

RENERGETICA	Italy	FTSE AIM Italia	Ren Energy
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 6,90 (prev. €7,90)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-0,25%	3,93%	-0,07%	10,28%
to FTSE AIM Italia	-3,98%	-11,58%	-42,40%	-24,80%
to FTSE STAR Italia	-1,30%	0,01%	-23,98%	-40,36%
to FTSE All-Share	-0,26%	-1,10%	-17,10%	-30,18%
to EUROSTOXX	0,15%	-0,97%	-13,88%	-26,56%
to MSCI World Index	-2,12%	-1,57%	-17,21%	-33,44%

Stock Data

Price	€ 3,97
Target price	€ 6,90
Upside/(Downside) potential	74%
Bloomberg Code	REN IM EQUITY
Market Cap (€m)	32,10
EV (€m)	41,72
Free Float	18,05%
Share Outstanding	8.086.098
52-week high	€ 4,47
52-week low	€ 3,49
Average daily volumes (3m)	6.500

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
VoP	11,5	13,0	15,0	17,5
EBITDA	4,7	5,4	6,3	7,5
EBIT	3,6	4,8	5,8	7,1
Net Profit	2,4	3,4	4,4	5,7
EPS (€)	0,30	0,42	0,54	0,70
EBITDA margin	40,8%	41,2%	42,0%	42,6%
EBIT margin	31,3%	36,5%	38,7%	40,3%
Net Profit margin	20,8%	26,2%	29,3%	32,3%

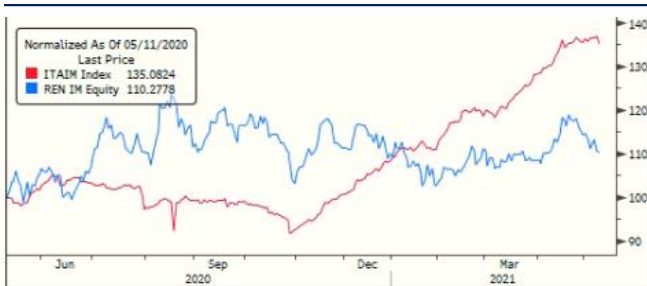
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	8,9	7,8	6,6	5,6
EV/EBIT (x)	11,6	8,8	7,2	5,9
P/E (x)	13,4	9,4	7,3	5,7

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY20A Results

Il valore della produzione si attesta a € 11,50 mln, rispetto a un valore pari a € 9,37 mln registrato a fine 2019 e a € 11,50 mln stimati nel nostro precedente report. La Società conferma la diversificazione geografica dei propri ricavi, infatti, una quota pari al 68% (58% nel 2019) del totale dei ricavi è stato generato in Italia e il restante 32% all'estero. I ricavi esteri risultano essere così suddivisi: 27% negli Stati Uniti (32% nel 2019), 2% in Cile (9% nel 2019) e 3% in Colombia (1% nel 2019).

