proseguire lo sviluppo e la realizzazione di nuovi obiettivi nonché accelerare e potenziare la nostra crescita, soprattutto nel mercato statunitense. Inoltre, il miglioramento dei volumi e una marginalità cresciuta più che proporzionalmente, nonostante una situazione macroeconomica instabile, ci rendono orgogliosi e consapevoli di avere intrapreso la strada giusta e anche fiduciosi per i prossimi anni”.*

Il valore della produzione per l’esercizio FY21A è risultato pari a € 6,22 mln, in crescita rispetto ai € 5,75 mln del FY20A (+8,2%). Confrontati con i € 6,05 mln stimati nel nostro precedente report, il valore della produzione aumenta del 2,8% grazie alla sottoscrizione di contratti finalizzati al co-sviluppo di impianti eolici in Italia da realizzare nei prossimi anni.

L’EBITDA, pari a € 2,15 mln, registra un significativo aumento sia rispetto ai € 0,94 mln dell’esercizio FY20A (+128,3%), che rispetto ai valori stimati in precedenza, pari a € 1,85 mln (+ 16,0%). L’EBITDA *margin*, pari al 34,3%, registra una forte variazione positiva rispetto al 16,4% dello scorso anno, confermando una buona marginalità rispetto ai ricavi.

L’EBIT è pari a € 2,13 mln, rispetto ai € 0,94 mln del FY20A (+ 127,3%), corrispondente ad una crescita dell’EBIT *margin* da 16,3% a 34,3%.

Il Net Income si attesta a € 1,19 mln, con una netta crescita pari al 247,4% rispetto al risultato del FY20A (€ 0,34 mln).

La NFP è pari a € 1,2 mln, rispetto al dato del 31 dicembre 2020 pari a € 0,16 mln.

## 1.2 FY22E – FY25E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY25E**

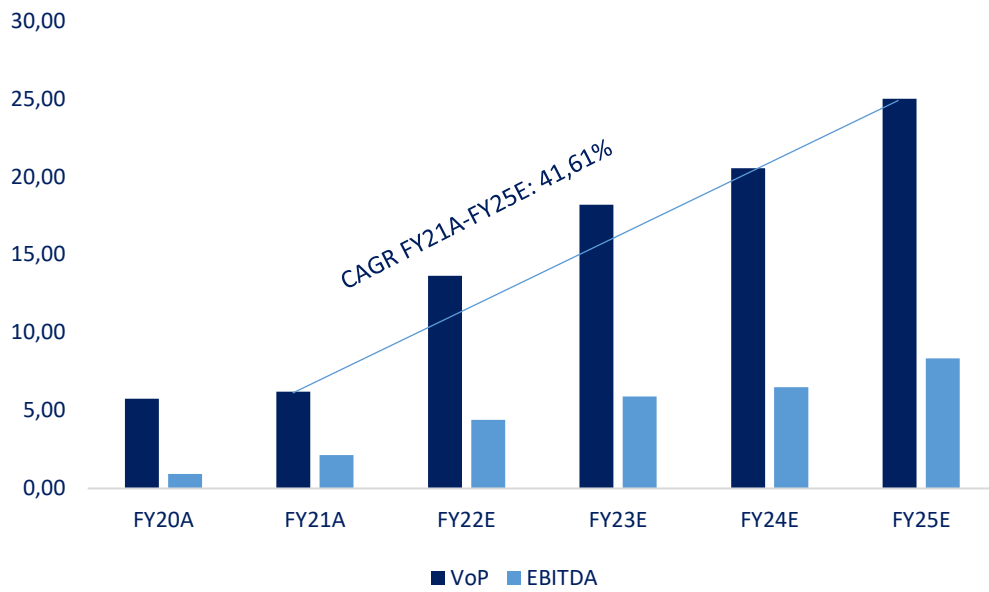
€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Revenues</b>				
New	5,5	12,9	17,7	19,8
Old	5,5	12,9	17,7	19,8
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA Adj.</b>				
New	4,4	5,9	6,5	8,4
Old	4,4	5,9	6,5	8,4
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA Adj. %</b>				
New	32,2%	32,4%	31,6%	33,4%
Old	32,2%	32,4%	31,6%	33,4%
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>				
New	3,9	5,3	5,8	7,5
Old	3,9	5,3	5,8	7,5
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Net Income</b>				
New	2,7	3,7	4,0	5,3
Old	2,7	3,7	4,0	5,3
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>NFP</b>				
New	(3,4)	(5,8)	(9,1)	(13,4)
Old	(3,1)	(5,5)	(8,8)	(13,1)
Change	N.A	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale del FY21A, confermiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

