

RENERGETICA	Italy	FTSE AIM Italia	Ren Energy
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 7,27 (prev. €6,90)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	16,67%	16,67%	25,32%	16,92%
to FTSE AIM Italia	20,37%	8,37%	-0,06%	-46,51%
to FTSE STAR Italia	21,99%	11,09%	5,64%	-33,13%
to FTSE All-Share	18,98%	15,19%	20,72%	-17,69%
to EUROSTOXX	21,21%	17,74%	23,06%	-9,42%
to MSCI World Index	21,27%	17,38%	19,46%	-9,41%

Stock Data

Price	€ 4,50
Target price	€ 7,27
Upside/(Downside) potential	62%
Bloomberg Code	REN IM EQUITY
Market Cap (€m)	36,39
EV (€m)	46,00
Free Float	18,05%
Share Outstanding	8.086.098
52-week high	€ 5,20
52-week low	€ 3,56
Average daily volumes (3m)	13.000

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
VoP	11,5	12,0	14,0	16,5
EBITDA	4,7	4,8	5,7	6,7
EBIT	3,6	4,0	5,2	6,3
Net Profit	2,4	2,8	3,9	5,0
EPS (€)	0,30	0,34	0,48	0,62
EBITDA margin	40,8%	40,0%	40,4%	40,6%
EBIT margin	31,3%	32,9%	36,8%	38,2%
Net Profit margin	20,8%	22,9%	27,9%	30,3%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	9,8	9,6	8,1	6,9
EV/EBIT (x)	12,8	11,6	8,9	7,3
P/E (x)	15,2	13,2	9,3	7,3

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H21A Results

Il valore della produzione si attesta a € 5,32 mln, in lieve flessione (-4,5%) rispetto al valore pari a € 5,57 mln del 1H20A e alle nostre aspettative per il full year 2021E. L'EBITDA si attesta ad un valore pari a € 2,13 mln, contro i € 2,57 mln realizzati nel primo semestre dello scorso anno (-17,4%). Si registra anche un lieve calo della marginalità di 6,3 punti percentuali, con un EBITDA margin che passa da un 46,2% dell'1H20A a 39,9% dell'1H21A, ma si evidenzia come l'EBITDA margin al FY20A fosse pari al 40,8%. Il Net Income complessivo è pari a € 1,12 mln (€ 1,49 mln nell'1H20A).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY20A 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 FY21E pari a € 12,00 mln ed un EBITDA pari a € 4,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 40,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 18,00 mln (CAGR 20A-24E: 11,85%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 7,35 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 40,8%), in crescita rispetto a € 4,69 mln del FY20A (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 € 60,9 mln. L'equity value di Renergetica utilizzando i market multiples risulta essere pari €56,7 mln (incluso un discount pari al 25%). L'equity value medio è pari a €58,8 mln. Il target price è quindi di € 7,27 (prev. 6,90). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Value of Production	9,37	11,50	12,00	14,00	16,50	18,00
COGS	0,02	0,01	0,05	0,05	0,05	0,05
Services	3,40	4,86	4,80	5,60	6,55	7,15
Use of asset owned by others	0,28	0,26	0,25	0,30	0,35	0,40
Employees	1,21	1,32	1,75	2,00	2,35	2,50
Other Operating Expenses	0,32	0,37	0,35	0,40	0,50	0,55
EBITDA	4,15	4,69	4,80	5,65	6,70	7,35
EBITDA Margin	44,3%	40,8%	40,0%	40,4%	40,6%	40,8%
D&A	1,18	1,08	0,85	0,50	0,40	0,35
EBIT	2,98	3,60	3,95	5,15	6,30	7,00
EBIT Margin	31,8%	31,3%	32,9%	36,8%	38,2%	38,9%
Financial Management	(0,96)	(0,96)	(0,80)	(0,70)	(0,60)	(0,50)
EBT	2,02	2,64	3,15	4,45	5,70	6,50
Taxes	0,23	0,24	0,40	0,55	0,70	0,83
Net Income	1,79	2,40	2,75	3,90	5,00	5,68
Minorities Net Income	0,08	0,22	0,14	0,20	0,25	0,28
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Asset	5,40	4,48	3,70	2,45	2,10	1,85
Account receivable	1,64	1,27	1,75	2,00	2,25	2,50
Work in Progress	7,81	15,85	18,00	18,30	18,60	19,00
Account payable	0,63	1,37	1,10	1,15	1,20	1,35
Operating Working Capital	8,82	15,75	18,65	19,15	19,65	20,15
Other Receivable	1,63	2,22	2,25	2,30	2,35	2,40
Other Payable	1,42	2,50	2,55	2,60	2,65	2,70
Net Working Capital	9,03	15,46	18,35	18,85	19,35	19,85
Severance Indemnities & Provision	0,94	0,57	0,80	0,85	0,90	1,00
NET INVESTED CAPITAL	13,49	19,36	21,25	20,45	20,55	20,70
Share Capital	1,01	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Reserves and Retained Profits	4,45	6,10	8,28	10,89	14,59	19,34
Group Net Income	1,71	2,18	2,61	3,71	4,75	5,39
Equity	7,17	9,38	12,00	15,70	20,45	25,84
Minorities Equity	0,17	0,36	0,50	0,69	0,94	1,23
Cash and Cash Equivalent	2,26	5,54	2,64	4,94	7,84	11,37
Financial Debt	8,41	15,16	11,40	9,00	7,00	5,00
Net Financial Position	6,16	9,62	8,76	4,06	(0,84)	(6,37)
TOTAL SOURCES	13,49	19,36	21,25	20,45	20,55	20,70
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	
EBIT	3,60	3,95	5,15	6,30	7,00	
Taxes	0,24	0,40	0,55	0,70	0,83	
NOPAT	3,36	3,55	4,60	5,60	6,18	
D&A	1,08	0,85	0,50	0,40	0,35	
Change in receivable	0,38	(0,48)	(0,25)	(0,25)	(0,25)	
Change in Contract Work in Progress	(8,04)	(2,15)	(0,30)	(0,30)	(0,40)	
Change in payable	0,74	(0,27)	0,05	0,05	0,15	
Change in OWC	(6,92)	(2,90)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	
Other Changes	0,49	0,01	0,00	(0,00)	0,00	
Change in Provision	(0,37)	0,23	0,05	0,05	0,10	
OPERATING CASH FLOW	(2,35)	1,74	4,65	5,55	6,13	
Investments	(0,16)	(0,07)	0,75	(0,05)	(0,10)	
FREE CASH FLOW	(2,51)	1,66	5,40	5,50	6,03	
Financial Management	(0,96)	(0,80)	(0,70)	(0,60)	(0,50)	
Change in Financial Debt	6,75	(3,76)	(2,40)	(2,00)	(2,00)	
Change in Equity	0,01	0,00	0,00	0,00	(0,00)	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	3,29	(2,90)	2,30	2,90	3,53	