L'EBITDA, pari a € 4,69 mln, registra un significativo aumento pari al 13% rispetto ai € 4,15 mln dell'esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre attese pari a € 4,00 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e dell'evoluzione della pandemia Covid 19, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2021E pari a € 13,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,35 mln, corrispondente ad una marginalità del 41,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 17,50 mln (CAGR 20A-23E: 15,02%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 7,45 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 42,6%), in crescita rispetto a € 4,69 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 40,8%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Renergetica 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 €56,0 mln. L'equity value di Renergetica utilizzando i market multiples risulta essere pari €55,6 mln (incluso un discount pari al 25%). L'equity value medio è pari a €55,8 mln. Il target price è quindi di €6,90 (prev. Adj. €7,19). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Value of Production	9,37	11,50	13,00	15,00	17,50
COGS	0,02	0,01	0,05	0,05	0,05
Services	3,40	4,86	5,45	6,20	7,15
Use of asset owned by others	0,28	0,26	0,30	0,35	0,40
Employees	1,21	1,32	1,50	1,70	1,95
Other Operating Expenses	0,32	0,37	0,35	0,40	0,50
EBITDA	4,15	4,69	5,35	6,30	7,45
EBITDA Margin	44,3%	40,8%	41,2%	42,0%	42,6%
D&A	1,18	1,08	0,60	0,50	0,40
EBIT	2,98	3,60	4,75	5,80	7,05
EBIT Margin	31,8%	31,3%	36,5%	38,7%	40,3%
Financial Management	(0,96)	(0,96)	(0,85)	(0,75)	(0,60)
EBT	2,02	2,64	3,90	5,05	6,45
Taxes	0,23	0,24	0,50	0,65	0,80
Net Income	1,79	2,40	3,40	4,40	5,65
Minorities Net Income	0,08	0,22	0,17	0,22	0,28
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	5,40	4,48	3,10	2,60	2,30
Account receivable	1,64	1,27	1,90	2,10	2,40
Work in Progress	7,81	15,85	17,00	17,50	18,00
Account payable	0,63	1,37	1,20	1,25	1,35
Operating Working Capital	8,82	15,75	17,70	18,35	19,05
Other Receivable	1,63	2,22	2,25	2,30	2,35
Other Payable	1,42	2,50	2,55	2,60	2,65
Net Working Capital	9,03	15,46	17,40	18,05	18,75
Severance Indemnities & Provision	0,94	0,57	0,60	0,65	0,70
NET INVESTED CAPITAL	13,49	19,36	19,90	20,00	20,35
Share Capital	1,01	1,11	1,11	1,11	1,11
Reserves and Retained Profits	4,45	6,10	8,28	11,51	15,69
Net Income	1,71	2,18	3,23	4,18	5,37
Equity	7,17	9,38	12,61	16,79	22,16
Minorities Equity	0,17	0,36	0,53	0,75	1,03
Cash and Cash Equivalent	2,26	5,54	4,64	6,54	9,84
Financial Debt	8,41	15,16	11,40	9,00	7,00
Net Financial Position	6,16	9,62	6,76	2,46	(2,84)
TOTAL SOURCES	13,49	19,36	19,90	20,00	20,35
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	
EBIT	3,60	4,75	5,80	7,05	
Taxes	0,24	0,50	0,65	0,80	
NOPAT	3,36	4,25	5,15	6,25	
D&A	1,08	0,60	0,50	0,40	
Change in receivable	0,38	(0,63)	(0,20)	(0,30)	
Change in Contract Work in Progress	(8,04)	(1,15)	(0,50)	(0,50)	
Change in payable	0,74	(0,17)	0,05	0,10	
Change in OWC	(6,92)	(1,95)	(0,65)	(0,70)	
Other Changes	0,49	0,01	0,00	(0,00)	
Change in Provision	(0,37)	0,03	0,05	0,05	
OPERATING CASH FLOW	(2,35)	2,94	5,05	6,00	
Investments	(0,16)	0,78	0,00	(0,10)	
FREE CASH FLOW	(2,51)	3,71	5,05	5,90	
Financial Management	(0,96)	(0,85)	(0,75)	(0,60)	
Change in Financial Debt	6,75	(3,76)	(2,40)	(2,00)	
Change in Equity	0,01	0,00	(0,00)	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	3,29	(0,90)	1,90	3,30	

