

INTRED	Italy	FTSE AIM Italia	Tlc
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 8,00 (prev. €6,52)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-7,19%	11,51%	26,53%	64,89%
to FTSE AIM Italia	13,05%	31,92%	49,37%	94,04%
to FTSE STAR Italia	24,74%	41,66%	47,52%	86,09%
to FTSE All-Share	29,70%	46,23%	55,26%	91,34%
to EUROSTOXX	27,41%	45,70%	56,26%	89,70%
to MSCI World Index	26,14%	43,36%	53,50%	88,41%

Stock Data

Price	€ 6,24
Target price	€ 8,00
Upside/(Downside) potential	28,2%
Bloomberg Code	ITD IM EQUITY
Market Cap (€m)	98,91
EV (€m)	90,77
Free Float	20%
Share Outstanding	15.850.500
52-week high	€ 6,94
52-week low	€ 3,59
Average daily volumes (3m)	13.000

Key Financials (€m)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	21,2	35,5	40,6	46,7
EBITDA	8,7	12,0	15,2	18,5
EBIT	5,8	6,1	8,6	11,4
Net Profit	4,3	4,4	6,3	8,4
EPS (€)	0,27	0,28	0,40	0,53
EBITDA margin	41,1%	33,7%	37,5%	39,6%
EBIT margin	27,2%	17,2%	21,1%	24,5%
Net Profit margin	20,4%	12,5%	15,5%	17,9%

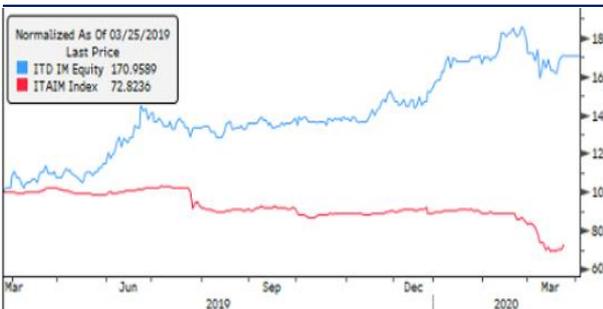
Main Ratios	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	10,4	7,6	6,0	4,9
EV/EBIT (x)	15,8	14,9	10,6	7,9
P/E (x)	22,9	22,4	15,7	11,8

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY19A Results

I risultati FY19A sono stati molto positivi e hanno superato le nostre precedenti stime. Il valore della produzione è stato superiore alle nostre stime dell'1,9%, attestandosi a € 21,2 mln, con una crescita del 18,5% rispetto all'anno precedente. L'incremento dei ricavi continua ad essere trainato dalle vendite di connessioni veloci in banda ultralarga cresciute del +45% a € 11,7 mln, in miglioramento anche il settore della telefonia (+17% a € 2,3 mln).

L'EBITDA ha superato le attese del 6,9%, con conseguente aumento della marginalità da 39,2% a 41,1% (38,1% nel 2018).

Estimates update

Riteniamo che il fatturato e la marginalità di Intred, in ragione della natura del business, non saranno influenzati dall'epidemia Covid-19. Nel caso in cui dovessero esserci eventuali aggiornamenti in tal senso, provvederemo prontamente a redigere un update.

Dati i risultati conseguiti da Intred e l'acquisizione di Qcom, stimiamo CAGR 20-25E di circa 14,8% con revenues che passano da €35,0 mln del FY20E a circa €70,0 mln nel FY25E. Secondo le nostre stime, la Società sarà nuovamente in grado di produrre marginalità intorno al 40% a partire dal 2022.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Intred 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 2,0%) restituisce un equity value pari a €130,8 mln. L'equity value di Intred utilizzando i market multiples risulta essere pari €122,8 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €126,8 mln. Il target price è quindi di €8,00 (prev. €6,52). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Acquisizione Qcom S.p.A

1.1 Acquisizione.

In data 27 febbraio 2020, tramite comunicato stampa, Intred S.p.A. ha reso pubblico il *closing* dell'operazione di acquisizione del 100% del capitale sociale di Qcom S.p.A. L'acquisizione prevede un corrispettivo per il totale delle azioni pari a € 10,2 mln: € 8,3 già corrisposti al momento del *closing*, mentre la restante parte sarà corrisposta una volta terminata la procedura di aggiustamento del prezzo, che verrà perfezionata a seguito dell'approvazione da parte di Qcom del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2019. Il comunicato stampa rivela anche alcuni dati attesi della società acquisita:

- Ricavi delle vendite attesi pari a € 10,9 mln;
- Valore della produzione atteso pari a € 11,2 mln;
- Posizione finanziaria netta positiva attesa pari a € 0,8 mln;
- EBITDA *Adjusted*, per tenere conto di ricavi e costi non afferenti la gestione caratteristica, pari a € 1,8 mln.