Source: Renergetica and Integrae SIM estimates

1.1 1H21A Results

Table 2 – 1H21A vs 1H20A

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H21A	5,32	2,13	39,9%	1,67	1,12	8,83
1H20A	5,57	2,57	46,2%	2,08	1,49	9,62*
Change	-4,5%	-17,4%	-6,3%	-19,9%	-24,8%	N/A

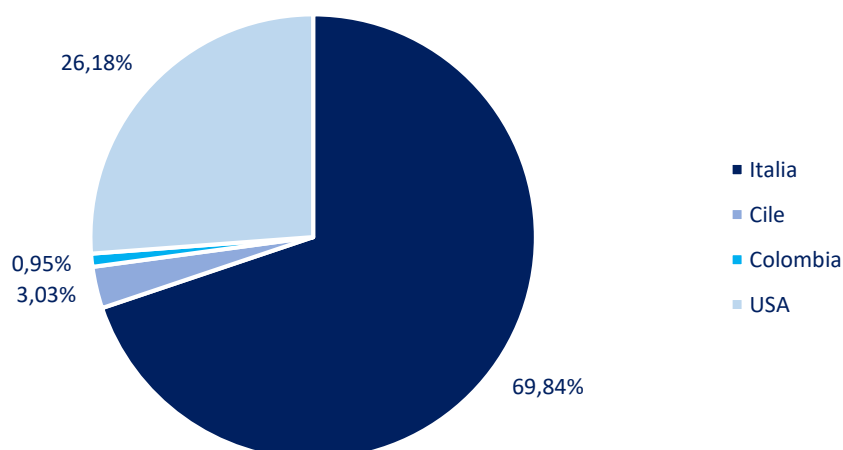
Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/20