Source: Renergetica and Integrae SIM estimates

1.1 FY20A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY20A

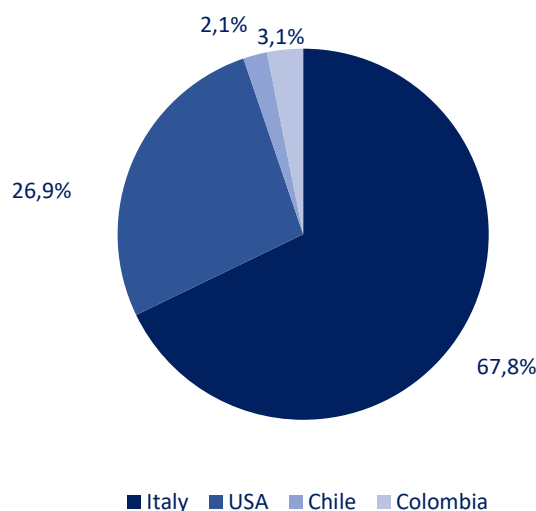
(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY20A	11,50	4,69	40,8%	3,60	2,40	9,62
FY20E	11,50	4,00	34,8%	3,10	2,20	11,54
Change	0,0%	17,2%	6,0%	16,3%	9,0%	N/A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che *“I risultati prodotti nell’esercizio 2020, certamente assai positivi nonostante tutte le difficoltà portate dalla pandemia Covid-19 che ha causato inevitabili ritardi nell’attività di sviluppo dei progetti e nel completamento dei relativi iter autorizzativi, si confermano di grande soddisfazione e ci consentono di guardare al futuro con rinnovato ottimismo”*.

Il valore della produzione si attesta a € 11,50 mln, rispetto a un valore pari a € 9,37 mln registrato a fine 2019 e a € 11,50 mln stimati nel nostro precedente report.

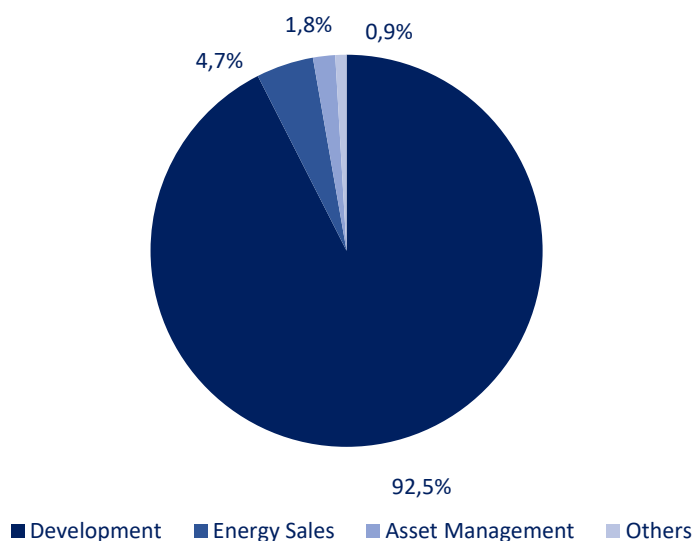
Chart 1 – Revenues Breakdown by Geographical Area



Source: Renergetica

La Società conferma la diversificazione geografica dei propri ricavi, infatti, una quota pari al 68% (58% nel 2019) del totale dei ricavi è stato generato in Italia e il restante 32% all'estero. I ricavi esteri risultano essere così suddivisi: 27% negli Stati Uniti (32% nel 2019), 2% In Cile (9% nel 2019) e 3% in Colombia (1% nel 2019). La relativa riduzione delle quote generate sui mercati esteri, sono in realtà, imputabili alla crescita del mercato nazionale.

Chart 2 – Revenues Breakdown by Business Unit



Source: Renergetica

In linea con gli obiettivi strategici annunciati dalla Società, le attività ad aver generato la maggior quota di ricavi, nel 2020, pari al 92,5%, sono state quelle di Development. La quota restante risulta così distribuita sulle altre linee di ricavo: 4,7% vendita di energia (in calo per la cessione di due impianti fotovoltaici a fine 2019), 1,8% da asset management e 0,9% derivante da altre attività (tra cui *engineering activities*).

L'EBITDA, pari a € 4,69 mln, registra un significativo aumento pari al 13% rispetto ai € 4,15 mln dell'esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre attese pari a € 4,00 mln. L'EBITDA Margin, pari al 40,8%, mostra una leggera flessione rispetto al 44,3% del 2019 e supera nettamente le nostre precedenti stime, pari al 34,8%. Gli ottimi livelli di marginalità sono stati possibili anche grazie agli accordi stipulati con i principali *layer* del mercato italiano e ai progetti rivolti alle community solar negli USA. Nel calcolo della marginalità, si osserva una crescita dei costi per servizi e del personale collegato principalmente alla forte crescita dell'attività di sviluppo in Italia e alla crescita, seppur più contenuta, osservabile negli Stati Uniti.