L'operazione sarà finanziata per € 6 mln tramite debito stipulato con Intesa Sanpaolo: durata di sei anni, tasso d'interesse in linea con le migliori condizioni di mercato, nessun *covenant* e nessuna garanzia. La quota di acquisto eccedente i € 6 mln di debito sarà finanziata grazie alla disponibilità di cassa.

Il *deal* è stato concluso a multipli impliciti molto favorevoli sia in termini di Ricavi attesi 2019 sia in termini di Ebitda Adjusted atteso 2019.

Table 1 – Intred and Qcom Deal Multiples

	EV/Sales	EV/EBITDA (1)
Intred	4,3 (x)	11 (x)
Qcom Deal	0,8 (x)	5,2 (x)

(1) Il multiplo del deal Qcom fa riferimento all'Ebitda Adjusted per tenere conto di ricavi e costi non afferenti la gestione caratteristica.

Source: Intred and Integrae SIM estimates

1.2 Qcom S.p.A.

Qcom è una società di telecomunicazione attiva in tutta la Lombardia con particolare focus sulle province di Bergamo, Milano, Brescia, Monza e Brianza, Cremona e Varese. Qcom opera principalmente nel segmento business ed è specializzata nella connettività in banda ultralarga per la quale, a differenza di Intred, si serve di infrastrutture di terzi. È caratterizzata da un'ottima struttura commerciale (vanta oltre 4.200 clienti) e da una vasta gamma di servizi tesi a fidelizzare la clientela, tra questi si annoverano una serie di servizi nel campo della sicurezza. Tale organizzazione del *business* si riflette sulla struttura del personale che conta un numero piuttosto alto di dipendenti (circa 70) in relazione al fatturato. Questo dato diventa ancora più evidente nel confronto con Intred che, quasi a parità di numero di dipendenti, genera un Valore della Produzione sostanzialmente doppio.

1.3 Integrazione

L'integrazione sarà semplificata dalla distribuzione geografica dei clienti di Qcom che per l'80% sono situati in zone coperte dalla rete proprietaria di Intred. La porzione di clientela non coperta dalla rete proprietaria continuerà ad essere servita tramite infrastrutture di terzi. Dal punto di vista del numero di dipendenti, Intred ha in piano di sfruttare le risorse di Qcom per mantenere attiva la rete commerciale e la maggior parte dei servizi accessori offerti che sono stati individuati come potenzialmente rilevanti nell'ambito della fidelizzazione della clientela.

Ad oggi, l'EBITDA Adj. di Qcom, in ragione della gamma di servizi offerti e dei maggiori costi dovuti a godimento di beni di terzi e alla struttura del personale, è notevolmente minore di quello di Intred in termini di margini (circa 16% vs circa 40%). Tramite il processo di integrazione dei *business* e dei sistemi e grazie al passaggio dei clienti di Qcom dalla rete di terzi alla rete proprietaria, Intred ha in piano di riportare la marginalità attorno al 40% in circa 3 anni.

2. Diritti Pay Tv

Sky, noto fornitore di Pay Tv, ha sviluppato un servizio in abbonamento concepito appositamente per chi utilizza connessioni in fibra. Inizialmente, Sky aveva previsto la possibilità di fornire il servizio solo ai clienti delle maggiori società di telecomunicazione. Per questo motivo, Intred ha presentato ad AgCom un'istanza nei confronti di Sky. L'Autorità Garante nelle Comunicazioni ha stabilito che Sky dovrà siglare un accordo con la Società al fine di permettere a Intred di veicolare i contenuti di Pay Tv a condizioni eque e non discriminatorie rispetto ai maggiori *competitor*.

La Società ha già iniziato la fase di test e, a breve, i clienti potranno iniziare ad usufruire del nuovo servizio.