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“Nella difficile situazione contingente caratterizzata dalla pandemia COVID-19, che ha determinato inevitabili rallentamenti nei processi autorizzativi, Renergetica mantiene risultati positivi anche nella semestrale 2021 e rafforza la propria presenza internazionale con l’ingresso nel mercato spagnolo. L’accordo pluriennale raggiunto con ERG per lo sviluppo in questo specifico mercato riconferma la nostra affidabilità, riconosciuta da operatori di primissimo livello che ci hanno scelto come partner commerciale.”*

Il valore della produzione si attesta a € 5,32 mln, in lieve flessione (-4,5%) rispetto al valore pari a € 5,57 mln del 1H20A e alle nostre aspettative per il *full year* 2021E. Il calo dei ricavi, come riportato dalla Società, è prevalentemente dovuto a rallentamenti nei processi autorizzativi causati dalla pandemia di Covid-19.

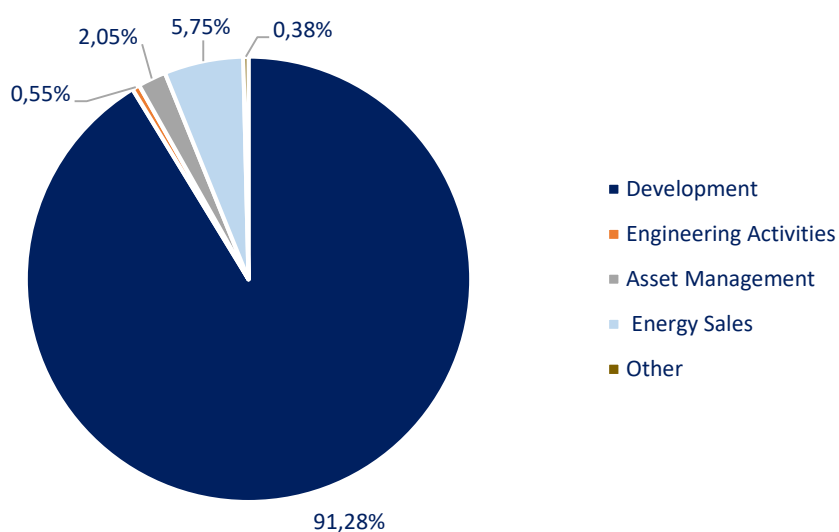
Chart 1 – Revenues Breakdown by Geographical Area



Source: Renergetica e Integrae SIM

Il 69,8% (69,0% nel FY20A) del valore della produzione è generato sul mercato italiano che registra un’importante accelerata e il restante 30,2% all’estero: il 3,0% dalle attività in Cile, il 26,2% dalle attività negli Stati Uniti (23% nel FY20A) e il restante 0,9% nel mercato colombiano. Si segnala inoltre che nel primo semestre dell’esercizio Renergetica è entrata nel più maturo mercato spagnolo, stipulando un importante accordo pluriennale con ERG per lo sviluppo di nuovi progetti.

Chart 2 – Revenues Breakdown by Business Line



Source: Renergetica e Integrae SIM

In linea con le strategie della Società, una grande maggioranza dei ricavi prodotti nel 1H21A sono riconducibili al segmento Development, che ha generato una quota pari al 92,3% del totale. La Vendita di Energia ha prodotto il 5,8% del fatturato, mentre di residuale importanza sono le *business line Engineering Activities* e *Asset Management*, che generano circa il 3,0% dei ricavi totali.

L'EBITDA si attesta ad un valore pari a € 2,13 mln, contro i € 2,57 mln realizzati nel primo semestre dello scorso anno (-17,4%). Si registra anche un lieve calo della marginalità di 6,3 punti percentuali, con un EBITDA *margin* che passa da un 46,2% dell'1H20A a 39,9% dell'1H21A, ma si evidenzia come l'EBITDA *margin* al FY20A fosse pari al 40,8%. La flessione è riconducibile principalmente ai costi sostenuti per l'avvio delle attività nel mercato spagnolo, oltre ad un aumento generale di prezzi di approvvigionamento dell'energia e del costo dei trasporti internazionali.