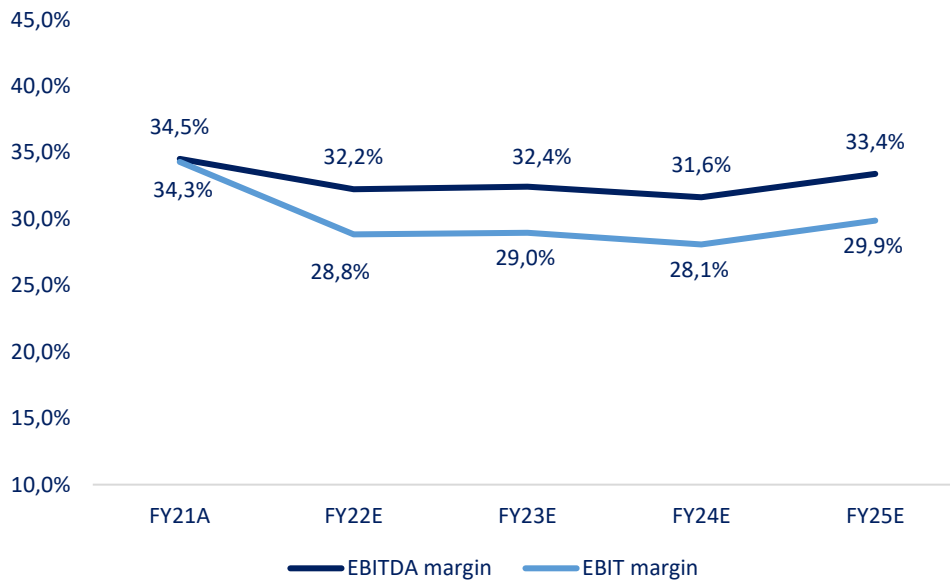
In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 13,65 mln, con un EBITDA pari a € 4,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 32,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 25,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 41,61%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 8,35 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 33,4%), in crescita rispetto a € 2,15 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 34,5%).