3. Economics & Financials

Table 2 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	14,40	17,20	20,83	35,00	40,00	46,00	53,00	61,00	70,00
Other Revenues	0,38	0,68	0,36	0,50	0,60	0,70	0,80	0,90	1,00
Value of Production	14,78	17,88	21,19	35,50	40,60	46,70	53,80	61,90	71,00
COGS	0,31	0,12	0,13	0,25	0,28	0,32	0,37	0,40	0,46
Use of assets owned by others	3,70	4,66	5,47	9,50	10,20	11,70	13,50	15,40	17,40
Services	2,25	3,36	3,12	6,70	7,40	8,40	9,60	11,00	12,00
Employees	2,33	2,59	3,27	6,40	6,70	6,90	7,50	8,50	10,00
Other Operating Expenses	0,49	0,35	0,50	0,70	0,80	0,90	1,00	1,20	1,30
EBITDA	5,70	6,81	8,71	11,95	15,22	18,48	21,83	25,40	29,84
<i>EBITDA Margin</i>	<i>39,6%</i>	<i>39,6%</i>	<i>41,1%</i>	<i>33,7%</i>	<i>37,5%</i>	<i>39,6%</i>	<i>40,6%</i>	<i>41,0%</i>	<i>42,0%</i>
D&A	2,17	2,62	2,95	5,85	6,65	7,05	7,45	7,85	8,35
EBIT	3,53	4,19	5,76	6,10	8,57	11,43	14,38	17,55	21,49
<i>EBIT Margin</i>	<i>23,9%</i>	<i>23,4%</i>	<i>27,2%</i>	<i>17,2%</i>	<i>21,1%</i>	<i>24,5%</i>	<i>26,7%</i>	<i>28,4%</i>	<i>30,3%</i>
Financial Management	(0,05)	(0,03)	0,08	(0,08)	(0,06)	(0,05)	0,00	0,08	0,11
EBT	3,47	4,16	5,84	6,02	8,51	11,38	14,38	17,63	21,60
Taxes	0,93	0,95	1,52	1,60	2,20	3,00	3,80	4,50	5,60
Net Income	2,54	3,21	4,33	4,42	6,31	8,38	10,58	13,13	16,00

BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	18,21	21,96	26,26	44,35	50,15	56,15	62,15	68,15	75,15
Account receivable	3,58	3,10	3,71	7,00	7,90	9,00	10,20	11,60	13,10
Account payable	4,49	5,06	5,67	9,00	9,80	11,20	12,80	14,60	16,20
Operating Working Capital	(0,9)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(1,9)	(2,2)	(2,6)	(3,0)	(3,1)
Other receivable	1,62	1,36	1,22	2,50	2,80	3,30	3,80	4,40	5,00
Other payable	4,92	4,72	6,38	7,00	7,60	8,60	10,00	11,50	12,80
Net Working Capital	(4,2)	(5,3)	(7,1)	(6,5)	(6,7)	(7,5)	(8,8)	(10,1)	(10,9)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,50	0,57	0,62	1,45	1,50	1,55	1,65	1,85	2,15
NET INVESTED CAPITAL	13,52	16,06	18,52	36,40	41,95	47,10	51,70	56,20	62,10
Share Capital	3,81	10,00	10,00	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60
Reserves	3,09	9,44	12,33	16,23	20,20	25,88	33,42	42,95	54,76
Net Income	2,54	3,21	4,33	4,42	6,31	8,38	10,58	13,13	16,00
Equity	9,44	22,65	26,66	31,25	37,11	44,86	54,60	66,68	81,36
Cash & Cash Equivalent	1,09	9,65	9,95	2,65	1,96	3,56	7,70	14,28	22,06
Short Term Debt to Bank	1,91	1,25	0,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Debt to Bank	3,26	1,81	1,23	7,80	6,80	5,80	4,80	3,80	2,80
Net Financial Position	4,08	(6,6)	(8,1)	5,2	4,8	2,2	(2,9)	(10,5)	(19,3)
SOURCES	13,52	16,06	18,52	36,40	41,95	47,10	51,70	56,20	62,10

CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	4,19	5,76	6,10	8,57	11,43	14,38	17,55	21,49
Taxes	0,95	1,52	1,60	2,20	3,00	3,80	4,50	5,60
NOPAT	3,24	4,25	4,50	6,37	8,43	10,58	13,05	15,89
D&A	2,62	2,95	5,85	6,65	7,05	7,45	7,85	8,35
Change in receivable	0,49	(0,62)	(3,29)	(0,90)	(1,10)	(1,20)	(1,40)	(1,50)
Change in payable	0,58	0,60	3,34	0,80	1,40	1,60	1,80	1,60
Change in others	0,07	1,80	-0,66	0,30	0,50	0,90	0,90	0,70
<i>Change in NWC</i>	<i>1,13</i>	<i>1,79</i>	<i>-0,61</i>	<i>0,20</i>	<i>0,80</i>	<i>1,30</i>	<i>1,30</i>	<i>0,80</i>
Change in provisions	0,07	0,05	0,83	0,05	0,05	0,10	0,20	0,30
OPERATING CASH FLOW	7,06	9,03	10,56	13,27	16,33	19,43	22,40	25,34
Capex	(6,36)	(7,2)	(23,9)	(12,5)	(13,1)	(13,5)	(13,9)	(15,4)
FREE CASH FLOW	0,70	1,79	(13,38)	0,82	3,28	5,98	8,55	9,99
Financial Management	(0,03)	0,08	(0,08)	(0,06)	(0,05)	0,00	0,08	0,11
Change in Debt to Bank	(2,10)	(1,25)	5,99	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)
Change in Equity	10,00	(0,32)	0,17	(0,44)	(0,63)	(0,84)	(1,06)	(1,31)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	8,56	0,30	(7,30)	(0,68)	1,60	4,14	6,57	7,79

Source: Intred and Integrae SIM estimates

3.1 FY19A Results

Table 3 – Actual VS Estimates FY19A

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
Actual	21,2	8,7	41,1%	5,8	4,3	(8,1)
Forecast	20,8	8,2	39,2%	5,2	3,7	(3,4)
<i>Change</i>	<i>1,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>11,8%</i>	<i>16,0%</i>	<i>139,4%</i>

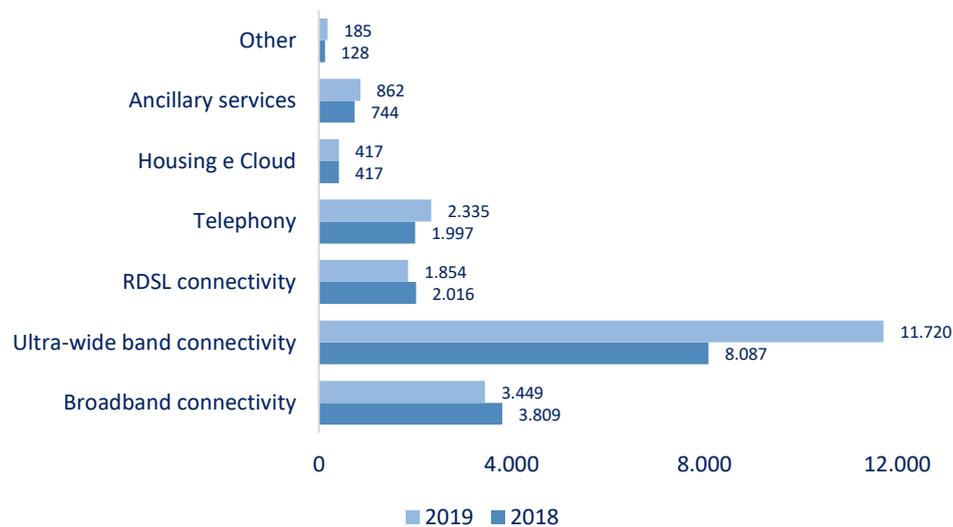
Source: Integrae SIM

Intred, con i risultati FY19A ha superato le nostre precedenti stime sia in termini di fatturato sia in termini di marginalità. Nel dettaglio, il valore della produzione è stato superiore alle nostre stime dell'1,9%, attestandosi a € 21,2 mln, con una crescita del 18,5% rispetto all'anno precedente. L'incremento dei ricavi continua ad essere trainato dalle vendite di connessioni veloci in banda ultralarga (FTTH e FTTC) cresciute del +45% a € 11,7 mln, in miglioramento anche il settore della telefonia (+17% a € 2,3 mln), sostenuto dalle vendite dei pacchetti commerciali di tipo flat.

L'EBITDA ha superato le attese del 6,9%, con conseguente aumento della marginalità da 39,2% a 41,1% (38,1% nel 2018). In crescita rispetto alle stime anche i valori di Ebit e Net Income.

