

Altea Green Power	Italy	Euronext Growth Milan	Renewables
Rating: BUY	Target Price: € 2,60	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE Italia Growth	N/A	N/A	N/A	N/A
to Euronext STAR Milan	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

Stock Data	
Price	€ 1,54
Target price	€ 2,60
Upside/(Downside) potential	68,6%
Bloomberg Code	AGP IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 28,95
EV (€m)	€ 30,33
Free Float (Greenshoe Excluded)	23,40%
Share Outstanding (Greenshoe Excluded)	18.799.200
52-week high	€ 1,94
52-week low	€ 1,54
IPO Price (01/02/2022)	€ 1,20

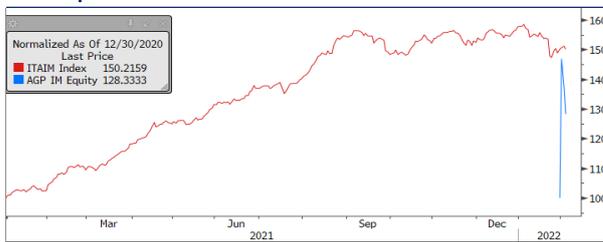
Key Financials (€m)	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	1,9	5,5	12,9	17,7
VoP	6,1	13,7	18,2	20,6
EBITDA	1,9	4,4	5,9	6,5
EBIT	1,7	3,9	5,3	5,8
Net Profit	0,9	2,7	3,7	4,0
EBITDA margin	30,6%	32,2%	32,4%	31,6%
EBIT margin	28,1%	28,8%	29,0%	28,1%
Net Profit margin	14,5%	19,9%	20,3%	19,7%

Main Ratios	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	16,4	6,9	5,1	4,7
EV/EBIT (x)	17,8	7,7	5,8	5,3
P/E (x)	32,9	10,7	7,8	7,2

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Company Overview

Altea Green Power A.G.P S.p.A., costituita nel 2008 da Giovanni di Pascale (CEO), 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, biomasse ed interventi volti al miglioramento dell'efficienza energetica. La Società 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 focus si è recentemente concentrato verso progetti di Co-Sviluppo, ossia nello svolgimento di tutte le procedure amministrative volte ad ottenere la cantierabilità per la realizzazione di grandi impianti energetici rinnovabili, che verranno poi costruiti e gestiti da soggetti terzi. Complessivamente, la Società opera attraverso tre Business Unit: Co-sviluppo, EPC ed Efficiamento Energetico.

Market

Altea attraverso le sue tre Business Unit, opera sui mercati delle energie rinnovabili e dell'efficienza energetica. Globalmente, il mercato delle rinnovabili contava nel 2010 un valore pari a 214 GW installati tra fotovoltaico ed eolico. Nel 2019 il mercato è cresciuto di 979 GW, attestandosi ad un valore pari a 1.193 GW. Entro il 2040 si prevede l'installazione di 5.306 GW (con una crescita pari a 4.113 GW in più rispetto al 2019). Storicamente il mercato dell'efficienza energetica presentava tassi di crescita promettenti anche grazie a nuovi incentivi introdotti a livello centrale. Il mercato italiano dell'efficienza energetica ha visto una continua crescita sugli investimenti effettuati dai € 2,2 mld del 2016 fino ai € 2,6 mld del 2019. Dopo la contrazione dovuta al Covid-19, gli investimenti sono previsti in forte aumento fino a superare i € 2,7 mld annui nel 2023.

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 anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a €52,3 mln. L'equity value di Altea utilizzando i market multiples risulta essere pari a €45,3 mln (inclusendo un discount pari al 10%). **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 48,8 mln. Il target price è di € 2,60, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia della Società	4
1.3	Azionisti e Struttura del Gruppo	5
1.4	Corporate Governance	6
1.5	Key People	7
1.6	Autorizzazioni e Certificazioni	8
2.	Business Model	9
2.1	Industry Segmentation	9
2.2	Value Proposition	10
2.3	Model	10
2.3.1	Co-Sviluppo	10
2.3.2	EPC	12
2.3.3	Efficientamento Energetico	13
2.4	Value Chain	14
2.5	Portafoglio Prodotti e Servizi	15
2.5.1	Servizi alle aziende	15
2.5.2	Servizi ai Privati	17
2.6	R&D	18
2.7	Clienti e Fornitori	19
2.7.1	Clienti	19
2.7.2	Fornitori	21
3.	Mercato	23
3.1	Mercato delle energie rinnovabili	23
3.2	Mercato dell'efficienza energetica	27
4.	Posizionamento competitivo	28
4.1	S.W.O.T. Analysis	30
5.	Economics & Financials	31
5.1	FY20A Results	32
5.2	FY21E - FY25E Estimates	34
5.3	Use of Proceeds	37
6.	Valuation	38
6.1	DCF Method	38
6.2	Market Multiples	40
6.2.1	Composizione del Panel	40
6.2.2	Multiples Method	42
7.	Equity Value	43

1. Company Overview

1.1 L'attività

Altea Green Power A.G.P S.p.A. ("AGP" o "Altea"), costituita nel 2008 da Giovanni di Pascale (CEO), è una società che offre servizi nell'ambito dell'acquisizione di siti idonei, progettazione, realizzazione, manutenzione e gestione di impianti fotovoltaici, eolici, sistemi di cogenerazione ed interventi volti al miglioramento dell'efficienza energetica. La Società, con sede a Rivoli (TO), opera nel mercato dell'energia da più di dieci anni, grazie alla sua capacità di adattarsi ad un mercato e ad un contesto normativo in continua evoluzione. Il business iniziale, infatti, consisteva nella realizzazione "chiavi in mano" di piccoli impianti fotovoltaici, oltre all'attività di *trading* e *reselling* energetico, che è stata poi cessata a causa dell'elevata rischiosità e del basso contributo in termini di redditività. Il focus si è recentemente concentrato 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. Complessivamente, la Società opera attraverso tre *Business Unit*:

- **Co-Sviluppo**: si sostanzia nella ricerca di siti idonei alla costruzione di impianti fotovoltaici o parchi eolici e dell'acquisizione di autorizzazioni e permessi necessari alla cantierabilità del sito, che solitamente confluiscono in una SPV di progetto;
- **Engineering, Procurement & Construction¹ o EPC**: attività di studio, progettazione e realizzazione di impianti eolici e fotovoltaici di medie dimensioni (circa 1MW nell'eolico e da 40kW a 1MW circa nel fotovoltaico). A tale attività, offerta prevalentemente ad investitori qualificati, la società ha recentemente affiancato l'attività di realizzazione di interventi sia di installazione e riqualificazione di piccoli impianti energetici rinnovabili che di miglioramento dell'efficienza energetica, rivolta alle PMI e agli operatori industriali;
- **Efficientamento Energetico**: consiste nell'installazione di pannelli solari, cambio degli infissi, sostituzione delle caldaie e altri servizi affini nelle abitazioni e nei complessi condominiali. Diversamente dall'EPC, questa attività si rivolge prevalentemente a clientela retail.

L'ultima attività nasce solo recentemente, come affiancamento alle due BU principali, sulla scia dei bonus fiscali che hanno determinato un'esplosione della domanda di opere di ristrutturazione.

Chart 1 - Examples of photovoltaic and wind power plants

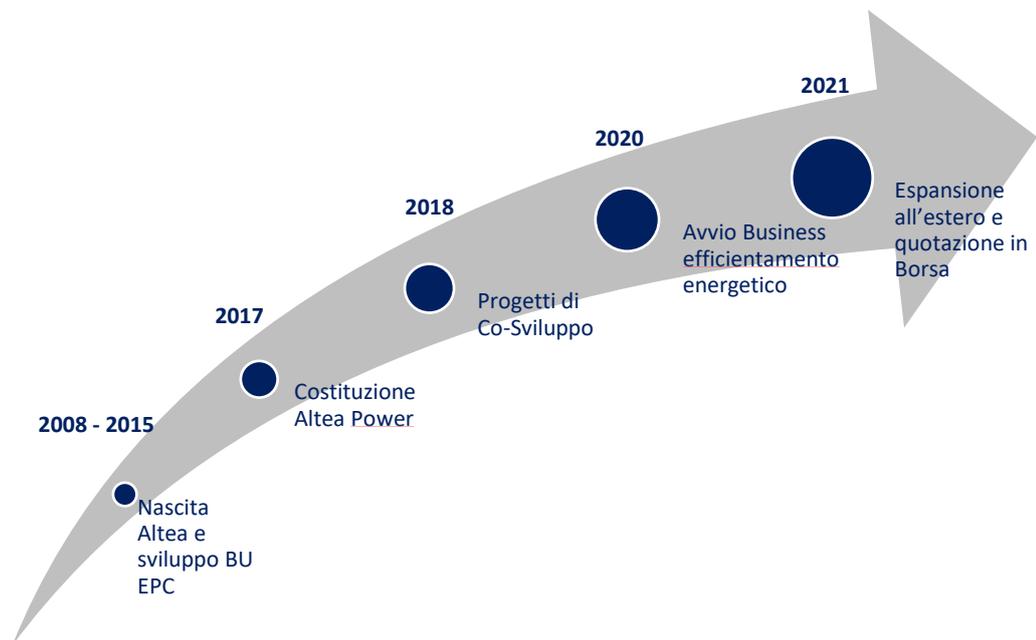


Source: Altea

¹ Accordo per il quale il fornitore svolge sia servizi di ingegneria che di approvvigionamento materiali che di realizzazione dell'opera.

1.2 Storia della Società

Chart 2 – Company Story



Source: Altea

- Nel 2008 nasce Altea, che diventa operativa solamente l'anno successivo. Nel 2012 l'attività è focalizzata nel settore dell'energia rinnovabile, tramite l'offerta di servizi EPC chiavi in mano per la realizzazione e gestione di piccoli impianti fotovoltaici dalla massima efficienza. Nel 2014 l'offerta inizia ad espandersi in nuovi mercati, per sfruttare nuove opportunità di business, includendo anche gli impianti eolici. Nel 2015, Altea ottiene le certificazioni UNI EN ISO 9001-2008 e UNI CEI 11352:2014. L'anno successivo cambia natura giuridica passando da S.r.l. a SpA;
- Nel 2017, vengono raggiunti ambiziosi obiettivi di fatturato e firmate importanti commesse nel settore eolico. La Società, in un'ottica di diversificazione, costituisce Altea Power, società operante come *reseller* di energia elettrica e gas;
- Nel 2018, il *core business* si sposta verso i progetti di Co-Sviluppo;
- Nel 2020, il business legato al *reselling* viene considerato come non strategico e quindi cessato. Altea avvia inoltre il business legato all'efficientamento energetico;
- Nel 2021, Altea inizia a sviluppare il business in mercati esteri, sviluppando nuove opportunità negli USA. Si avvia il processo di quotazione per reperire le risorse necessarie a sostenere i piani strategici di sviluppo. Avviene il cambio di denominazione sociale da Altea Energia S.p.A. ad Altea Green Power S.p.A. (AGP).

1.3 Azionisti e Struttura del Gruppo

Table 1 – Shareholders

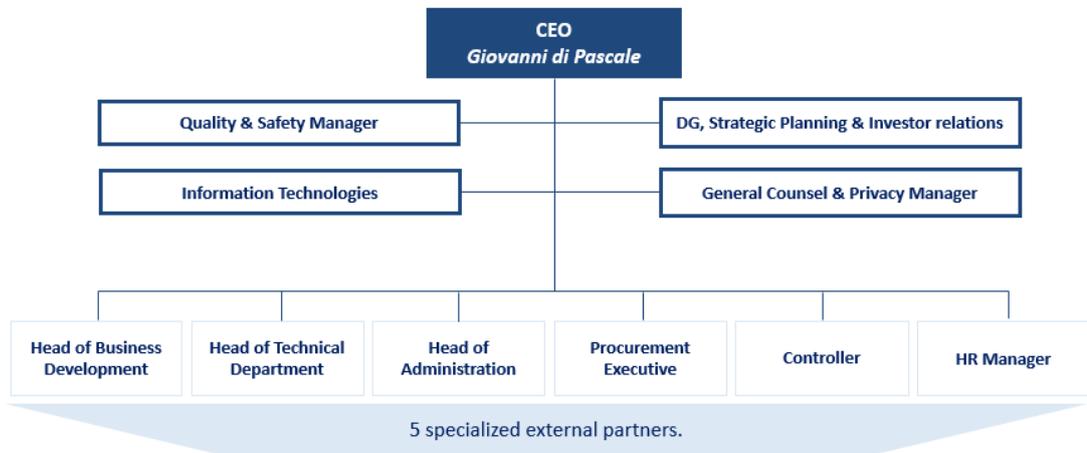
Azionisti	Quota di Partecipazione
Giovanni di Pascale	69,71%
Cecilia Martucci	6,89%
Mercato	23,40%

Source: Altea

Altea Green Power AGP S.p.A. è attualmente controllata al 69,71% dal socio di maggioranza, presidente e CEO Giovanni di Pascale, per il 6,89% da Cecilia Martucci e per il restante 23,40% dal mercato. AGP controlla attualmente 12 *Special Purpose Vehicle* (SPV), che sono strumentali alle attività della *Business Unit* Co-Sviluppo.

1.4 Corporate Governance

Chart 3 - Organization



Source: Altea

La struttura organizzativa di AGP è gestita in modo da mantenersi flessibile, avvalendosi anche di collaboratori esterni legati alla Società da un rapporto di fiducia. Ad oggi AGP conta 18 risorse *full time equivalent* (FTE).

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 5 membri:

- Giovanni di Pascale è Presidente e CEO;
- Cecilia Martucci è Consigliere;
- Luca de Zen ricopre il ruolo di Consigliere;
- Marco Di Miceli ricopre il ruolo di Consigliere Indipendente;
- Laura Guazzoni ricopre il ruolo di Consigliere Indipendente.

Il Collegio Sindacale è invece composto da tre sindaci effettivi e due sindaci supplenti, e rimarrà in carica fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2023:

- Fabrizio Morra è presidente del Collegio Sindacale;
- Franco Cattaneo e Rosa Chirico ricoprono il ruolo di sindaci;
- Jolanda Fumia e Roberto Nicola ricoprono il ruolo di sindaci supplenti.