L'EBIT è pari a € 3,60 mln (€ 2,98 mln nel 2019) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,08 mln. Anche il valore dell'EBIT supera le nostre precedenti attese, pari a € 3,10 mln. Di conseguenza, anche l'EBIT Margin, pari al 31,3% mostra un incremento rispetto alle nostre stime (27,0%). L'aumento della voce D&A è principalmente collegato a svalutazioni pari a circa € 0,22 mln collegate ad eventi alluvionali che hanno interessato la provincia di Imperia nel periodo autunnale che hanno reso impossibile il completamento e la messa in funzione di un impianto mini-idroelettrico.

L'Utile Netto si attesta a € 2,40 mln (€ 1,79 mln nel 2019) in crescita rispetto a € 2,20 mln atteso.

La NFP passa da € 6,16 mln a € 9,62 mln, in miglioramento rispetto alle stime pari a € 11,54 mln. La variazione osservata in termini di NFP è legata alle necessità create dalle maggiori attività di sviluppo e agli slittamenti, causati dalla pandemia, in termini di processi autorizzativi e vendite.

1.2 Eventi Significativi

In seguito alla nostra ultima pubblicazione, la Società ha comunicato:

- In data 18/11/20, l'avvenuta esecuzione di un aumento di capitale gratuito (deliberato in data 30/10/20) con le seguenti caratteristiche: le azioni di nuova emissione sono state assegnate gratuitamente agli azionisti con rapporto di assegnazione di n. 1 nuova azione ogni n. 10 azioni possedute da ciascun azionista.
- In data 01/04/21, l'esecuzione del contratto avente ad oggetto la cessione da parte di Renergetica, anche attraverso le sue controllate Opram Srl e Renergetica USA Corp, di alcuni asset, ritenuti *non core* dalla Società, per un controvalore complessivo di € 3,16 mln circa. Gli *asset* ceduti sono:
 - il 50% di Rh Hydro Srl, Società proprietaria di un impianto mini-idroelettrico della potenza di circa 48kW, sito nel comune di Pomaro Monferrato (AL), ad un prezzo di € 8.704,00, corrispondente al valore in bilancio, oltre ai relativi crediti vantati nei confronti di quest'ultima, per un valore pari a € 683.554,21;
 - il 100% di SR26 Solar Farm LLC, *single purpose company* interamente controllata da Renergetica USA Corp, titolare di un progetto per lo sviluppo di un impianto fotovoltaico della potenza di circa 100MW sito in Florida, ad un prezzo di € 2.249.205,44;
 - il credito nei confronti di Vis Solaris 2011 Srl, Società di diritto rumeno, scaturito da servizi di ingegneria e sviluppo svolti da Renergetica a favore della suddetta Società tra il 2013 ed il 2015, pari ad Euro 225.953,48.
- In data 01/04/21, l'esecuzione del contratto avente ad oggetto la cessione da Redelfi ad Exacto SpA, tramite operazione ai blocchi fuori mercato, di n. 1.709.394 azioni Renergetica, corrispondenti 21,14% del capitale sociale di Renergetica, ossia pressoché l'intera quota posseduta da Redelfi (pari, alla data del comunicato, al 21,15% del capitale sociale), per un controvalore pari a € 6,985 mln, corrispondente ad un prezzo di circa € 4,086 per azione. In seguito a tale operazione, le azioni di Renergetica risultano essere così suddivise: 81,95% di proprietà di Exacto SpA e 18,05% di proprietà del mercato.
- In data 07/04/21, l'acquisizione del 100% del capitale sociale della società di diritto spagnolo Renergetica S.L., da poco costituita e, alla data del comunicato, non ancora operativa, al fine di ampliare l'area di azione, in termini geografici, del proprio business. Lo sviluppo e la gestione del business sul territorio spagnolo sono stati affidati al Dr. Alberto Rodriguez Rocha, con la finalità di sfruttare la sua pluriennale esperienza nel campo dell'energia rinnovabile a livello mondiale e la conoscenza del mercato spagnolo.
- In data 27/04/21, la firma di un accordo con ERG (tramite la controllata Power Generation SpA) di co-sviluppo nel mercato spagnolo su progetti Greenfield nel settore fotovoltaico ed eolico, per un totale di circa 100 MW all'anno. Oltre a questo, la Società supporterà ERG nell'acquisizione di progetti Ready to Build e in Operations. L'accordo firmato ha durata quinquennale con possibilità di rinnovo.