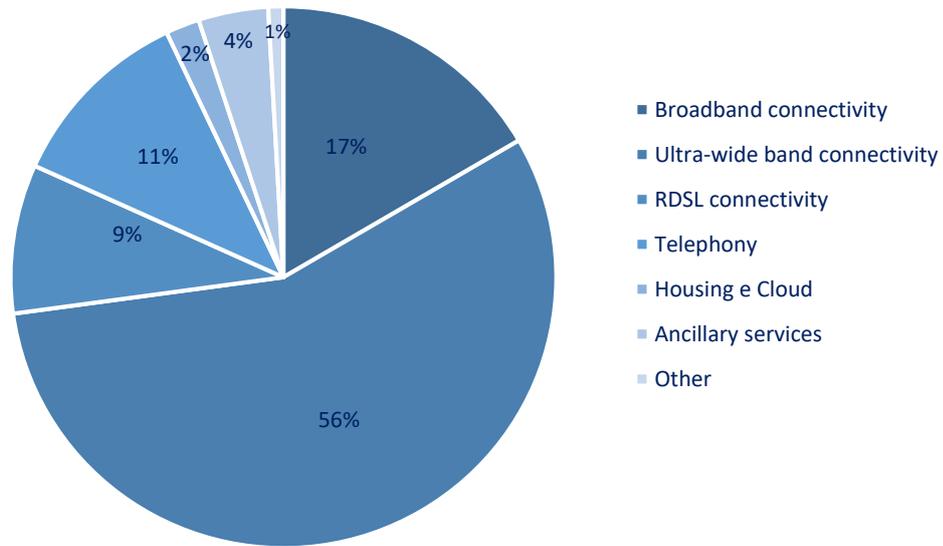
La posizione finanziaria netta risulta positiva per € 8,1 mln, rispetto a € 6,6 mln del 31 dicembre 2018. Le disponibilità liquide ammontano a € 9,9 mln rispetto ai € 9,6 mln al 31 dicembre 2018. I debiti verso banche a medio e lungo termine sono pari a € 1,8 mln rispetto ai € 3,1 mln del 31 dicembre 2018.

Chart 1 – Sales Breakdown per Service FY18A vs FY19A



Source: Intred

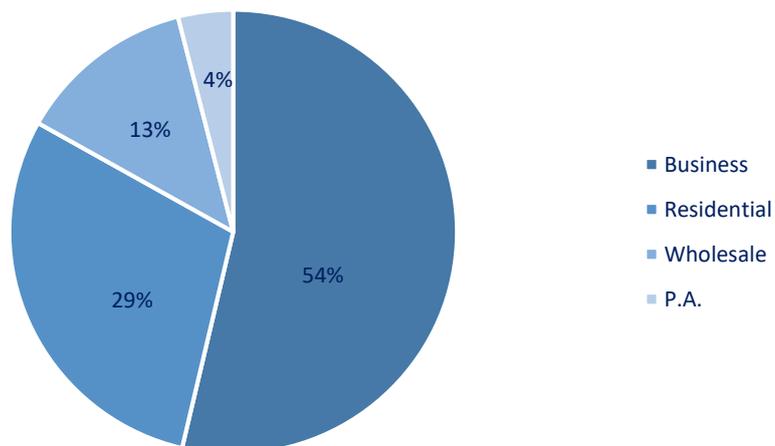
Chart 2 – Sales Breakdown per Service FY19A



Source: Intred

Le quote di ricavi per segmento sul valore della produzione, seppur con alcune differenze, rimangono invariate in termini di importanza: la connettività a banda ultralarga rimane la principale fonte di ricavo con incidenza intorno al 56% (rispetto al 47% del 2018), la seconda classe di ricavo in termini di importanza rimane la connettività a banda larga con una quota vicina al 17% (rispetto al 22% del 2018). Telefonia e connettività RDSL generano quote intorno al 10% del fatturato (rispetto al 12% del 2018), mentre le altre classi di ricavo rimangono di importanza residuale.