1.5 Key People

Giovanni di Pascale - Fondatore e CEO

Diplomato in ragioneria, sviluppa dal 2000 fino al 2009 attività nel settore turistico-alberghiero, consolidando la crescita anche grazie alle olimpiadi invernali di Torino. Fonda Altea nel 2008, iniziando l'attività di realizzazione degli impianti fotovoltaici e *reselling* di energia. Nel 2010 diversifica con la realizzazione di impianti anche eolici di piccola taglia.

Salvatore Guarino - *General Manager* e CFO

Esperienza trentennale nell'area AFC presso aziende primarie multinazionali del settore energetico, petrolifero e farmaceutico, dove ha gestito grandi *asset* e progetti di investimento pluriennali. Dal 2005 al 2009 è CFO di Erg Power & Gas, dove ha seguito progetti di investimento in *Project Financing* per oltre 1 miliardo di dollari. Ha partecipato al progetto di quotazione in borsa del gruppo ERG. Dal 2012 al 2015 è stato Direttore Generale Italia di FCC Aqualia, società *multiutility* e terzo operatore mondiale nel settore delle acque. Dal 2018 collabora con Altea, dove nel 2021 ha assunto la carica di Direttore Generale con ruolo di CFO *ad interim*.

Roberta Malandrino - *Head of Business Development*

Laureata in Ingegneria Ambientale presso il Politecnico di Torino. Dal 2009 al 2011 ha seguito le attività di *scouting* ed autorizzazione di nuovi siti energetici in Asja Ambiente, occupandosi anche della parte progettuale e di reportistica di stato avanzamento progetto. Dal 2011 al 2018 è stata *Business Development manager* di RWE Italia, sviluppando una *pipeline* di 40 progetti eolici. Dal 2020 è entrata a far parte del team Altea, occupandosi del coordinamento dello sviluppo di progetti eolici e fotovoltaici.

Lorenzo Rubino - *Head of Technical Department*

Laureato in ingegneria energetica nucleare, vanta un master di II livello presso il Politecnico di Losanna, in Svizzera. Matura importanti esperienze sin dal 2011 per quanto riguarda progetti legati alle energie rinnovabili; dal 2016 è il responsabile dell'ufficio tecnico di Altea dove svolge mansioni di *project manager* e direttore dei lavori per progetti fotovoltaici ed eolici; dal 2015 è anche capo editore e *social manager* di Energy Close-Up Engineering presso il quale ha pubblicato più di 250 articoli.

1.6 Autorizzazioni e Certificazioni

Nell'attività di progettazione ed installazione di impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili, Altea Green Power S.p.A. opera con una politica operativa integrata conforme alle normative UNE EN ISO 9001 e UNI CEI 11352. Altea ha ottenuto, inoltre, l'autorizzazione a poter operare come **Energy Service Company (ESCO)**, certificazione necessaria per poter effettuare interventi finalizzati a migliorare l'efficienza energetica, assumendo il rischio dell'iniziativa e liberando il cliente da oneri organizzativi e di investimento.

AGP vanta anche la certificazione UNI CEI11339:2009, ottenuta nel 2020 e propedeutica all'attività di efficientamento energetico. Grazie a questa certificazione, Lorenzo Rubino è riconosciuto come esperto nella gestione dell'energia ed è abilitato ad effettuare diagnosi per l'efficienza energetica sia a livello industriale che civile. La Società sta inoltre sviluppando la certificazione SOA per partecipare alle gare di appalto e la certificazione 231 per il contenimento di eventuali reati aziendali.

2. Business Model

2.1 Industry Segmentation

Il settore delle energie rinnovabili, con particolare riferimento alla realizzazione degli impianti e conseguente gestione dell'energia generata, si può suddividere in quattro segmenti principali:

- **Sviluppo delle autorizzazioni:** la prima fase è quella giuridico-amministrativa, che consiste nell'ottenimento di tutte le autorizzazioni necessarie alla cantierabilità del sito ed allo svolgimento dei lavori. Questa attività può essere svolta da piccoli studi tecnici locali, da società strutturate indipendenti oppure dagli studi tecnici interni delle grandi *utility* nazionali. I committenti di Altea sono generalmente grandi operatori energetici esteri, che hanno bisogno del supporto di soggetti con una forte conoscenza del territorio e del suo quadro normativo;
- **EPC:** si tratta di un mercato molto livellato, con offerta equiparabile tra tutti gli operatori. Il vantaggio competitivo di Altea è quello di godere di un ridotto costo di struttura, il che le consente di selezionare solo progetti che garantiscono una redditività elevata, al contrario di società verticalizzate che sostengono elevati costi fissi;
- **Asset/Plant Management²:** attività svolta da grandi operatori con sufficiente copertura finanziaria. Queste società infrastrutturali possono essere le stesse che commissionano lo sviluppo delle autorizzazioni e la successiva realizzazione dell'impianto;
- **Trading/reselling energetico:** generalmente si tratta di un servizio svolto dalle *utility*, che si sono organizzate con elevate dotazioni finanziarie per coprire le garanzie richieste del mercato. Il trend attuale mostra l'interesse da parte delle *utility* di sviluppare e detenere propri parchi energetici per la generazione e cessione di energia prodotta da fonti rinnovabili.

Le prime due fasi riguardano la realizzazione impiantistica, mentre le ultime due sono strettamente connesse alla gestione dell'energia. Altea operava inizialmente anche nella fase del *reselling* energetico, attraverso la controllata Altea Power SpA; in seguito alla cessazione di quest'ultima, avvenuta nel 2020, si focalizza solamente sulle prime due. La Società ha la possibilità di svolgere localmente le attività di sviluppo, di ottenimento delle autorizzazioni e di ricerca dei siti idonei, avvalendosi del supporto di uffici tecnici specializzati e professionisti esterni che la supportano nella loro individuazione.

Il posizionamento attuale riflette le caratteristiche di Altea: data la sua piccola dimensione, concentrarsi sul segmento Co-Sviluppo consente di minimizzare il rischio di business, ottimizzando al tempo stesso il rendimento atteso. Per quanto riguarda invece l'EPC, nonostante l'alto tasso di concorrenza, Altea può sfruttare la difficoltà dei grandi player di entrare nelle prime due fasi del processo, posizionandosi come contatto diretto con il territorio per svolgere lo *scouting* dei siti e altre attività prettamente consulenziali, che non comportano nessun tipo di rischio a livello operativo.

² attività di gestione, manutenzione e analisi di dati degli impianti col fine di migliorare la gestione e l'efficienza degli stessi.

La Società, inoltre, intende integrarsi a valle per fornire un servizio più completo, sfruttando le sinergie tra le varie fasi del processo e iniziare a muoversi nell'area della costruzione e detenzione nel proprio portafoglio di impianti di piccola e grande dimensione.

2.2 Value Proposition

Altea Green Power S.p.A. ha maturato, nel corso della propria esperienza nel settore delle energie rinnovabili, capacità e competenze distintive nelle attività sia di Co-Sviluppo che di EPC, anche e soprattutto grazie al consolidamento delle relazioni operative con i suoi interlocutori, rappresentati da primari operatori energetici di elevata dimensione e *standing*. Tramite il suo business, la Società è in grado di soddisfare la domanda dei propri clienti, grazie alle seguenti linee guida strategiche:

- **Competenze e know-how** nell'individuazione delle aree per lo sviluppo di impianti di energia rinnovabile, acquisite grazie allo stretto rapporto professionale e collaborativo con una rete estesa di specialisti in tutto il territorio;
- **Conoscenza approfondita delle normative** e dei processi amministrativi per l'ottenimento delle autorizzazioni;
- **Affidabilità** nell'esecuzione dei lavori in qualità di *co-developer* ed *EPC contractor*, con particolare celerità nelle fasi autorizzative e di studio tecnico e di fattibilità;
- **Copertura capillare del territorio**: Altea, grazie alla propria rete di collaboratori, è in grado di erogare i propri servizi in modo capillare su tutto il territorio italiano, con particolare riferimento al Piemonte e a Puglia, Basilicata e Molise.

2.3 Model

All'interno del modello di business, la Società opera mediante tre distinte *Business Unit*:

- **Co-Sviluppo;**
- **EPC;**
- **Efficientamento Energetico.**

2.3.1 Co-Sviluppo

La *Business Unit* è stata nell'ultimo esercizio, chiuso al 31/12/2020, la più redditizia della Società, con un contributo del 72,4% alla formazione del fatturato, con un valore di € 2,57 mln. Per lo svolgimento delle attività di Co-Sviluppo la Società offre eccellenza operativa nella gestione patrimoniale e consulenza, fornendo una gamma completa ed integrata di servizi tecnici ed amministrativi attraverso una consolidata reputazione di affidabilità, rapidità e flessibilità nell'esecuzione delle prestazioni.

Una volta ottenuto il mandato dall'investitore istituzionale, Altea opera in qualità di co-sviluppatore e *system integrator*, iniziando la sua attività di *scouting* per l'individuazione dei siti adeguati, anche con il supporto della sua rete, e degli studi di fattibilità e progettazione tecnica.

In particolare, offre le seguenti soluzioni:

- Supporto alla realizzazione di grandi impianti;
- Ricerca per i clienti di siti compatibili allo sviluppo del progetto;
- Gestione dei rapporti con la controparte;
- Due-Diligence tecnica sugli impianti;
- Sviluppo delle autorizzazioni;
- Assistenza tecnica, progettuale e amministrativa legata alle fasi di presentazione delle pratiche autorizzative.

L'attività di Co-Sviluppo avviene tramite la costituzione di *Special Purpose Vehicles* (SPV), veicoli societari appositamente create e all'interno delle quali confluiscano, al termine delle prime fasi, tutti i diritti amministrativi e i permessi ottenuti per la cantierabilità e la realizzazione del parco energetico rinnovabile. Dal punto di vista operativo, vi sono due modalità di prestazione del servizio:

1. Il cliente, che stipula il contratto con Altea per il Co-Sviluppo dei parchi energetici, costituisce una SPV apposita per lo specifico progetto; sarà questa ad interloquire con Altea, che emette fatture a seconda degli stati di avanzamento lavori ed eventuali rimborsi spese, definiti contrattualmente. Questa è la modalità più comune riscontrata;
2. La società cliente chiede ad Altea di costituire una SPV di progetto (che quindi rimarrà di proprietà di Altea). In seguito, in funzione di stati di avanzamento lavori contrattualizzati, il cliente effettua dei pagamenti in favore di Altea (contabilizzati tra gli anticipi), con i quali la Società finanzia la SPV sotto forma di finanziamento soci. La SPV avrà quindi le risorse per sostenere i costi operativi procedendo allo svolgimento delle attività necessarie. Inoltre, al raggiungimento di determinate *milestone* definite contrattualmente, la Società ha diritto a dei corrispettivi durante lo stato di avanzamento lavori, che danno luogo all'emissione di nuove fatture. Al termine del contratto, quando si sarà completato l'iter autorizzativo (*Ready to Build*), la SPV verrà ceduta al cliente.

La differenza tra le due alternative sta quindi nella proprietà della SPV, che nel primo caso è direttamente fondata e detenuta dal cliente, nel secondo viene creata da Altea per essere ceduta in seguito. Questo tipo di gestione consente di tenere traccia di tutti i costi sostenuti nel periodo, con particolare riferimento allo specifico progetto, in modo da poter rifatturare le spese e avviare un passaggio di consegne immediato.

Con riferimento a questa BU, la Società utilizza una rete di collaboratori, che si avvale sia di risorse interne che di partner esterni. Le risorse interne sono in particolare due dipendenti, localizzati nel sud Italia. Questi seguono sul campo tutto l'iter autorizzativo, svolgendo attività di coordinamento della rete esterna e collaborando alla ricerca dei siti, oltre alla pre-valutazione della fattibilità dell'operazione. I partner esterni, invece, contano 5 professionisti legati alla Società da contratti provvigionali di lungo periodo, quindi remunerati sia in base all'acquisizione del sito, sia nel corso di tutto il processo autorizzativo. Per questo tipo di collaboratori i mandati offerti da Altea sono più ampi rispetto a quelli standard, in quanto comprendono sistemi incentivanti personalizzati, finalizzati a favorire la fidelizzazione della rete.

2.3.2 EPC

Per contratto EPC (*Engineering, Procurement & Construction*) si intende un accordo di fornitura per il quale il fornitore svolge sia servizi di ingegneria che di approvvigionamento materiali che di realizzazione dell'opera in relazione ad impianti eolici e fotovoltaici di medie dimensioni. In questo particolare segmento di mercato Altea si concentra su impianti di medie dimensioni nell'ambito fotovoltaico (40kW<P<1MW) e di medie-grandi dimensioni nell'ambito eolico (generalmente impianti da 1MW). In ambito fotovoltaico la società si rivolge ad investitori qualificati e, più recentemente anche a PMI o clienti industriali. Nel caso invece dell'eolico i clienti principali sono investitori qualificati, spesso esteri.

Alcuni esempi di impianti realizzati sono:

- Fotovoltaico a terra o su tetto;
- Eolico a terra;

Questa BU ha contribuito per circa il 27,6% del fatturato al 2020, generando ricavi per € 0,98 mln, con un'attività principalmente concentrata sull'offerta di soluzioni chiavi in mano per la realizzazione di piccoli e medi impianti, oltre al miglioramento delle classi energetiche di consumo per i clienti PMI o industriali.

L'elemento distintivo è rappresentato anche in questo caso dall'affidabilità e dalla velocità di esecuzione delle attività di progettazione ed autorizzazione dei processi, ed è un vantaggio non da poco per Altea aver costruito una reputazione che le permette di intercettare la crescente domanda di mercato, garantendo tempi di realizzo brevi, a prezzi contenuti. Il prezzo si forma infatti su di un mercato competitivo seppur caratterizzato da marginalità più interessanti rispetto a quelle relative all'EPC per grandi impianti.