L'EBIT è pari a € 1,67 mln (€ 2,08 mln nell'1H20A) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,46 mln. Il valore dell'EBIT *margin* varia anch'esso di sei punti percentuali rispetto al primo semestre dell'anno precedente, passando dal 37,3% al 31,3%, valore analogo a quanto consuntivato per il *full year* 2020.

Il Net Income complessivo è pari a € 1,12 mln (€ 1,49 mln nell'1H20A).

1.2 FY21E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-24E

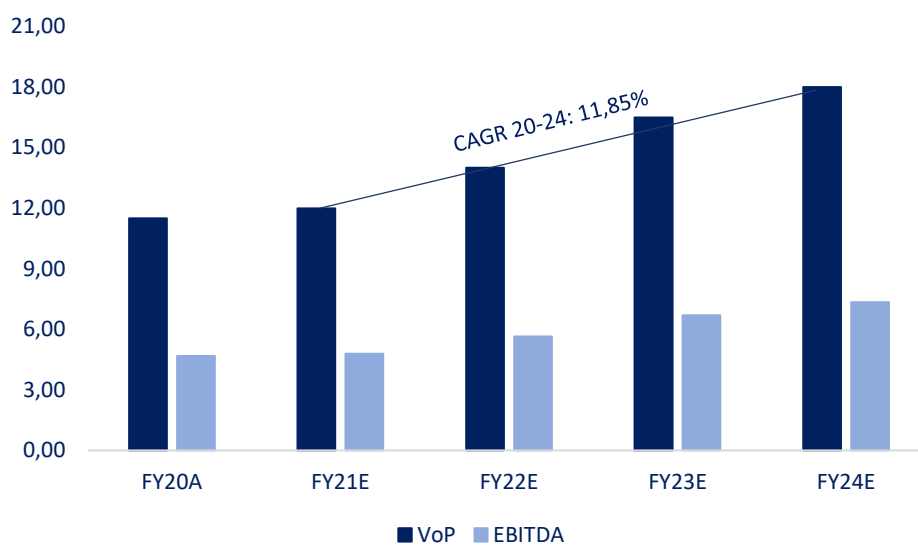
€/mln	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
VoP				
New	12,0	14,0	16,5	18,0
Old	13,0	15,0	17,5	N/A
Change	-7,7%	-6,7%	-5,7%	N/A
EBITDA				
New	4,8	5,7	6,7	7,4
Old	5,4	6,3	7,5	N/A
Change	-10,3%	-10,3%	-10,1%	N/A
EBITDA %				
New	40,0%	40,4%	40,6%	40,8%
Old	41,2%	42,0%	42,6%	N/A
Change	-1,2%	-1,6%	-2,0%	N/A
EBIT				
New	4,0	5,2	6,3	7,0
Old	4,8	5,8	7,1	N/A
Change	-16,8%	-11,2%	-10,6%	N/A
Net Income				
New	2,8	3,9	5,0	5,7
Old	3,4	4,4	5,7	N/A
Change	-19,1%	-11,4%	-11,5%	N/A
NFP				
New	8,8	4,1	-0,8	-6,4
Old	6,8	2,5	-2,8	N/A
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

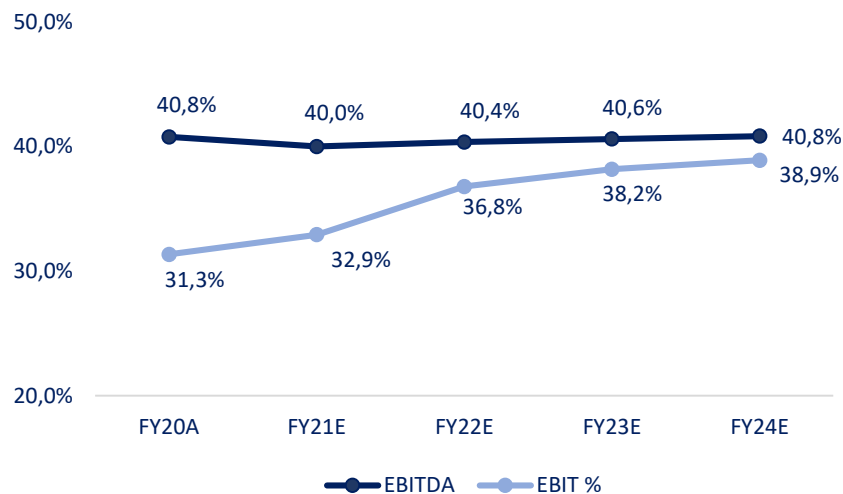
In particolare, stimiamo valore della produzione FY21E pari a € 12,00 mln ed un EBITDA pari a € 4,80 mln, corrispondente ad un EBITDA *margin* del 40,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 18,00 mln (CAGR 20A-24E: 11,85%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 7,35 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 40,8%), in crescita rispetto a € 4,69 mln del FY20A (corrispondente ad un EBITDA margin del 40,8%).