1.3 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

€/mln	FY21E	FY22E	FY23E
VoP			
New	13,0	15,0	17,5
Old	15,5	16,5	17,5
Change	-16,1%	-9,1%	0,0%
EBITDA			
New	5,4	6,3	7,5
Old	7,5	8,1	8,8
Change	-28,7%	-22,2%	-15,3%
EBITDA %			
New	41,2%	42,0%	42,6%
Old	48,4%	49,1%	50,3%
Change	-7,2%	-7,1%	-7,7%
EBIT			
New	4,8	5,8	7,1
Old	6,8	7,5	8,3
Change	-30,1%	-22,7%	-15,1%
Net Income			
New	3,4	4,4	5,7
Old	5,4	6,1	6,9
Change	-37,0%	-27,9%	-18,1%
NFP			
New	6,8	2,5	-2,8
Old	9,9	0,2	-12,0
Change	N/A	N/A	N/A

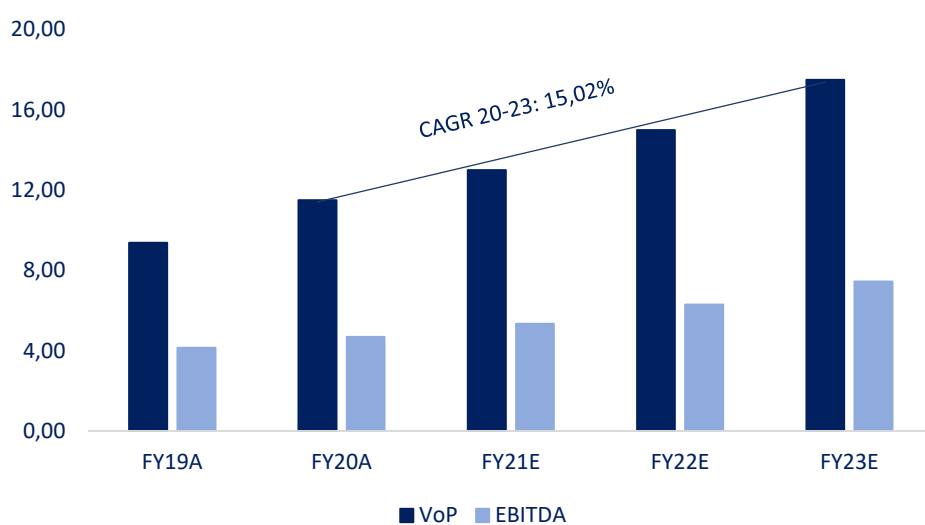
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e dell'evoluzione della pandemia Covid 19, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2021E pari a € 13,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,35 mln, corrispondente ad una marginalità del 41,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 17,50 mln (CAGR 20A-23E: 15,02%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 7,45 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 42,6%), in crescita rispetto a € 4,69 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 40,8%).