2.3.3 Efficiamento Energetico

La BU Efficiamento Energetico è stata da poco introdotta tra le attività della Società, non contribuendo pertanto al fatturato del FY20A, e riguarda la gestione degli interventi per il miglioramento delle classi energetiche di consumo. Si tratta di un servizio molto simile a quello offerto dalla BU EPC in relazione alla realizzazione di impianti fotovoltaici per clienti industriali, con la differenza che il target di clientela è rappresentato in questo caso da abitazioni, residenze private e complessi condominiali, mentre per l'EPC è utilizzato maggiormente un modello B2B rivolto alle PMI e agli operatori industriali. Nella pratica, gli interventi si sostanziano in attività di installazione di pannelli solari, cambio degli infissi e sostituzione delle caldaie e altri interventi rivolti a infrastrutture per le ricariche delle auto elettriche o, più in generale, per il risparmio energetico.

La Società sfrutta la propria esperienza per realizzare in maniera molto efficiente le fasi di studio tecnico e di autorizzazioni, esternalizzando la costruzione vera e propria dell'impianto. In particolare, viene fornito un insieme di servizi integrati che comprende:

- Diagnosi energetica: fondamentale per identificare con precisione i possibili risparmi energetici realizzabili, a cui è collegato il canone del servizio. A questo proposito Altea richiede i consumi prima dell'intervento, per definire la baseline di riferimento, individuare i fattori di aggiustamento e adattare la struttura a modiche annuali dell'impiego degli edifici;
- Realizzazione e gestione dell'intervento necessario per il risparmio energetico;
- Eventuale finanziamento dell'intervento, che viene remunerato generalmente a €/kWh.

La fortissima crescita della domanda è trainata dai recenti incentivi fiscali, che consentono al cliente finale di usufruire degli interventi di efficientamento minimizzando la spesa sostenuta direttamente:

- Superbonus 110%;
- Eco-bonus 65%;
- Sisma-bonus 85%;
- Bonus ristrutturazioni 50%;
- Bonus facciate 90%.

È proprio l'introduzione di queste agevolazioni che ha spinto Altea ad offrire servizi anche alla clientela *retail*, che era in precedenza coperta in maniera marginale. Le modalità di erogazione restano comunque simili: il primo step dell'attività è anche in questo caso la valutazione preliminare delle opportunità, con annessa preventivazione al cliente delle possibili soluzioni implementabili e successiva contrattualizzazione. L'esecuzione e il collaudo dei sistemi di efficientamento viene affidata a fornitori esterni di servizi edili e di installazione, il che rende la BU basata sul modello di *General Contractor*: Altea funge da collettore tra il cliente finale e le società di installazione, che svolgono in loco le attività operative, ed effettua poi gli studi tecnici interni per verificare la fattibilità nonché la marginalità degli interventi.

2.4 Value Chain

Chart 4 – Value Chain Joint Development



Source: Altea

Le attività della Società con riferimento alla BU Co-Sviluppo possono essere riassunte in queste cinque fasi:

- **Individuazione opportunità:** la ricerca è compiuta dai dipendenti diretti e dalla rete di collaboratori esterni. Altea, infatti, effettua anche attività di *scouting* di siti idonei in proprio. Invece, Altea non si occupa propriamente dello *scouting* di nuovi clienti in quanto sono gli stessi clienti a contattarla valutando l'avvio di un rapporto duraturo;
- **Contratto con committente:** A seconda del tipo di progetto e del tipo di impianto che si vorrà realizzare riflessi poi nei modelli contrattuali. Si definisce in questa fase se sarà la Società o il cliente a fondare la SPV; grazie alla figura di un legale interno Altea riesce ad essere efficace nella definizione di contratti vantaggiosi;
- **Acquisizione delle autorizzazioni:** può essere seguita da personale interno o esterno;
- **Permitting:** richiesta di svolgimento dell'attività e interlocuzione con le autorità locali, può essere svolta tra personale interno o esterno;
- **Cessione finale:** le SPV in cui sono stati conferiti i diritti e le autorizzazioni sono cedute al committente sulla base delle condizioni contrattuali definite.

Chart 5 – Value Chain EPC



Source: Altea

Con riferimento alle BU EPC ed Efficientamento Energetico, accomunate per effetto della similarità delle attività svolte, si possono individuare cinque fasi principali:

- **Fase commerciale su nuove opportunità:** Altea si avvale della collaborazione di agenti locali sparsi sul territorio in modo da intercettare l'elevata richiesta di interventi di efficientamento;
- **Sviluppo dell'offerta:** l'ufficio tecnico interno, eventualmente con il supporto di altri fornitori, effettua uno studio di fattibilità in modo da anticipare tempi e costi della commessa;
- **Progettazione e dettaglio autorizzazioni:** fase prettamente tecnica di ingegneria di progettazione, svolta dall'ufficio tecnico. In questa fase risiede il vantaggio competitivo di Altea, che riesce a garantire una celerità elevata;
- **Acquisti:** svolta internamente, fa riferimento ad attrezzature e materiali necessari;
- **Esecuzione e Collaudo:** attività messa in *outsourcing* per mantenere flessibile la struttura interna.

2.5 Portafoglio Prodotti e Servizi

Per le *Business Unit* EPC ed Efficientamento Energetico, la Società si è specializzata nella realizzazione di interventi mirati all'efficientamento dei consumi energetici, con particolare riferimento a:

- Servizi alle aziende e realizzazioni di grandi impianti;
- Servizi ai privati.

2.5.1 Servizi alle aziende

Impianti eolici

Altea progetta, realizza e gestisce impianti eolici. La presenza capillare sul territorio, unita al profilo qualificato dei tecnici, permette di operare con le sinergie necessarie alla gestione di questi progetti; Altea funge da EPC *contractor* di impianti eolici generalmente con potenza pari o superiore a 1MW.

Impianti fotovoltaici

L'installazione di piccoli e medi impianti per la produzione di energia fotovoltaica rappresenta una delle attività principali nel campo sia dell'EPC che dell'Efficientamento Energetico, in quanto è la soluzione che meglio permette di ridurre i consumi energetici contribuendo anche ad accrescere il valore commerciale degli edifici aziendali su cui sono installati. Altea offre da sempre preventivi gratuiti per impianti dimensionati a seconda delle esigenze, svolgendo tutte le fasi del processo:

- Ricerca di bandi regionali o sfruttamento di incentivi fiscali per finanziare l'intervento per conto del cliente; Altea offre anche la possibilità di accedere a finanziamenti in *leasing* o noleggio operativo;
- Sviluppo delle autorizzazioni e delle pratiche necessarie ad avviare la progettazione e l'installazione dell'impianto;
- Installazione dei pannelli: Altea si occupa di tutte le fasi di installazione dell'impianto fotovoltaico, ma ha anche la possibilità di rivolgersi a soggetti terzi per realizzazione e collaudo;
- Assistenza tecnica e commerciale per tutta la vita dell'impianto.

Questo tipo di soluzione offre alle aziende la possibilità di ridurre l'acquisto di energia elettrica, in quanto sarebbe autoprodotta, generando un risparmio che nel lungo periodo acquisisce una rilevanza non da poco sia sulle spese sostenute che sull'impatto ambientale delle attività.

A titolo di esempio, un impianto fotovoltaico da 3 kWh evita l'emissione nell'ambiente di quasi 90 tonnellate di CO₂ e genera un rilevante guadagno economico in particolare nelle condizioni di autoconsumo dell'energia prodotta.

Sistemi di Efficienza Utenza

I sistemi di efficienza-utenza, o S.E.U., sono sistemi di produzione e consumo elettrico, collegati ai fotovoltaici, che mettono in collegamento diretto il produttore ed il consumatore finale. Gli impianti fotovoltaici, in questo caso, possono rifornire direttamente aziende, stabilimenti e strutture senza obbligo di connessione di terzi, evitando di passare per il Gse (gestore dei servizi elettrici) e riducendo di conseguenza i costi di utilizzo.

A questo proposito la Società si avvale dell'utilizzo del software proprietario "**analisi tecnoeconomiche S.E.U.**", che partendo dai consumi di energia elettrica, divisi per fasce orarie di consumo e dalla produzione teorica dell'impianto fotovoltaico, fornisce come output la potenza nominale ottimizzata dell'impianto da un punto di vista economico e tecnico (costi minori e massimo autoconsumo per il cliente finale).

Impianto di Cogenerazione

I cogeneratori sono impianti ideati per fornire simultaneamente calore ed energia nel pieno rispetto dell'ambiente, e rappresentano quindi la soluzione ideale per ridurre i costi e le emissioni per le imprese di ogni dimensione. In quest'ambito, la Società offre:

- **Analisi di fattibilità:** valutazione delle esigenze e dei consumi elettrici e termici, oltre ad elaborazione di piani di fattibilità tecnico-economici, individuazione della soluzione più adatta e conseguente analisi dei risparmi conseguibili da essa;
- **Progettazione dell'impianto;**
- **Offerta economica:** Altea fornisce anche diverse soluzioni per il pagamento attraverso i suoi partner finanziari, quali il *leasing* e il noleggio operativo;
- **Servizio chiavi in mano:** una volta completate le prime fasi, la Società svolge il ruolo di supervisore e coordinatore del cantiere, garantendo l'installazione completa dell'impianto secondo massimi livelli di qualità e nel rispetto dei tempi previsti. Alla fine del processo, viene offerta la formazione sul campo per garantirne una corretta gestione.

2.5.2 Servizi ai Privati

Altea Green Power A.G.P. S.p.A. offre la propria consulenza a chiunque voglia massimizzare e rendere più efficienti possibili gli usi di energia all'interno della propria abitazione. In particolare:

- **Monitoraggi consumi e diagnosi energetica:** Altea offre il monitoraggio dei consumi e la gestione dell'energia, oltre a proporre la soluzione migliore per contratti di luce e gas con tariffe competitive;
- **Energia rinnovabile:** interventi mirati possono essere l'installazione di pannelli fotovoltaici, impianti di micro-cogenerazione, caldaie ad alta efficienza.

La Società offre tutti i servizi necessari per una corretta gestione dell'energia e accompagna il cliente con professionalità in tutti i singoli passaggi:

- Incontro preliminare sugli interventi da effettuare;
- Raccolta dati di consumo kWh elettrico e termico da parte dell'ufficio tecnico;
- Relazione di diagnosi, redatta sempre dallo staff tecnico;
- Individuazione di almeno quattro tipologie di interventi che potrebbero ridurre gli sprechi energetici;
- Proposta di soluzioni efficienti: Altea offre la propria esperienza proponendo soluzioni diverse e specifiche per ciascun cliente, quali possono essere impianto fotovoltaico, impianto solare termico, caldaia a condensazione, valvole termostatiche, pompe di calore. Tutti questi interventi consentono il risparmio energetico e accrescono il valore dell'immobile sul quale vengono effettuati;
- Assistenza telefonica per qualunque problema legato all'efficienza energetica;
- Monitoraggio puntuale dei consumi.

2.6 R&D

La Società sta sviluppando soluzioni innovative nei sistemi di accumulo e processi software proprietari per migliorare l'efficienza energetica, dato che la maggior parte delle tecnologie utilizzate negli impianti da fonte rinnovabile sono ormai consolidate.

Il principale ambito di sviluppo è rappresentato dai sistemi di accumulo BESS (*Battery Energy Storage System*), in cui Altea sta implementando uno dei primi impianti su larga scala in Italia. Un sistema di accumulo BESS è un sistema di batterie che vengono installate in prossimità dei principali snodi elettrici o dei gestori locali della rete, per modulare il rilascio e l'acquisto dell'energia prodotta prevalentemente da fonti rinnovabili, in modo tale che questa possa essere rilasciata (e accumulata) a seconda del fabbisogno della rete. In questo modo il sistema BESS potrebbe consentire il rilascio di questa energia in eccesso nei momenti in cui la richiesta è massima e l'accumulazione nei momenti di produzione superiore al consumo, incrementando notevolmente le potenzialità delle fonti rinnovabili la cui energia sarebbe altrimenti dissipata quando non richiesta.

Il primo progetto previsto rientra tra quelli in cui l'azienda intende operare come co-investitore e ha una stima di investimento complessivo pari a € 36 mln; è in corso di definizione una potenziale collaborazione con primari operatori di mercato nella produzione di accumulatori per la realizzazione del primo BESS di 60MW di potenza in Italia, per modulare l'accumulo ed il rilascio in rete dell'energia elettrica prodotta dalle fonti rinnovabili.

La partnership prevedrebbe una collaborazione di questo tipo:

- Il partner fornisce le batterie con capacità di 120MW/h;
- Altea mette a disposizione
 - Individuazione sito idoneo per l'impianto (già provvisoriamente individuato in Puglia);
 - Autorizzazioni (l'autorizzazione STMG è già stata ottenuta);
 - Progetto esecutivo;
 - Implementazione.

Questo progetto non è ancora ultimato, ma la sua realizzazione garantirebbe ad Altea un posizionamento privilegiato nel mercato, essendo uno dei primi operatori a muoversi in questa direzione; nonché la copertura di uno degli snodi di rete più interessanti in tal senso.

Altea inoltre dispone di altri due siti idonei in Basilicata con una potenza complessiva di 200MW per i quali si aspetta a breve l'autorizzazione alla connessione.

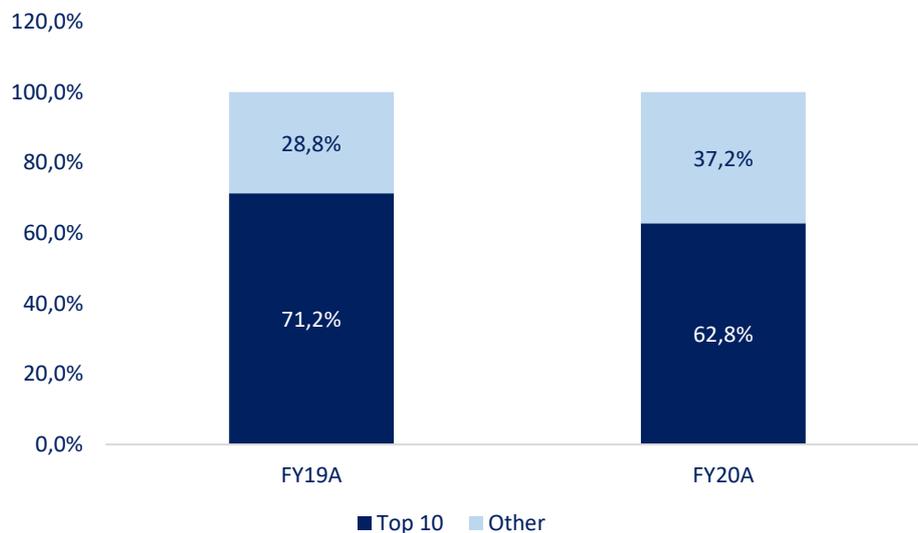
Oltre a tale progetto, nell'ambito dell'efficienza energetica è previsto lo sviluppo di processi e *software* proprietari per la gestione della commessa, depositati presso la SIAE (Società Italiana degli Autori ed Editori).