**Chart 1 – VoP and EBITDA FY20A- FY25E**



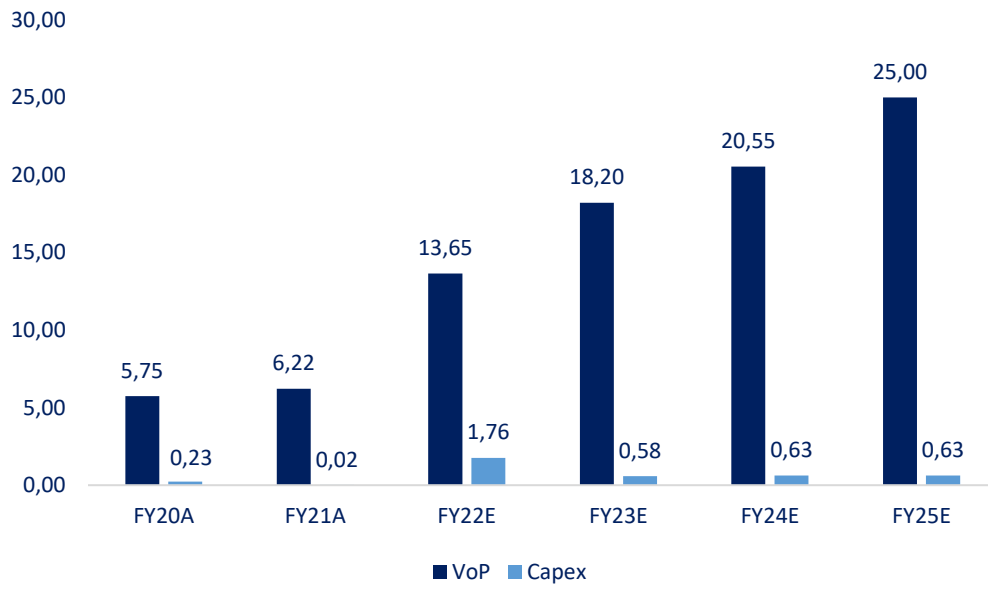
Source: Integrae SIM

**Chart 2 – Margin FY21A - FY25E**



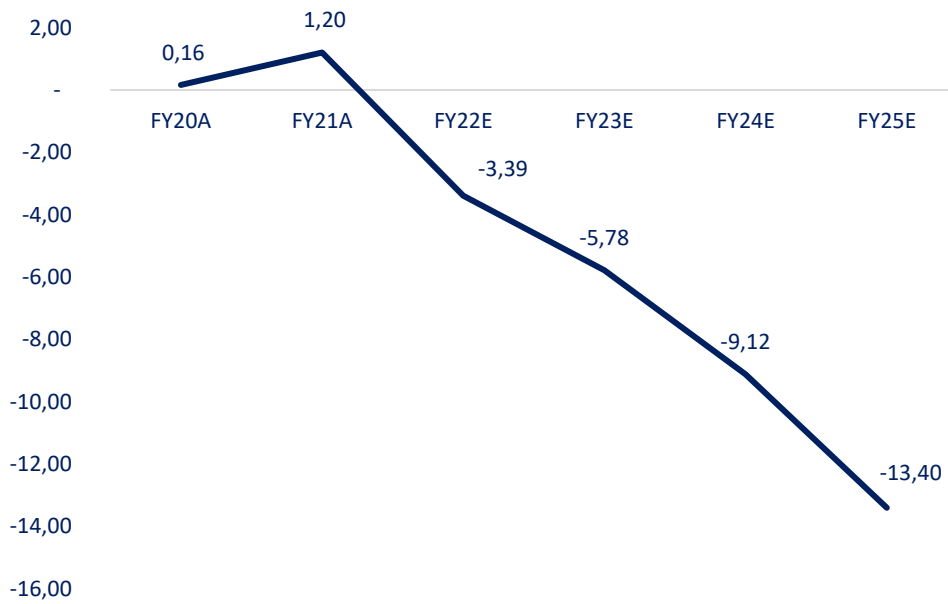
Source: Integrae SIM

**Chart 3 – Capex FY20A - FY25E**



Source: Integrae SIM

**Chart 4 – NFP FY20A - FY25E**



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		6,56%
Risk Free Rate	0,80% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,6
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	0,6
Ke	7,04% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,56%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		56,9
FCFO actualized	8,9	15%
TV actualized DCF	49,2	85%
<b>Enterprise Value</b>	<b>58,1</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 € 56,9 mln.

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

€/mln		WACC						
		5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
Growth Rate (g)	2,5%	120,7	100,5	86,0	75,1	66,6	59,7	54,1
	2,0%	102,3	87,5	76,4	67,7	60,7	55,0	50,3
	1,5%	89,0	77,7	68,9	61,8	56,0	51,1	47,0
	1,0%	79,1	70,1	62,8	56,9	52,0	47,8	44,2
	0,5%	71,3	63,9	57,9	52,9	48,6	44,9	41,8
	0,0%	65,0	58,9	53,8	49,4	45,7	42,5	39,6
	-0,5%	59,9	54,7	50,3	46,5	43,2	40,3	37,7

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market multiples

Il nostro *panel* di società *comparable* è formato da società operanti nello stesso settore di Altea.

**Table 7 – Market Multiples**

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Renergetica SpA</b>	12,0	10,1	9,2	13,1	10,7	9,7
<b>ESI SpA</b>	8,5	6,9	5,4	10,0	8,0	6,1
<b>Iniziativa Bresciane S.p.A.</b>	6,6	6,4	6,2	11,1	10,6	10,2
<b>Falck Renewables S.p.A.</b>	14,3	13,5	12,4	24,8	22,6	19,3
<b>Acea S.p.A.</b>	6,0	5,7	5,4	12,9	12,4	12,0
<b>Peer median</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>12,9</b>	<b>10,7</b>	<b>10,2</b>

Source: Infinancials

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	37,4	40,5	40,0
EV/EBIT	50,8	56,6	58,7
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	40,8	46,3	49,1
EV/EBIT	54,2	62,3	67,9
<b>Equity Value post 10% discount</b>			
EV/EBITDA	36,7	41,7	44,2
EV/EBIT	48,7	56,1	61,1
<b>Average</b>	<b>42,7</b>	<b>48,9</b>	<b>52,6</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Altea, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT relativamente al *panel* utilizzato, risulta essere pari a € 53,4 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 10%, in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che caratterizza il titolo Altea rispetto ai *comparable*; pertanto, **ne risulta un equity value pari a € 48,1 mln.**



## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>52,5</b>
Equity Value DCF (€/mln)	56,9
Equity Value multiples (€/mln)	48,1
<b>Target Price (€)</b>	<b>3,25</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 52,5 mln. Il **target price** è quindi di € 3,25 (prev. € 2,60). Confermiamo il nostro rating BUY, rischio MEDIUM.

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

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	12,2x	9,1x	8,3x	6,4x
EV/EBIT	13,6x	10,2x	9,3x	7,2x

Source: Integrae SIM

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

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	5,9x	4,4x	4,0x	3,1x
EV/EBIT	6,6x	5,0x	4,5x	3,5x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018**

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are 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
04/02/2022	1,54	Buy	2,60	Medium	Initiation of Coverage

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 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.integraAlteam.it](http://www.integraAlteam.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 INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE 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. 16190 of 29.10.2007, 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 INTEGRAE 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 Altea S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Altea S.p.A.
- In the IPO phase, it played the role of Global Coordinator.