Chart 3 – Value of Production and EBITDA FY20A-24E



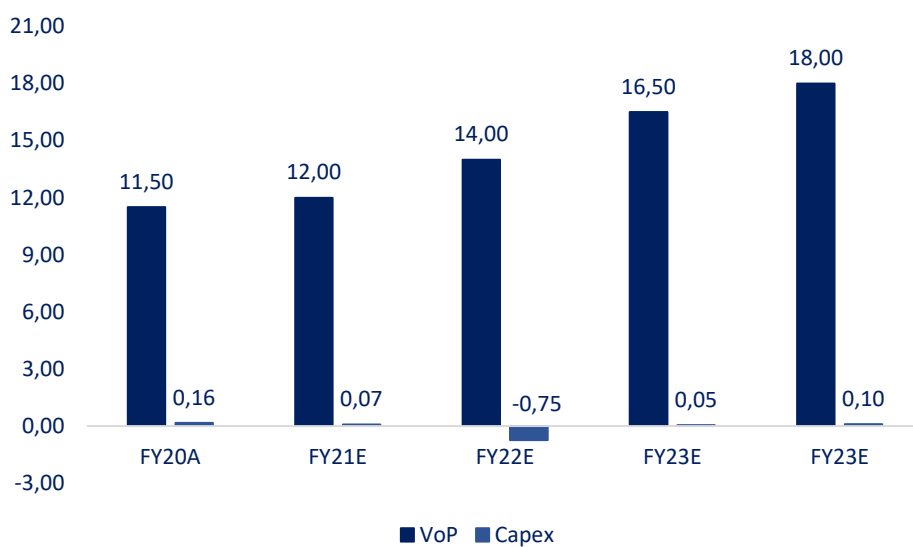
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY20A-24E



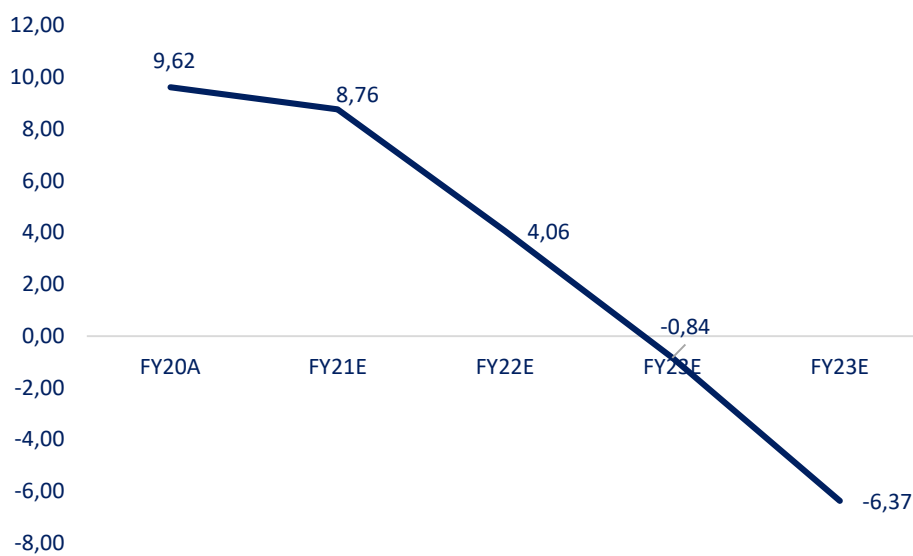
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY120A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY20A-24E