2.7 Clienti e Fornitori

2.7.1 Clienti

Altea Green Power, nello svolgimento dell'attività, può vantare una rete di clienti molto eterogenea, grazie alle sue *Business Unit* che si rivolgono a soggetti diversi.

Chart 6 – Top 10 Clients FY19A vs FY20A



Source: Altea

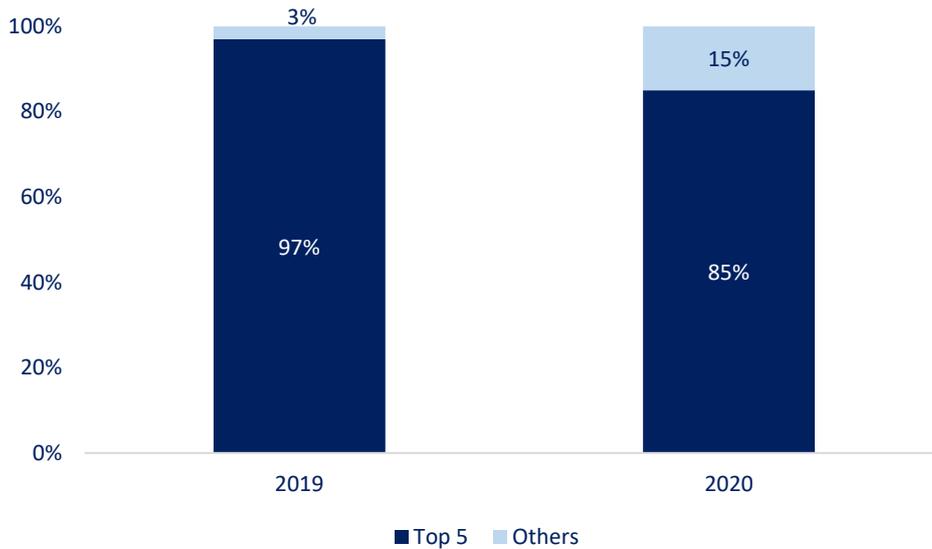
Il grafico mostra l'incidenza percentuale dei primi 10 clienti della Società, senza tenere conto della divisione per *Business Unit*. È mostrato un calo dell'impatto dei clienti più importanti, che passa infatti dal 71,2% al 62,8%, indice del fatto che la Società si sta muovendo per ridurre la sua dipendenza da singoli contratti.

Co-Sviluppo

La Società, con riferimento alla BU Co-Sviluppo, annovera clienti di elevata dimensione e *standing*, tra cui si possono trovare i primari operatori internazionali delle energie rinnovabili che sviluppano, costruiscono e gestiscono grandi impianti energetici; tra questi, fondi di investimento esteri, *utilities*, grandi operatori delle rinnovabili e recentemente anche una società rappresentante l'investitore in rinnovabili facente capo al fondo sovrano norvegese.

Le relazioni di lunga durata con questo tipo di interlocutori ha consentito ad Altea di saper migliorare la propria capacità di relazionarsi operativamente con ogni classe di clientela, adeguandosi agli standard richiesti e consolidando il proprio *know-how* nello sviluppo dei progetti.

Chart 7 – Top 5 clients Joint Development

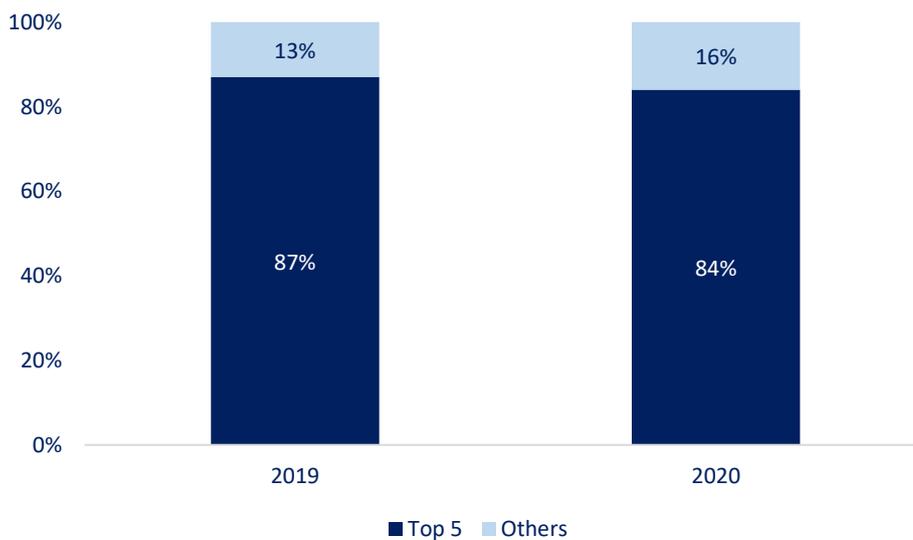


Source: Altea, elaborazione Integrae SIM

Per quanto riguarda questo segmento di attività, Altea ha una forte base di clientela consolidata, rivolgendosi principalmente a poche grandi società, che non hanno introduzione nel territorio e non conoscono le pratiche e gli iter autorizzativi locali. Pertanto, nonostante godano di enorme potere contrattuale date le dimensioni, sono disponibili a valorizzare il servizio offerto da Altea, in quanto a forte carattere strategico. Nel corso dell’ultimo biennio FY19A-FY20A, come mostrato nei grafici precedenti, questi clienti sono stati serviti in maniera continuativa, generando il 97% dei ricavi della BU nel FY19A e l’85% nel FY20A, con un numero in aumento di progetti in *pipeline*.

EPC ed Efficiamento Energetico

Chart 8 – Top 5 clients EPC



Source: Altea, elaborazione Integrae SIM

La clientela è in questo caso composta da persone fisiche e complessi residenziali, per quanto riguarda la BU Efficiamento Energetico, e da imprese di tutte le dimensioni per quanto riguarda la BU EPC, che in alcuni casi si rivolge anch'essa a persone fisiche. La reputazione di Altea, creata nel corso di dieci anni di storia, la rende in grado di intercettare la forte domanda di mercato.

I clienti si affidano alla Società che può far fronte a tutte le richieste in termini di prezzo e tempi di realizzo, svolgendo il ruolo di *Global Contractor* e offrendo un servizio chiavi in mano. Le contenute dimensioni della sua struttura operativa consentono all'azienda di essere molto dinamica; il punto di forza di Altea è proprio la flessibilità, che consente di differenziarsi per la celerità ed affidabilità nelle fasi di progettazione ad autorizzazione dei progetti.

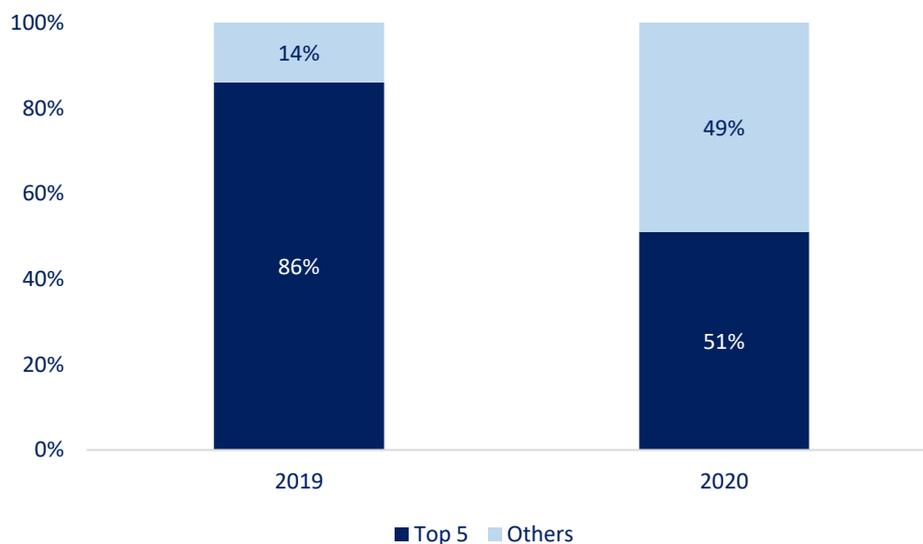
Naturalmente, la clientela è in questo caso leggermente più frammentata, e il numero di clienti maggiore. Il motivo per cui l'incidenza dei primi 5 clienti è così alta dipende dal fatto che i servizi erogati alle micro-imprese e ai privati non contribuiscono in maniera significativa al fatturato, mentre l'attività di installazione di impianti per grandi società ha un impatto molto più significativo.

2.7.2 Fornitori

Altea si avvale di fornitori sia per quanto riguarda gli studi di fattibilità tecnica degli interventi e di ricerca di siti idonei alla realizzazione di grandi impianti, sia per quanto riguarda la realizzazione vera e propria di questi e il loro successivo collaudo.

Co-Sviluppo

Chart 9 – Top 5 providers Joint development



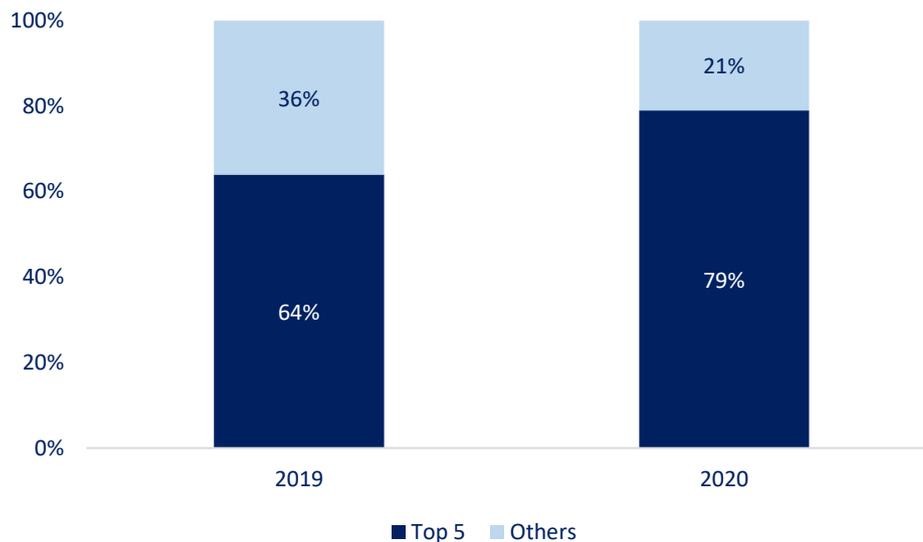
Source: Altea, elaborazione Integrae SIM

Per quanto riguarda la BU Co-Sviluppo, i fornitori sono in numero limitato, principalmente rappresentati da società di ingegneria, studi professionali ed enti preposti alle autorizzazioni, che vengono selezionati a seguito di approfondite Due-Diligence.

È fondamentale creare un rapporto di fiducia e collaborazione con questi soggetti, in modo da creare un solido rapporto tecnico-professionale e non un semplice rapporto commerciale basato sul potere contrattuale. Questo consente alla Società di affermare l'affidabilità, celerità e flessibilità nell'esecuzione del processo, assicurando la compliance agli adeguati standard normativi di settore (scenari giuridici).

EPC ed Efficiamento Energetico

Chart 10 – Top 5 providers EPC



Source: Altea, elaborazione Integrae SIM

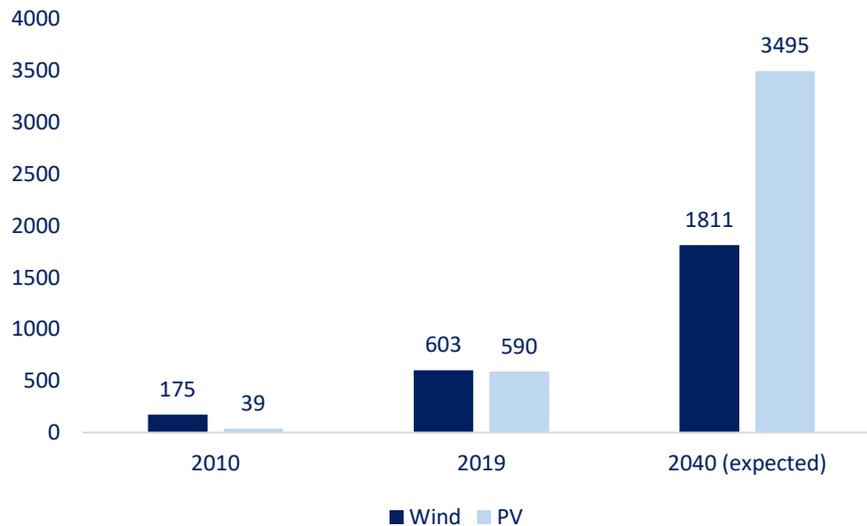
I principali fornitori al FY20A, con riferimento alla BU EPC, sono rappresentati da fornitori di impianti e di servizi di installazione di impianti, ai quali Altea si affida per l'esternalizzazione di alcune delle sue attività. I grafici mostrano un'incidenza crescente dei primi 5 fornitori (da 64% a 79%); nonostante ciò, questi soggetti sono altamente sostituibili dalla Società, in quanto le tecnologie e le conoscenze sono consolidate sul mercato e ciò comporta un elevato livello di concorrenza e una riduzione dei prezzi. Il potere contrattuale di questi operatori è infatti molto basso, soprattutto per gli installatori locali, mentre cresce per quanto riguarda i fornitori di impianti.