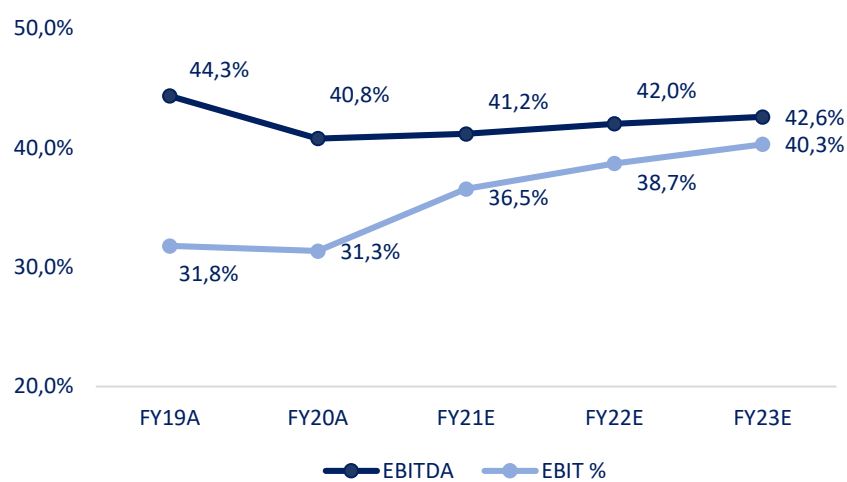
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione delle cessioni di alcuni *asset*, ritenuti *non core* dalla Società, comunicata in data 01/04/2021.

Chart 3 – VoP and EBITDA FY19A-23E



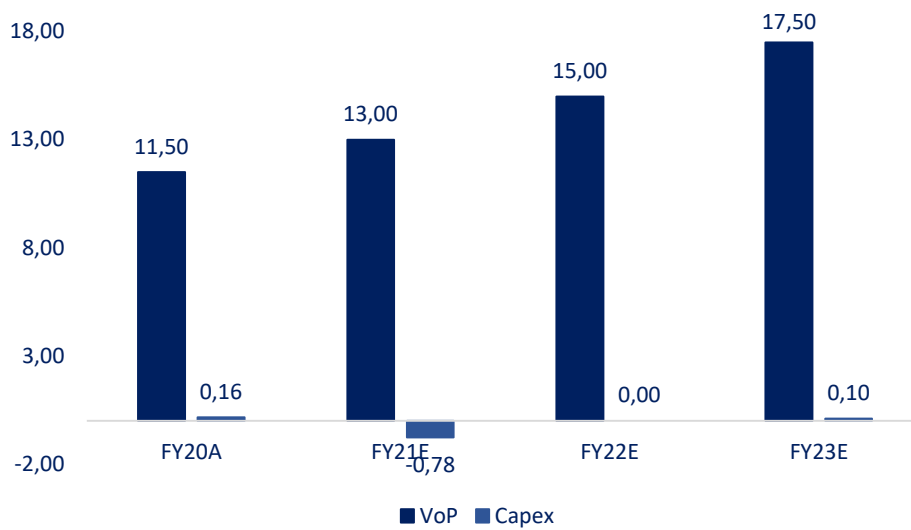
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY19A-23E



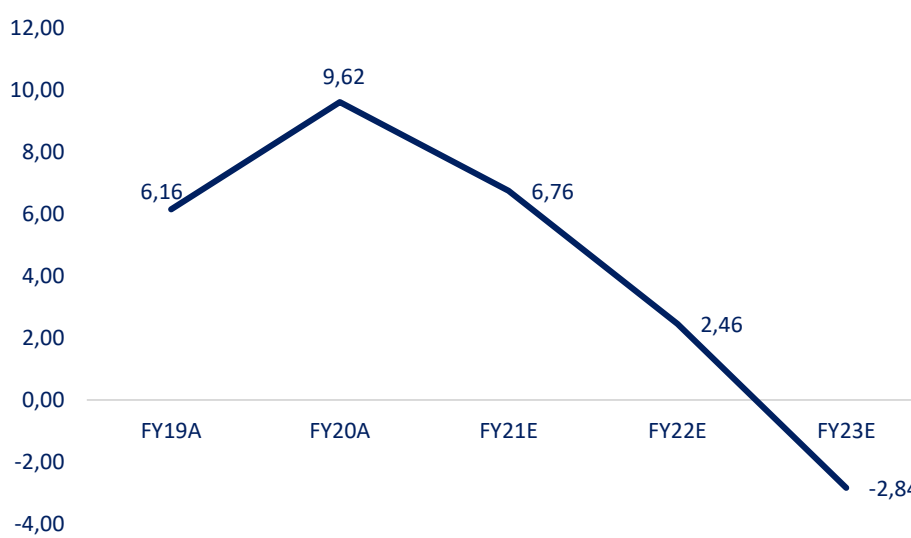
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A-23E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY19A-23E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		6,94%
Risk Free Rate	-0,06% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,93
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,38
Ke	8,83% Kd	5,70%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,94%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		56,0
FCFO actualized	10,4	16%
TV actualized DCF	55,2	84%
Enterprise Value	65,6	100%
NFP (FY20A)	9,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 56,0 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%
Growth rate (g)	2,5%	116,7	98,6	85,1	74,7	66,3	59,5	53,8
	2,0%	99,9	86,2	75,6	67,2	60,3	54,5	49,7
	1,5%	87,4	76,6	68,1	61,1	55,3	50,4	46,1
	1,0%	77,7	69,0	61,9	56,0	51,0	46,8	43,1
	0,5%	69,9	62,7	56,8	51,7	47,4	43,7	40,4
	0,0%	63,6	57,5	52,4	48,1	44,3	41,0	38,0
	-0,5%	58,3	53,1	48,7	44,9	41,5	38,6	35,9