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		7,38%
Risk Free Rate	-0,19% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,95
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	1,24
Ke	8,79% Kd	5,70%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,35%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		60,9
FCFO actualized	12,8	18%
TV actualized DCF	57,7	82%
Enterprise Value	70,5	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 €60,9 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
Growth rate (g)	2,5%	117,6	101,3	88,7	78,7	70,6	63,8	58,1
	2,0%	102,9	90,1	80,0	71,7	64,9	59,1	54,1
	1,5%	91,6	81,3	72,9	65,9	60,0	55,0	50,6
	1,0%	82,5	74,0	66,9	60,9	55,9	51,5	47,6
	0,5%	75,2	68,0	62,0	56,8	52,3	48,4	44,9
	0,0%	69,1	63,0	57,7	53,1	49,2	45,7	42,6
	-0,5%	64,0	58,6	54,0	50,0	46,4	43,3	40,5

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Al fine di catturare al meglio la diversificazione del Gruppo, abbiamo condotto la valutazione utilizzando i multipli di due diversi *panel*:

- Il primo contenente Società appartenenti al mercato *Renewables*;
- Il secondo contenente Società appartenenti al mercato *Engineering*.

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)				P/E (x)			
	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Innergex Renewable Energy Inc.	14,0	12,9	13,0	12,2	31,6	29,7	20,5	N/A	711,3	66,7	73,6	92,8
Falck Renewables S.p.A.	14,3	12,9	11,8	10,7	25,3	20,8	20,3	18,4	61,8	43,1	35,3	N/A
Boralex Inc.	13,5	13,0	12,2	10,7	39,0	33,1	21,7	N/A	89,8	50,8	50,8	44,0
PNE WIND AG	23,9	13,8	10,0	7,6	114,2	25,4	18,1	13,5	N/M	246,0	61,5	35,1
Voltaia	15,9	12,1	9,8	8,2	27,1	19,6	16,1	12,2	57,5	38,7	26,4	N/A
Exelon Corporation	5,2	5,0	4,8	4,7	9,7	9,1	8,7	8,3	17,4	15,5	14,4	14,9
Duke Energy Corp.	12,1	11,4	10,7	10,0	21,5	20,3	19,0	17,5	18,9	18,0	17,1	16,1
Peer Median	14,0	12,9	10,7	10,0	27,1	20,8	19,0	13,5	59,6	43,1	35,3	35,1

Source: Infinitals

Table 7.2 – Market Multiples Engineering

Company name	EV/EBITDA (x)				EV/EBIT (x)				P/E (x)			
	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
SNC-Lavalin Group Inc.	10,3	10,1	9,9	9,7	14,1	13,4	13,5	N/A	21,1	17,9	16,3	14,7
Fluor Corp.	6,6	4,8	3,9	N/A	9,0	5,9	5,1	N/A	26,2	12,8	10,2	N/A
Tecnicas Reunidas SA	2,3	1,5	1,5	1,7	2,6	2,7	1,9	2,1	7,9	11,1	7,8	8,1
Peer Median	6,6	4,8	3,9	5,7	9,0	5,9	5,1	2,1	21,1	12,8	10,2	11,4

Source: Infinitals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Enterprise Value (EV)				
EV/EBITDA	49,3	50,0	49,0	57,7
EV/EBIT	71,3	68,9	75,7	54,5
Equity Value				
EV/EBITDA	40,5	45,9	49,9	64,1
EV/EBIT	62,5	64,8	76,5	60,9
P/E	105,5	103,5	107,9	125,5
Equity Value post 25% discount				
EV/EBITDA	30,4	34,5	37,4	48,0
EV/EBIT	46,9	48,6	57,4	45,6
P/E	79,1	77,6	80,9	94,1
Average	52,1	53,6	58,6	62,6

Source: Integrae SIM

L'equity value di Renergetica, utilizzando la media ponderata dei market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a €75,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. **Pertanto, ne risulta un equity value di €56,7 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	58,8
Equity Value DCF (€/mln)	60,9
Equity Value multiples (€/mln)	56,7
Target Price (€)	7,27

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €58,8 mln. Il *target price* è quindi di € 7,27 (prev. €6,90). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E	FY23A
EV/EBITDA	14,6x	14,3x	12,1x	10,2x
EV/EBIT	19,0x	17,3x	13,3x	10,9x
P/E	24,5x	21,4x	15,1x	11,8x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E	FY23A
EV/EBITDA	9,8x	9,6x	8,1x	6,9x
EV/EBIT	12,8x	11,6x	8,9x	7,3x
P/E	15,2x	13,2x	9,3x	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.

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
12/05/2021	3,97	Buy	6,90	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 $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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