3. Mercato

Altea attraverso le sue tre *Business Unit*, opera sui mercati delle energie rinnovabili e dell'efficienza energetica.

3.1 Mercato delle energie rinnovabili

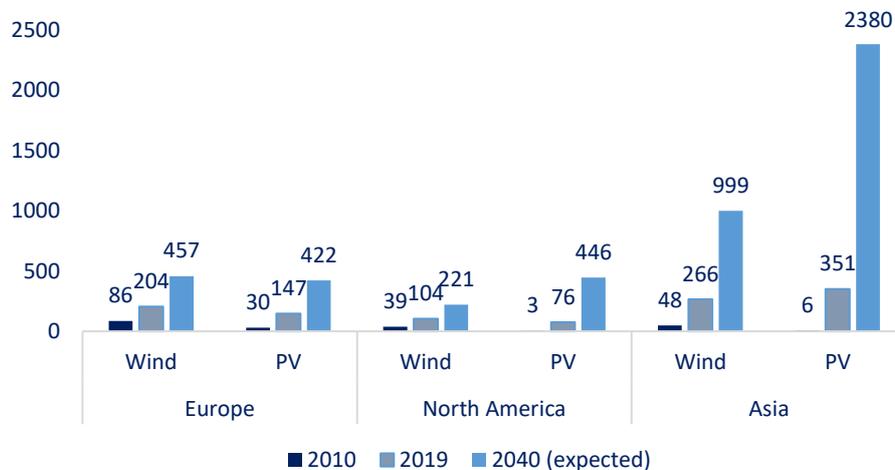
Chart 11 – Global renewable energy market (GW)



Source: Elaborazioni Altea su IEA, World Energy Outlook 2020

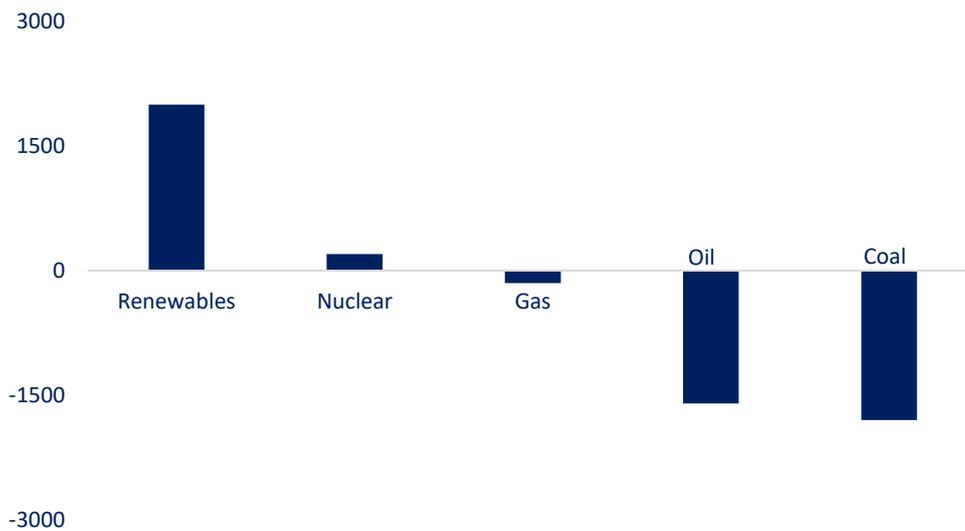
Globalmente, il mercato delle rinnovabili contava nel 2010 un valore pari a 214 GW installati tra fotovoltaico ed eolico. Nel 2019 il mercato è cresciuto di 979 GW, attestandosi ad un valore pari a 1.193 GW. Entro il 2040 si prevede l'installazione di 5.306 GW (con una crescita pari a 4.113 GW in più rispetto al 2019). In questo contesto un ruolo prominente sarà giocato dall'Asia, seguita dall'Europa che dovrà installare circa 528 GW in più rispetto a quanto presente nel 2019.

Chart 12 – Global energy market by country and energy type (GW)



Source: Elaborazioni Altea su IEA, World Energy Outlook 2020

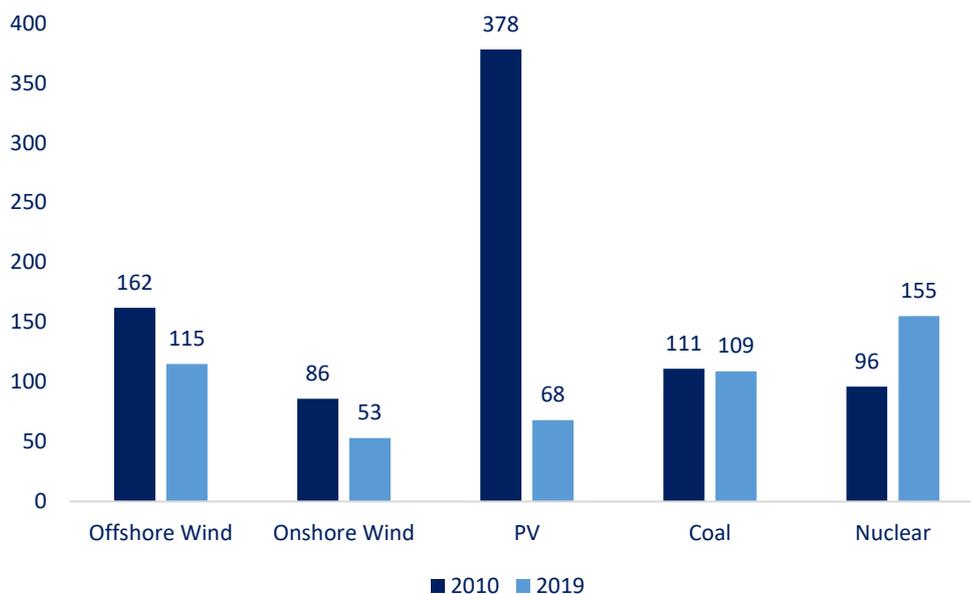
Chart 13 – Change in expected demand 2019-2030 (Mtoe*)



Source: Elaborazioni Altea su IEA, World Energy Outlook 2020
* milioni di tonnellate equivalenti di petrolio. 1toe = 11630kWh

Per effetto di importanti indirizzi di politica energetica, nei prossimi anni è prevista un'imponente sostituzione delle fonti rinnovabili rispetto a quelle fossili tradizionali. Rispetto alla domanda energetica del 2019, il 2030 vedrà una forte riduzione di tutte le fonti energetiche tradizionali; per le rinnovabili, invece, si prevede un incremento di circa 2.000 milioni di tonnellate equivalenti di petrolio. In linea con gli Accordi di Parigi del 2015, l'Europa ha previsto un piano di adeguamento per raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Inoltre, il *Recovery Plan* destina € 380 mld per incentivare progetti energetici rinnovabili volti a ridurre l'impatto climatico.

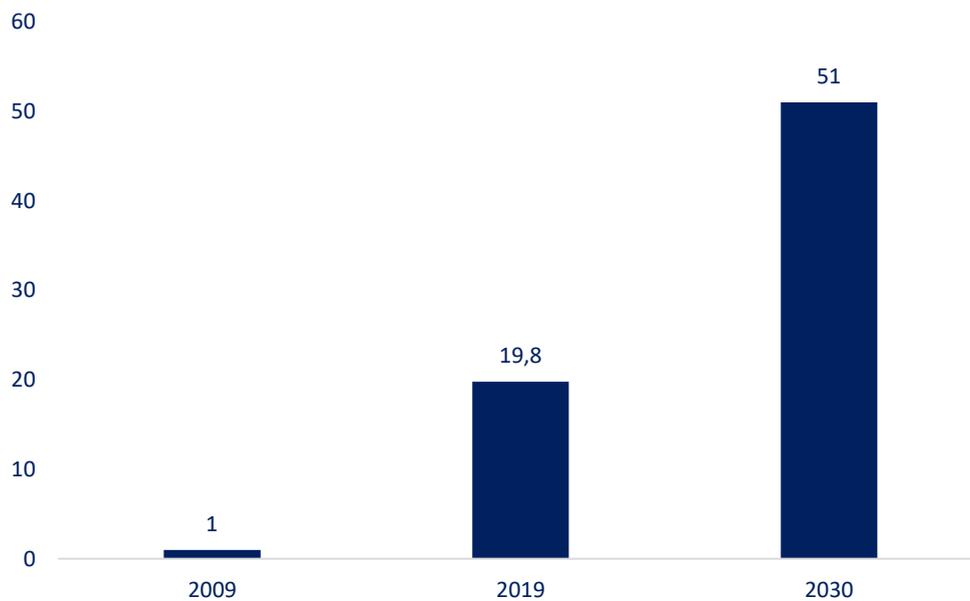
Chart 14 – Reduction of energy sources costs (\$/MW)



Source: World Energy Outlook, Roser January 2020

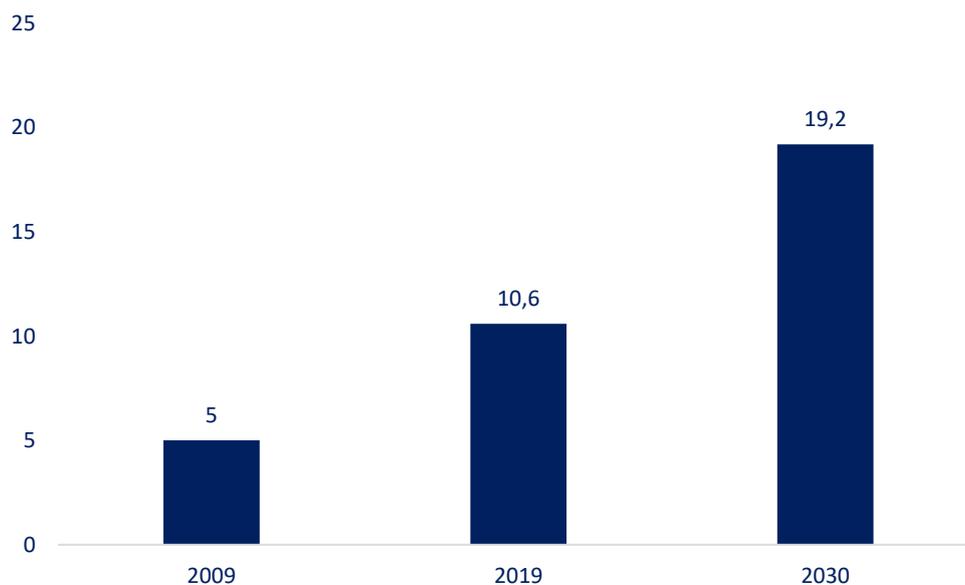
Un altro importante *driver* della crescita del mercato delle fonti rinnovabili riguarda la riduzione dei costi. Infatti, rispetto al 2010, il costo per MW è diminuito fortemente in relazione alle energie rinnovabili, con una riduzione del costo per il fotovoltaico e per l'eolico rispettivamente pari all'82% e al 33%. Inoltre, il costo delle fonti tradizionali è invece rimasto stabile (il costo del carbone è passato da 111 \$/MW a 109 \$/MW, registrando una riduzione di appena il 2%) o è aumentato, come nel caso dell'energia nucleare (+38%).

Chart 15 – Italian PV Market (GW)



Source: Elaborazioni Altea su dati Politecnico di Milano Renewable energy Report Giugno 2020

Chart 16 – Italian Wind Market (GW)

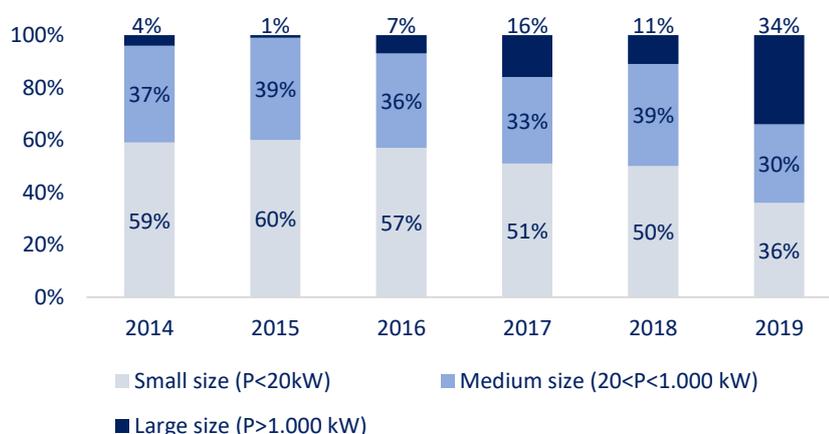


Source: Elaborazioni Altea su dati Politecnico di Milano Renewable energy Report Giugno 2020

A livello Italiano, si prevede una crescita attesa dal 2019 al 2030 pari a 30 GW nel settore fotovoltaico (+ 150%) e di 9 GW nel settore eolico (+ 82%). A partire dal 2009 sono stati installati 20 GW di fotovoltaico.

Nei prossimi 10 anni questi investimenti sono destinati a più che raddoppiare, raggiungendo una potenza totale cumulata di 51 GW. Con i contratti di sviluppo attualmente in essere (circa 300 MW), Altea intercetta circa il 2% del mercato dei prossimi 5 anni. Per quanto concerne l'eolico, nel 2009 sono stati installati 11 GW. Nei prossimi 10 anni questi investimenti sono destinati quasi a raddoppiare, raggiungendo una potenza totale cumulata di oltre 19 GW. Con i contratti di sviluppo attualmente in essere (anche in questo caso circa 300 MW), la Società intercetta circa il 7% del mercato nei prossimi 5 anni.

Chart 17 – Italian PV Market segmentation



Source: Elaborazioni Altea su dati Politecnico di Milano Renewable energy Report Giugno 2020

Con il calo dei prezzi unitari, è ripreso nel 2019 lo sviluppo e la costruzione di grandi impianti, accanto alla sempre presente attività su piccoli e medi impianti. Tutti i segmenti sono coperti dalle diverse divisioni di Altea.