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

I nostri *panel* sono formati da società operanti nello stesso settore di Renergetica, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. I *panel* sono composti da:

Table 7.1 – Market Multiples Renewables

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Innergex Renewable Energy Inc.	13,5	12,9	12,3	35,8	35,0	22,5
Falck Renewables S.p.A.	12,3	11,1	10,2	22,4	19,8	17,7
Boralex Inc.	13,3	12,8	11,9	39,9	32,5	20,5
PNE WIND AG	24,1	13,9	10,1	110,0	25,6	18,3
Volitalia	16,7	13,0	10,6	26,8	20,4	16,8
Exelon Corporation	9,2	8,9	8,7	17,1	16,1	15,8
Duke Energy Corp.	12,3	11,6	10,9	22,1	20,8	20,2
Peer Median	13,3	12,8	10,6	26,8	20,8	18,3

Source: Infinitals

Table 7.2 – Market Multiples Engineering

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
SNC-Lavalin Group Inc.	8,5	8,3	8,2	11,6	10,7	N/A
Fluor Corp.	10,4	7,6	7,5	14,2	9,6	10,0
Tecnicas Reunidas SA	3,6	2,9	2,8	5,1	3,7	3,5
Peer Median	8,5	7,6	7,5	11,6	9,6	6,8

Source: Infinitals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	58,0	64,5	67,5
EV/EBIT	91,0	88,1	88,3
Equity Value			
EV/EBITDA	51,3	62,0	70,4
EV/EBIT	84,3	85,6	91,2
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	38,5	46,5	52,8
EV/EBIT	63,2	64,2	68,4
Average	50,8	55,4	60,6

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Renergetica, utilizzando la media dei *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT dei due panel risulta essere pari a €74,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di €55,6 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	55,8
Equity Value DCF (€/mln)	56,0
Equity Value multiples (€/mln)	55,6
Target Price (€)	6,90

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €55,8 mln. Il **target price** è quindi di **€ 6,90 (prev. Adj. €7,19)**. Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

Nella precedente ricerca, avevamo pubblicato un *target price* pari a € 7,90, corrispondente ad un *equity value* pari a € 58,1 mln circa. Il target price Adj, pari a € 7,19 è stato calcolato considerando il numero di azioni attuale, pari a 8.086.098. La modifica del numero di azioni è conseguente all'aumento di capitale gratuito comunicato in data 18/11/20.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	14,0x	12,2x	10,4x
EV/EBIT	18,2x	13,8x	11,3x
P/E	23,3x	16,4x	12,7x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	8,9x	7,8x	6,6x
EV/EBIT	11,6x	8,8x	7,2x
P/E	13,4x	9,4x	7,3x

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 and Emanuele Negri 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
29/04/2020	3,75	Buy	6,50	Medium	Update
08/09/2020	4,47	Buy	7,90	Medium	Update

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of 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. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

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

Conflict of interest

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

- Integræ SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Renergetica SpA;
- Integræ SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Renergetica SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.

At the Integræ SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integræ SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integræ SIM.