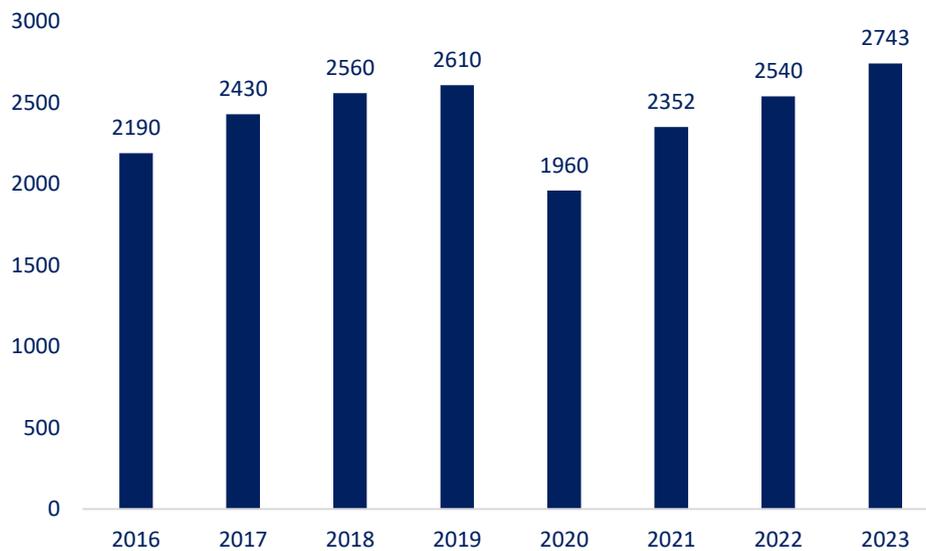
Un ulteriore *driver* di crescita di questo mercato riguarda il lato normativo ed economico italiano. Infatti, le semplificazioni introdotte alla Riforma 1.1 del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) si pongono l'obiettivo di facilitare gli iter autorizzativi rendendo gli stessi più veloci e snelli. Ciò consentirebbe alla Società di intercettare una quota maggiore della domanda futura.

Nello specifico, il PNRR destina € 23,78 mld alle energie rinnovabili e con la Riforma 1.1 prevede:

- Omogeneizzazione delle procedure autorizzative su tutto il territorio nazionale;
- Semplificazione delle procedure autorizzative;
- Potenziamento di investimenti privati nelle rinnovabili;
- Con riferimento ai fattori economici, il decreto Fonti Energetiche Rinnovabili (FER) del 2019 rappresenta un passo in avanti (specialmente per impianti di piccola taglia) semplificando le procedure autorizzative e predisponendo:
- Nuove aste incentivanti;
- Power Purchase Agreement (PPA).

3.2 Mercato dell'efficienza energetica

Chart 18 – Energy efficiency Market (mln €)



Source: Elaborazioni Altea su dati Politecnico di Milano energy efficiency Report Luglio 2020

Storicamente il mercato dell'efficienza energetica presentava tassi di crescita promettenti anche grazie a nuovi incentivi introdotti a livello centrale, quali ad esempio il Decreto FER 1 del 2019 che offre delle tariffe fisse per la vendita dell'energia prodotta e non auto consumata (tariffa onnicomprensiva).

La pandemia Covid-19 ha compresso gli investimenti in efficienza energetica nel 2020 segnando un -25% rispetto al 2019. Le stime di ripresa sono però molto ottimiste e prevedono il pieno recupero a partire dal 2023, grazie anche ai nuovi incentivi introdotti (ad esempio la legge n. 34/2020).

Il mercato italiano dell'efficienza energetica ha visto una continua crescita sugli investimenti effettuati dai € 2,2 mld del 2016 fino ai € 2,6 mld del 2019. Dopo la contrazione dovuta al Covid-19, gli investimenti sono previsti in forte aumento, fino a superare i € 2,7 mld annui nel 2023.

Il settore dell'efficienza energetica è stato oggetto di importanti interventi normativi che ne hanno stimolato lo sviluppo. Tra questi quelli di interesse per Altea sono:

- Superbonus 110%;
- Eco-bonus 65% (agevolazioni fiscali risparmio energetico);
- Sisma-bonus 85%;
- Bonus ristrutturazioni 50%;
- Bonus facciate 90%.

Oltre ai bonus sopra citati, nell'ultimo anno si sono aggiunti i € 59,5 mld stanziati per la transizione ecologica. Nello specifico:

- € 23,8 mld stanziati dal PNRR specificatamente alle energie rinnovabili;
- € 15,4 mld specificatamente destinati all'efficientamento energetico degli edifici;
- Ulteriori € 20,3 mld per la tutela del territorio e l'economia circolare.

4. Posizionamento competitivo

Table 2 – Altea competitors

	Revenues	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	EBIT Margin	Net Income	Net Income Margin	NFP	NFP/ EBITDA
€ mln	2020	2020	2020	2020	2020	2020	2020	2020	2020
Renergetica SpA	11,50	4,69	40,8%	3,60	31,3%	2,18	19,0%	9,62	2,05x
Tozzi Green SpA	85,11	41,52	48,8%	18,86	22,2%	4,59	5,4%	305,49	7,36x
ESI SpA	15,28	1,92	12,6%	1,66	10,9%	1,29	8,4%	-2,41	-1,26x
S.T.E. Energy SpA	0,28	-0,63	N.A.	-0,75	N.A.	5,20	1845,9%	-0,43	0,68x
Comal SpA	30,70	3,07	10,0%	2,51	8,2%	1,43	4,7%	0,08	0,03x
Energos Energy Solutions Srl	10,70	0,18	1,7%	0,11	1,0%	0,01	0,1%	0,65	3,59x
MEDIAN	13,39	2,49	12,6%	2,08	10,9%	1,81	6,9%	0,36	1,37x
Altea Energia	3,55	1,55	43,6%	1,18	33,4%	0,34	9,7%	-0,04	-0,02x

Source: Integrae SIM

I *competitor* di Altea, con riferimento alle 3 tipologie di *business* svolte dalla Società, sono:

- Renergetica SpA: Società che opera sia come co-sviluppatore che come sviluppatore in proprio; quest'ultima attività garantisce marginalità molto elevate. Il mercato di riferimento è quello italiano e del Nord America;
- Tozzi Green SpA: Società operante come EPC, sia in Italia che all'estero, per la realizzazione di impianti da fonti energetiche rinnovabili. I progetti seguiti coprono tutte le rinnovabili (idroelettrico, eolico, fotovoltaico, biomassa e biogas);
- ESI SpA: Società focalizzata sull'attività di EPC in relazione a parchi energetici di grandi dimensioni. Il focus dell'attività è rivolto al fotovoltaico;
- S.T.E. Energy SpA: Società focalizzata sull'attività di EPC contractor attivo a livello internazionale con più di 450 progetti realizzati sia in ambito idroelettrico che eolico e fotovoltaico;
- Comal SpA: Società che ha sviluppato un forte focus sui progetti di EPC di grande potenza, avendo installato al 2019 circa 600 MW di impianti fotovoltaici;
- Energos Energy Solutions Srl: Società che svolge attività di *system integrator* verticalizzato su attività di efficientamento energetico prevalentemente verso realtà industriali e in parte minoritaria verso il residenziale.

Renergetica S.p.A. rappresenta l'unico *competitor* domestico strutturato in relazione alla divisione dello sviluppo di autorizzazioni. Esi, Tozzi, S.T.E. e Comal sono verticalizzate nel settore EPC, soprattutto per la realizzazione di impianti fotovoltaici mentre Energos è attiva nel settore dell'efficientamento energetico, rivolgendosi principalmente a realtà industriali.

I *competitor* assimilabili ad Altea, ad eccezione di Tozzi Green SpA, presentano una dimensione simile. La marginalità media di settore si attesta nell'intorno del 20% ed include società operanti come sviluppatori, EPC e *system integrator* per l'efficienza energetica. Altea Green Power - e in generale le società con focus sullo sviluppo - mostrano una redditività superiore alla media di mercato.

Table 3 – Competitor Qualitative analysis

Company	Main Division		
	Co-development	EPC	Efficiency
Renergetica	✓		
Altea	✓	✓	✓
Tozzi Green		✓	
ESI		✓	
STE		✓	
Comal		✓	
Energos			✓

Source: Altea

Co-Sviluppo

All'interno del settore del Co-Sviluppo, Altea rappresenta uno dei principali *player* italiani per dimensione e qualità del servizio offerto. Il mercato può essere suddiviso in tre categorie:

- Dipartimenti dedicati delle grandi utility nazionali o con conoscenza locale che si occupano di tale attività;
- Studi di ingegneria locali che, come servizio accessorio, svolgono anche le attività di sviluppo autorizzativo per parchi energetici;
- Società strutturate come Altea e Renergetica che, in maniera sistematica, svolgono tale attività.

EPC

Il mercato è caratterizzato da un numero molto elevato di *player* che solitamente si specializzano in relazione alla dimensione degli impianti da realizzare:

- Grandi società che realizzano impianti *utility scale*, caratterizzate da elevati costi fissi che le portano ad acquisire contratti spesso poco profittevoli;
- Società che realizzano impianti domestici e per privati;
- Società come Altea che realizzano impianti di medie dimensioni.

All'interno di questo segmento, Altea gestisce spesso contratti di EPC in qualità di *General Contractor*, godendo di una struttura di costi prevalentemente variabile che le consente di svolgere attività di valutazione di progetti preliminari volte ad acquisire solamente contratti con una marginalità soddisfacente.

Efficientamento Energetico

In questo segmento di mercato molti sono gli operatori che si occupano di installazione e realizzazione delle opere mentre sono più scarsi gli operatori in grado di sviluppare il progetto svolgendo analisi preliminari. Un elemento distintivo di Altea è che, pur essendo una *Energy Service Company* (ESCO), funge da *General Contractor* (attività che è di solito svolta dalle società edili) ed effettua anche la certificazione sulla pre-analisi fiscale: il cliente è quindi certo che avrà diritto al credito fiscale.

4.1 S.W.O.T. Analysis

Strenghts:

- Forte *know-how* nella divisione di Co-Sviluppo e vantaggio competitivo acquisito grazie all'entrata precoce nel mercato;
- Efficiente rete commerciale diffusa in tutta Italia;
- Elevata flessibilità e capacità di adattarsi alle condizioni del mercato;
- Velocità nella ridefinizione del modello di business al cambiare delle dinamiche di mercato;
- Elevato rapporto rendimento/rischio;
- 800MW in *pipeline*.

Weaknesses:

- Piccole dimensioni;
- Rischio concentrazione clienti;
- Rischi finanziari derivanti dallo sviluppo e dalla finalizzazione di grandi parchi rinnovabili.

Opportunities:

- Mercato delle rinnovabili in forte ripresa grazie alla riduzione dei costi di produzione e installazione;
- Significativi investimenti europei e italiani nel settore delle energie rinnovabili;
- Integrazione a valle nell'EPC e nello sviluppo di una società di asset;
- Forte crescita della mobilità elettrica con la relativa necessità di stazioni di ricarica.

Threats:

- Diminuzione della disponibilità di siti idonei;
- Presenza di attori di dimensioni maggiori;
- Forte correlazione del mercato con la legislazione centrale.

5. Economics & Financials

Table 4 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A*	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	4,61	0,96	1,85	5,50	12,85	17,65	19,80
Work in Progress	-2,23	2,55	4,15	8,15	5,25	2,90	5,20
Other Revenues	0,16	0,04	0,05	0,00	0,10	0,00	0,00
Value of Production	2,53	3,55	6,05	13,65	18,20	20,55	25,00
COGS	0,20	0,33	1,50	3,40	4,85	5,65	6,65
Services	0,98	1,28	1,55	4,45	5,80	6,50	7,90
Use of assets owned by others	0,06	0,06	0,10	0,10	0,15	0,15	0,15
Employees	0,29	0,29	0,50	0,70	0,75	0,85	0,90
Other Operating Expenses	0,59	0,04	0,55	0,60	0,75	0,90	1,05
EBITDA	0,41	1,55	1,85	4,40	5,90	6,50	8,35
<i>EBITDA Margin</i>	<i>16,3%</i>	<i>43,6%</i>	<i>30,6%</i>	<i>32,2%</i>	<i>32,4%</i>	<i>31,6%</i>	<i>33,4%</i>
D&A	0,04	0,00	0,15	0,47	0,63	0,73	0,88
EBIT	0,37	1,55	1,70	3,94	5,27	5,77	7,47
<i>EBIT Margin</i>	<i>14,6%</i>	<i>43,6%</i>	<i>28,1%</i>	<i>28,8%</i>	<i>29,0%</i>	<i>28,1%</i>	<i>29,9%</i>
Financial Management	(0,06)	(1,01)**	(0,42)	(0,02)	(0,03)	(0,03)	(0,04)
EBT	0,31	0,53	1,28	3,92	5,24	5,74	7,43
Taxes	0,10	0,19	0,40	1,20	1,55	1,70	2,15
Net Income	0,21	0,34	0,88	2,72	3,69	4,04	5,28

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A*	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	0,03	0,20	0,55	1,55	1,50	1,40	1,15
Account receivable	1,64	0,54	1,25	2,80	3,75	4,25	5,15
Work in Progress	1,58	3,79	7,95	16,10	21,30	24,25	29,45
Account payable	1,32	1,67	6,30	14,25	18,85	21,40	26,00
Operating Working Capital	1,90	2,66	2,90	4,65	6,20	7,10	8,60
Other receivable	0,97	3,18	1,65	4,15	5,45	6,20	7,50
Other payable	2,28	5,24	1,95	4,50	5,95	6,75	8,20
Net Working Capital	0,60	0,61	2,60	4,30	5,70	6,55	7,90
Severance Indemnities & Other Provisions	0,04	0,06	0,10	0,15	0,20	0,25	0,35
NET INVESTED CAPITAL	0,59	0,75	3,05	5,70	7,00	7,70	8,70
Share Capital	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Reserves	0,14	-0,15	0,19	5,47	8,18	11,87	15,91
Net Income	0,21	0,34	0,88	2,72	3,69	4,04	5,28
Equity	0,95	0,79	1,67	8,78	12,47	16,51	21,79
Cash & Cash Equivalent	0,62	0,37	0,30	4,23	6,97	10,51	15,19
Short Term Debt to Bank	0,26	0,25	1,63	1,15	1,50	1,70	2,10
M/L Term Debt to Bank	0,00	0,08	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Financial Position	(0,37)	(0,04)	1,38	(3,08)	(5,47)	(8,81)	(13,09)
SOURCES	0,59	0,75	3,05	5,70	7,00	7,70	8,70

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY19A*	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	0,37	1,55	1,70	3,94	5,27	5,77	7,47
Taxes	0,10	0,19	0,40	1,20	1,55	1,70	2,15
NOPAT	0,27	1,36	1,30	2,74	3,72	4,07	5,32
D&A	0,04	0,00	0,15	0,47	0,63	0,73	0,88
Change in receivable	(0,77)	1,10	(0,71)	(1,55)	(0,95)	(0,50)	(0,90)
Change in Work in Progress	2,23	(2,20)	(4,16)	(8,15)	(5,20)	(2,95)	(5,20)
Change in payable	-3,14	0,35	4,63	7,95	4,60	2,55	4,60
Change in others	1,39	0,75	-1,75	0,05	0,15	0,05	0,15
<i>Change in NWC</i>	<i>-0,29</i>	<i>-0,01</i>	<i>-1,99</i>	<i>-1,70</i>	<i>-1,40</i>	<i>-0,85</i>	<i>-1,35</i>
Change in provisions	-0,02	0,01	0,04	0,05	0,05	0,05	0,10
OPERATING CASH FLOW	0,01	1,36	-0,50	1,55	3,00	4,00	4,95
Capex	0,8	(0,2)	(0,5)	(1,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
FREE CASH FLOW	0,80	1,19	(1,00)	0,08	2,42	3,37	4,32
Financial Management	(0,06)	(1,01)	(0,42)	(0,02)	(0,03)	(0,03)	(0,04)
Change in Debt to Bank	(0,07)	0,07	1,35	(0,53)	0,35	0,20	0,40
Change in Equity	0,20	(0,50)	0,00	4,40	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,87	(0,26)	(0,07)	3,93	2,74	3,54	4,68

Source: Integrae SIM

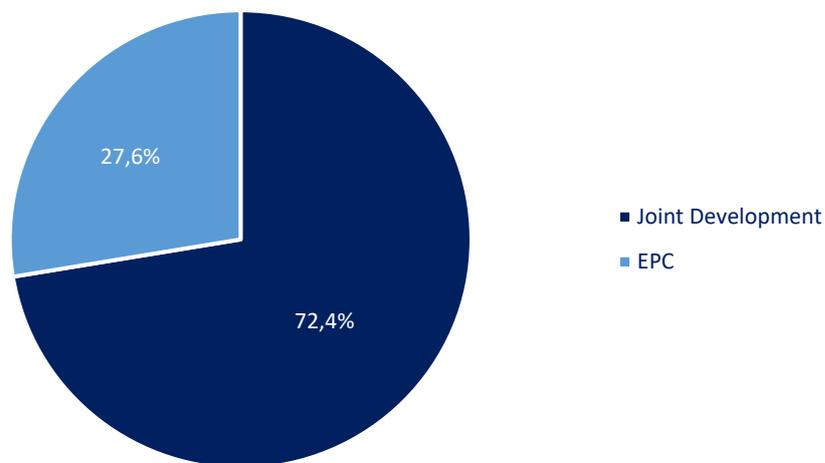
*Dati pro-forma

**La voce al FY20A tiene conto di svalutazioni straordinarie su partecipazioni finanziarie per -€ 0,36 mln

5.1 FY20A Results

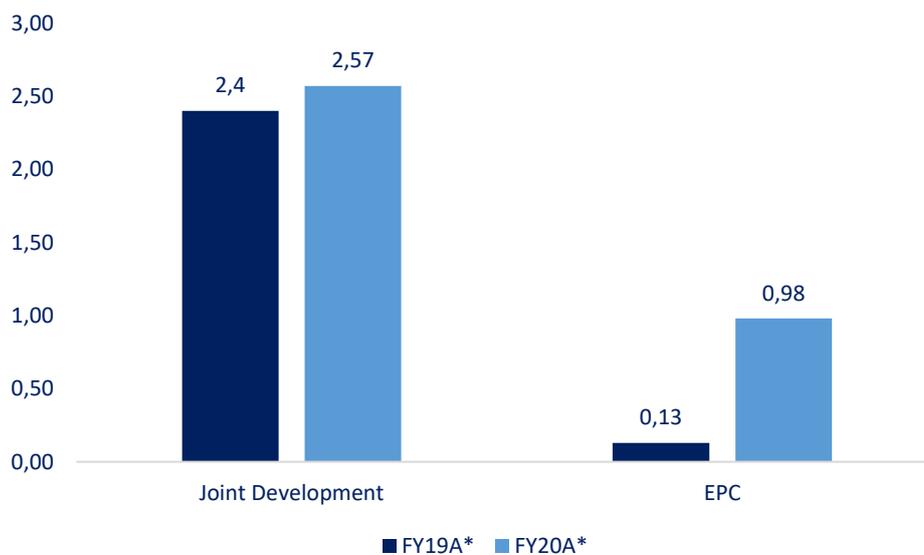
Nel 2020 il valore della produzione ha registrato un incremento del 40,1% rispetto all'anno precedente, passando da un valore pari a € 2,53 mln nel FY19A ai € 3,55 mln del FY20A. Tale crescita è riconducibile principalmente alle attività intraprese nel Co-Sviluppo. Nonostante la pandemia Covid-19 abbia comportato una compressione degli investimenti nel mercato di riferimento di Altea, la Società ha mantenuto un trend in crescita negli anni e ci aspettiamo una crescita sempre più accentuata, grazie anche agli incentivi economici e normativi che sono stati recentemente approvati dal Governo italiano.

Chart 19 – VoP Breakdown by BU



Source: Integrae SIM

Chart 20 – VoP Breakdown by BU FY19A vs FY20A



Source: Integrae SIM

*Dati pro-forma

Nel FY20A il *core business* della Società è rappresentato dall'attività di Co-Sviluppo, che ha generato una quota pari al 72,4% del fatturato, corrispondente a € 2,57 mln; nel FY19A la stessa BU rappresentava circa il 94,8% del fatturato, per un totale di € 2,40 mln. La BU di EPC nel FY20A ha invece contribuito per il 27,6% del fatturato, registrando però una forte crescita e attestandosi nel FY20A ad una quota pari a € 0,98 mln (€ 0,13 mln nel FY19A).

L'EBITDA al 31/12/2020 si attesta ad un valore pari a € 1,55 mln, in forte crescita (+274,0%) rispetto al risultato dell'anno precedente, pari a € 0,41 mln. Anche la marginalità aumenta di conseguenza, passando dal 16,3% del FY19A al 43,6% del FY20A, per un aumento di 25,1 punti percentuali.

Si evidenzia come, a partire dal 2020, Altea abbia dismesso l'attività di *reselling* energetico in quanto considerata come non strategica, cedendo la controllata Altea Power e concentrandosi di conseguenza sulle attività di Co-Sviluppo, EPC e sullo sviluppo dell'attività di efficientamento energetico. Per l'esercizio 2020 si è quindi proceduto ad effettuare delle rettifiche a livello di conto economico, sia per quanto riguarda i ricavi che per quanto riguarda l'EBITDA, al fine di escludere dati riferiti alle attività non più strategiche. Sono state effettuate, inoltre, delle rettifiche per scorporare le componenti straordinarie, sia positive che negative, in quanto non ricorrenti e non attribuibili all'attività caratteristica della Società. Come conseguenza di quanto riportato, a livello di attività di *reselling* sono stati scorporati i ricavi per € 2,2 mln, e i relativi costi di pari ammontare. Per quanto riguarda invece le componenti straordinarie di reddito sono stati rettificati € 0,19 mln di sopravvenienze attive e € 0,82 mln di sopravvenienze passive legate ad attività di riorganizzazione di bilancio.

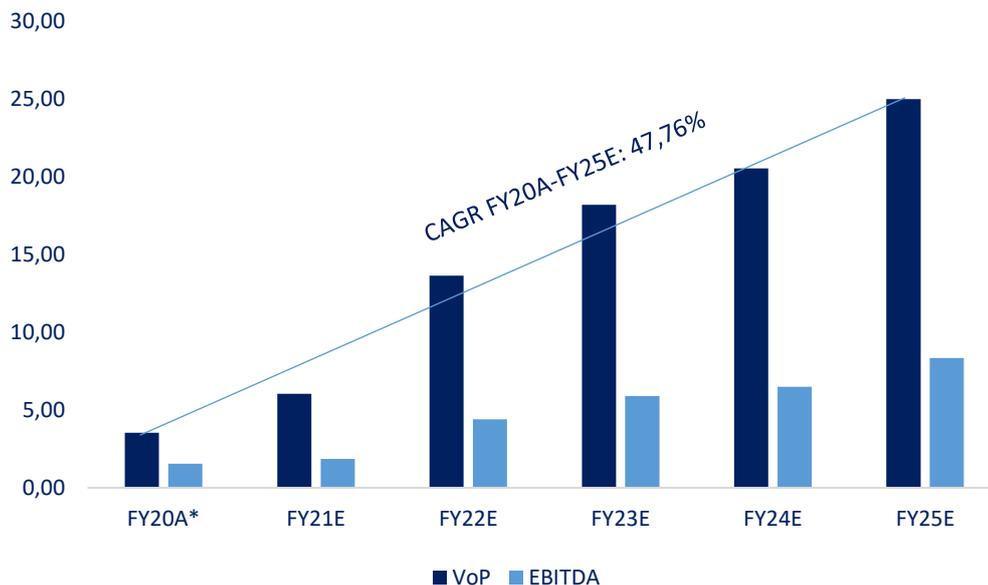
L'EBIT, dopo un impatto quasi nullo di ammortamenti e svalutazioni, è pari a € 1,55 mln nel FY20A rispetto al valore del FY19A pari a € 0,37 mln, per un EBIT *margin* che registra di conseguenza una crescita rispetto al valore dell'esercizio precedente, passando in particolare dal 14,6% al 43,6%.

Il Net Income è positivo e pari a € 0,34 mln, in aumento del 62,0% rispetto al dato del FY19A, pari a € 0,21 mln.

Per quanto riguarda la NFP, si registra un leggero peggioramento, in quanto si passa da un valore *cash positive* di -€ 0,37 mln nel FY19A al dato del FY20A, comunque *cash positive*, di -€ 0,04 mln.

5.2 FY21E - FY25E Estimates

Chart 21 – VoP and EBITDA FY20A-25E



Source: Integrae SIM

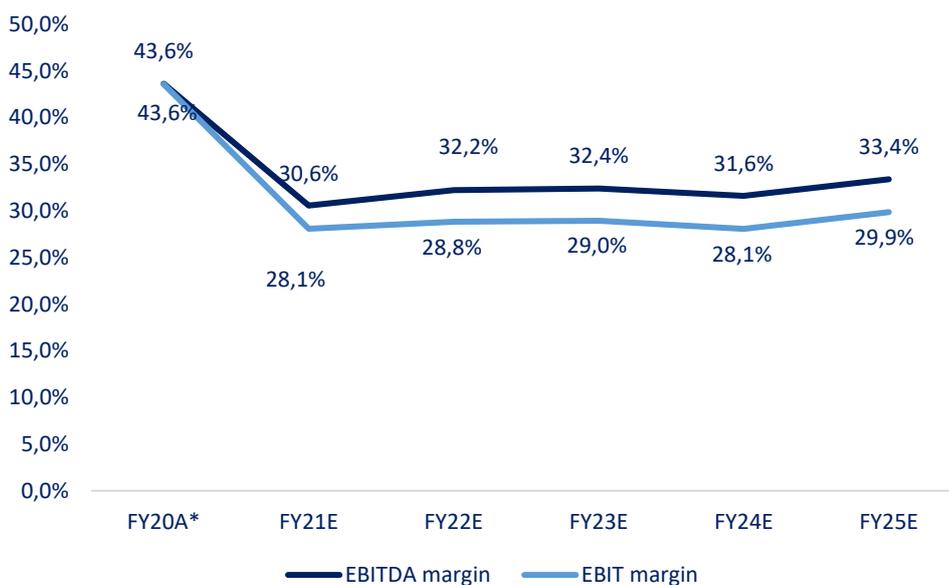
*Dati Pro Forma

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 6,05 mln nel FY21E a € 25,00 mln nel FY25E (CAGR 21E-25E: 42,58%).

La strategia di Altea si baserà sul rafforzamento della *Business Unit* di Co-Sviluppo, nonché sull'espansione delle attività di EPC e di efficienza energetica, sfruttando le potenzialità previste dal mercato negli anni a venire.

Pensiamo che la crescita delle BU di Altea possa essere trainata dai seguenti *driver*:

- Contratti in essere con primari investitori che garantiscono una forte visibilità sul fatturato degli anni di piano;
- Sviluppo di rapporti con professionisti locali e con grandi fondi infrastrutturali per il consolidamento dell'attività di Co-Sviluppo;
- Incentivi a livello economico e normativo che possono favorire la crescita delle attività di efficienza energetica della Società;
- Espansione del volume di affari anche all'estero, soprattutto nel mercato nord Americano, dove, grazie all'amministrazione Biden, si stanno creando rilevanti opportunità nel settore dello sviluppo di grandi parchi energetici rinnovabili.
- Direzione del mercato verso l'utilizzo sempre maggiore di fonti di energia rinnovabile (eolico e fotovoltaico), rispetto a quelle più tradizionali (carbone e nucleare), grazie soprattutto alla riduzione dei costi delle fonti rinnovabili nell'ultimo decennio.

Chart 22 – EBITDA% and EBIT% FY20A-25E


Source: Integrae SIM

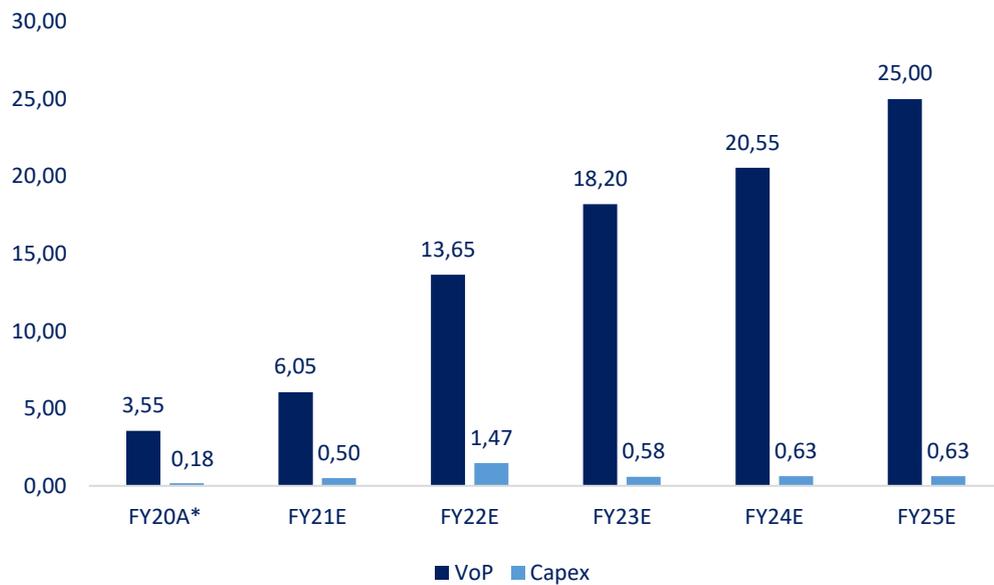
*Dati Pro Forma

Ci aspettiamo un EBITDA in forte aumento in termini assoluti che passa, secondo le nostre stime, da € 1,55 mln nel FY20A ai € 1,85 mln nel FY21E, per poi consolidarsi a € 8,35 mln nel FY25E. In termini percentuali, invece, stimiamo un EBITDA *margin* che passa dal 43,6% nel FY20A al 33,4% nel FY25E, a causa della crescente incidenza dell'attività di EPC ed Efficientamento Energetico rispetto a quella del Co-Sviluppo, caratterizzata da una marginalità molto più elevata rispetto alle altre due.

L'andamento altalenante della marginalità è causato da un cambiamento delle politiche societarie. Nel FY21E si nota infatti una forte riduzione dell'EBITDA margin, che è dovuto da un lato all'aumento delle attività di EPC ed Efficientamento Energetico, meno redditizie rispetto al Co-Sviluppo, e dall'altro ad un rallentamento di quest'ultima attività, che verrà ripresa nel FY22E quando, secondo le nostre stime, uno snellimento dei processi autorizzativi e burocratici consentirà ad Altea di massimizzare i rendimenti della BU. Si nota, infatti, come la marginalità aumenti nuovamente dal FY21E al FY22E, stabilizzandosi intorno ad un valore medio del 32,0% fino al FY24E. Infine, dato che i contratti di Co-Sviluppo in essere sono caratterizzati da una durata (in media) quadriennale, stimiamo che nel FY25E la Società possa sottoscrivere di nuovi in modo da aumentare l'impatto della BU sul fatturato e di conseguenza anche sul margine.

Queste dinamiche si riflettono sul valore dell'EBIT; stimiamo che la Società possa registrare una variazione dell'EBIT *margin* che va da un valore pari al 43,6% al FY20A a un valore atteso pari a 29,9% del FY25E.

Chart 23 – VoP, Capex FY20A-25E



Source: Integrae SIM
*Dati Pro Forma

A livello di Capex, crediamo che la Società, negli anni di piano, provvederà ad effettuare continui investimenti sia in immobilizzazioni materiali che immateriali per un ammontare che stimiamo pari a circa € 0,60 mln all’anno durante gli anni di piano. In particolare, prevediamo che gli investimenti saranno finalizzati a:

- Acquisizione di diritti reali ed autorizzazioni ottenute dalle SPV relativamente ai contratti di Co-Sviluppo;
- Sviluppo del business EPC, grazie ad una maggiore presenza sul mercato.

Chart 24 – NFP FY20A-25E



Source: Integrae SIM
*Dati Pro Forma

Stimiamo che la Società possa migliorare la propria NFP nei prossimi anni, arrivando nel FY25E ad una NFP *cash positive* pari a € 13,09 mln, grazie principalmente a flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica.

5.3 Use of Proceeds

La Società ha concluso la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del processo di crescita. In particolare, Altea ha pianificato come obiettivo post raccolta una strategia di consolidamento della struttura interna della Società, nonché l'espansione del suo business oltreoceano (Nord America). Altea, successivamente alla raccolta, intende inoltre integrarsi a valle della filiera, sviluppando, realizzando e detenendo in proprietà impianti eolici, fotovoltaici e BESS. Questo verrà effettuato individuando co-investitori (data la natura *capital intensive* dell'attività) e utilizzando una parte di leva finanziaria per finanziare i progetti. Grazie al successo della quotazione, Altea dispone della finanza necessaria per co-investire nei veicoli di realizzazione degli impianti, mentre dispone già delle competenze per l'individuazione e la realizzazione come EPC di parte degli impianti.

La strategia può essere quindi suddivisa in 2 obiettivi principali:

1. Creazione di una **SPV Captive**:

- Basandosi su un portafoglio di progetti già individuato, effettuare investimenti diretti, con il supporto di uno o più partner infrastrutturali, in impianti di produzione energetica da fonti rinnovabili e sistemi di accumulo;
- Assicurare alla Società un flusso di ritorni costanti dalle attività di investitore, ovvero delle opportunità di cessione degli impianti una volta completati, con successivo reinvestimento dei proventi per nuovi progetti di investimento;
- Tale dotazione, unitamente ai cash flow prodotti dall'attività operativa, consentiranno investimenti per un totale di € 8-9 mln di equity, consentendo di attrarre un volume di investimento, comprensivo degli investimenti dei partner e della quota a leva, vicino a € 100 mln.

2. **Consolidamento**:

- Rafforzamento della struttura aziendale e dei rapporti con la rete di professionisti esterni per la gestione delle attività di Co-Sviluppo, ampliando quest'ultima grazie a studi professionali in aree geografiche non presidiate dalla Società (Nord Italia);
- Inserimento di nuove figure interne dedicate soprattutto all'area tecnica e progettuale e alla generazione di nuove opportunità in aree geografiche attualmente non coperte;
- Finanziamento di una parte dei crediti fiscali che hanno durata compresa tra i 5 e i 10 anni per le attività di efficientamento energetico;
- Avvio dell'attività di Co-Sviluppo in America, dove Altea ha già identificato un soggetto partner responsabile per l'individuazione di nuove attività stimate nell'intorno dei 200-300 MW. Per sfruttare questa opportunità Altea ha costituito una nuova sede negli USA.

6. Valuation

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

6.1 DCF Method

Table 5 – WACC

WACC		5,75%
Risk Free Rate	0,12% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,6
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	0,6
Ke	6,15% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di dicembre 2021 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei competitor;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 5,75%.

Table 6 – DCF Valuation

DCF Equity Value		52,3
FCFO actualized	8,9	17%
TV actualized DCF	44,8	83%
Enterprise Value	53,7	100%
NFP (FY21E)	1,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di € 52,3 mln.**

Table 7 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%
Growth Rate (g)	2,5%	136,4	105,9	86,4	73,0	63,1	55,6	49,6
	2,0%	107,8	88,0	74,3	64,3	56,6	50,5	45,6
	1,5%	89,6	75,7	65,4	57,6	51,4	46,4	42,2
	1,0%	77,1	66,6	58,6	52,3	47,2	43,0	39,4
	0,5%	67,8	59,7	53,3	48,0	43,7	40,1	37,0
	0,0%	60,8	54,2	48,9	44,5	40,8	37,7	35,0
	-0,5%	55,2	49,8	45,3	41,6	38,4	35,6	33,2

Source: Integrae SIM

6.2 Market Multiples

6.2.1 Composizione del Panel

- **Reenergetica S.p.A.(Italy)**

Reenergetica si occupa della progettazione di soluzioni ingegneristiche per il settore delle energie rinnovabili. È specializzata nello sviluppo di impianti di energia rinnovabile, sistemi ibridi di generazione di energia e reti ibride. L'azienda è stata fondata da Davide Sommariva nel 2008 e ha sede a Genova, Italia.

- **ESI S.p.A.(Italy)**

ESI opera nel mercato delle energie rinnovabili, sia come EPC che come *system integrator*. In particolare, ESI si è focalizzata su differenti segmenti di mercato: impianti fotovoltaici, impianti eolici, impianti *off-grid*, impianti *mini-grid*, impianti *hybrid* e sistemi di accumulo. La società copre tutte le fasi all'interno della catena del valore dell'energia rinnovabile. La società nasce nel 2018 dal conferimento del ramo "*renewables*" di Work System Srl.

- **Iniziative Bresciane S.p.A.(Italy)**

Iniziative Bresciane si occupa dell'individuazione di potenziali siti e della successiva progettazione, costruzione e gestione di centrali idroelettriche. Si occupa inoltre della manutenzione di centrali idroelettriche di piccole e medie dimensioni *free-flowing* e *run-of-the-river*. La società è stata fondata il 1 aprile 1988 e ha sede a Breno, Italia.

- **Falck Renewables S.p.A. (Italy)**

Falck sviluppa, progetta, realizza e gestisce impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili, con una capacità installata di 1133 MW (1096 MW in base alla riclassificazione IFRS 11) in Italia, Gran Bretagna, Stati Uniti, Spagna e Francia, per oltre due miliardi di kWh all'anno, diversificata nelle tecnologie eolica, solare, biomasse e *waste-to-energy*. Il Gruppo è un player internazionale nella consulenza tecnica per l'energia rinnovabile e nella gestione di asset di terzi, attraverso la propria controllata Vector Cuatro, che fornisce i servizi a clienti per una capacità installata complessiva di circa 2.500 MW, grazie a un'esperienza maturata in più di 40 Paesi.

- **Acea S.p.A.(Italy)**

Acea opera come una holding che si occupa della gestione e dello sviluppo delle reti idriche ed elettriche e dei servizi ambientali. Opera attraverso i seguenti segmenti: Servizi idrici integrati; produzione di energia; vendita e distribuzione di energia elettrica, illuminazione pubblica e artistica; smaltimento dei rifiuti e recupero di energia dai rifiuti. La società è stata fondata nel 1909 e ha sede a Roma, Italia.

Table 8 – Comparables (data in € mln)

FY2020A	Rennergetica S.p.A.	ESI S.p.A.	Iniziativa Bresciane S.p.A.	Falck Renewables S.p.A.	Accea S.p.A.	Peer Median	Altea GreenPower
Country	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy		
Mkt Cap	65,2	22,4	99,9	2.518,1	4.055,0	99,9	
EV	74,8	56,5	150,2	3.186,7	7.986,9	150,2	
Profitability							
Sales	11,5	15,3	20,5	384,4	3.205,5	20,5	3,5
EBITDA	4,7	1,9	14,5	190,6	1.170,1	14,5	1,5
Net Profit	2,4	1,3	4,8	45,6	284,9	4,8	0,3
EBITDA Margin	40,8%	12,6%	70,7%	49,6%	36,5%	40,8%	43,6%
Net Profit Margin	20,9%	8,4%	23,7%	11,9%	8,9%	11,9%	9,7%
Capital Structure							
NFP	9,6	34,1	50,4	668,6	3.931,9	50,4	0,0
NFP/EBITDA	2,1x	17,8x	3,5x	3,5x	3,4x	3,5x	0,0x

Source: Infionals

6.2.2 Multiples Method

Table 9 – Market multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Reenergetica SpA	11,7	9,9	9,0	12,8	10,5	9,5
ESI SpA	5,7	5,1	4,4	6,2	5,7	4,9
Iniziative Bresciane S.p.A.	6,5	6,2	6,0	10,8	10,3	9,9
Falck Renewables S.p.A.	14,7	13,4	12,5	26,8	23,2	20,4
Acea S.p.A.	6,2	5,9	5,7	13,2	12,6	12,3
Peer median	6,5	6,2	6,0	12,8	10,5	9,9

Source: Integrae SIM

Table 10 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	28,4	36,6	39,0
EV/EBIT	50,6	55,4	57,4
Equity Value			
EV/EBITDA	31,5	42,1	47,8
EV/EBIT	53,6	60,8	66,2
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	28,3	37,8	43,0
EV/EBIT	48,3	54,7	59,6
Average	38,3	46,3	51,3

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Altea utilizzando la media tra i *market multiple* EV/EBITDA ed EV/EBIT, risulta essere pari a € 46,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 10% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Altea rispetto ai suoi *comparable*: ne risulta un ***equity value* di € 45,3 mln.**

7. Equity Value

Table 11 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	48,8
Equity Value DCF (€/mln)	52,3
Equity Value multiples (€/mln)	45,3
Target Price (€)	2,60

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 48,8 mln. **Il target price è quindi di € 2,60, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 12 – Implied Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
45,8	10,7x	8,0x	7,3x	12,0x	9,0x	8,2x
46,8	11,0x	8,2x	7,4x	12,2x	9,1x	8,4x
47,8	11,2x	8,3x	7,6x	12,5x	9,3x	8,5x
48,8	11,4x	8,5x	7,7x	12,8x	9,5x	8,7x
49,8	11,6x	8,7x	7,9x	13,0x	9,7x	8,9x
50,8	11,9x	8,8x	8,0x	13,3x	9,9x	9,0x
51,8	12,1x	9,0x	8,2x	13,5x	10,1x	9,2x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999**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 S.p.A. 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 Integræe SIM's current Head of Research, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM S.p.A. 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 S.p.A. Performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM S.p.A. 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 S.p.A. 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 information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM S.p.A. Also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A. has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræe 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 Integræe 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 S.p.A. 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 S.p.A. 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, Integræe 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, Integræe 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 INTEGRÆ SIM S.p.A. 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 S.p.A. 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.