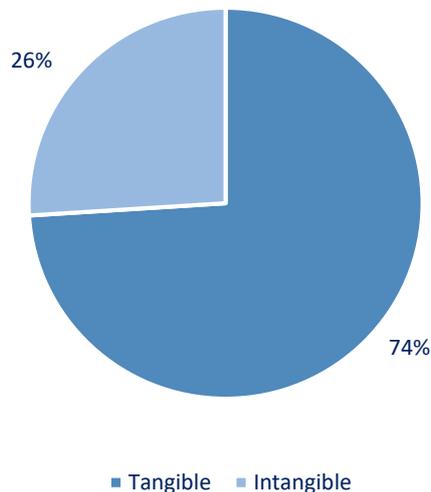
Chart 3 – Sales Breakdown FY19A per Client Type



Source: Intred

La ripartizione del fatturato per tipo di cliente si mantiene sostanzialmente stabile rispetto ai periodi precedenti e in particolare: il mercato Wholesale (+15,8% YoY), il mercato residenziale (+25% YoY), la PA (+8,4% YoY) e Business (+21,3% YoY).

Chart 4 – Capex FY19A



Source: Intred

Gli investimenti dell'esercizio 2019 sono stati pari ad €7,2 mln, concentrati essenzialmente nello sviluppo della rete di accesso in fibra ottica nella modalità FTTH e FTTC, prevalentemente nel territorio lombardo. Al 31 dicembre 2019 la società dispone di una rete composta da quasi 3.000 Km di fibra ottica in crescita del 53% rispetto ai 1.950 Km alla fine del 2018.

La parte preponderante degli investimenti nell'infrastruttura di rete di Intred è costituita da immobilizzazioni materiali (74% del totale) relativi allo sviluppo della rete e il rimanente (26% del totale) è relativa alle immobilizzazioni immateriali, costituita principalmente da acquisizioni di diritti d'uso, in modalità IRU (Indefeasible Right of Use – Diritto Irrevocabile d'Uso) della durata 15 anni, per fibra ottica spenta e/o cavidotti. Tali diritti sono stati acquisiti prevalentemente da Telecom Italia, da Infratel Italia (società in-house del Ministero dello Sviluppo Economico) e dai principali operatori nazionali. Con tali investimenti è stato possibile realizzare a costi contenuti e tempi relativamente rapidi infrastrutture di rete con una sensibile riduzione delle opere civili e le conseguenti tempistiche legate ai permessi degli enti competenti.

3.2 FY20E – FY25E Estimates

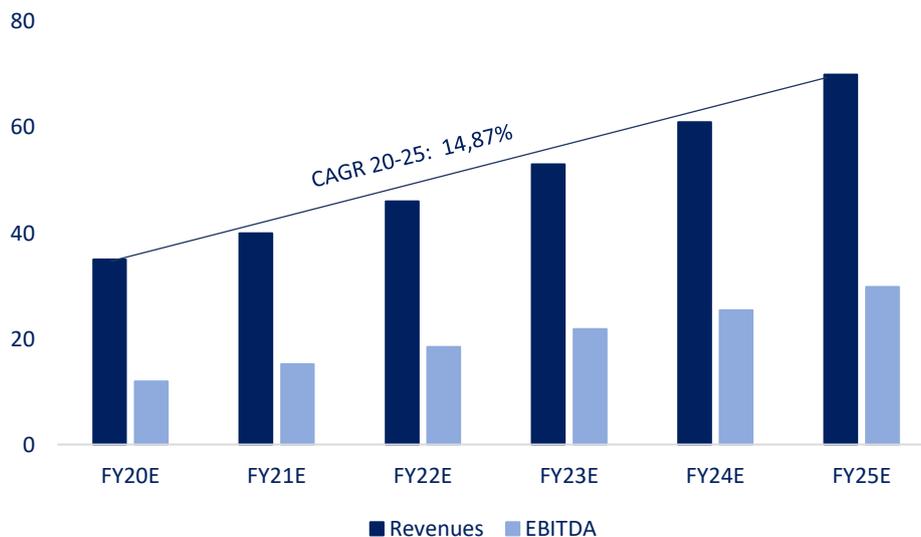
Riteniamo che il fatturato e la marginalità di Intred, in ragione della natura del *business*, non saranno influenzati dall'epidemia Covid-19. Nel caso in cui dovessero esserci eventuali aggiornamenti in tal senso, provvederemo prontamente a redigere un update.

Table 4 – Estimates Updates FY20E-25E

€/mln	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E
Revenues						
New	35,0	40,0	46,0	53,0	61,0	70,0
Old	24,5	29,2	35,0	43,0	48,0	53,0
Change	42,9%	37,0%	31,4%	23,3%	27,1%	32,1%
EBITDA						
New	12,0	15,2	18,5	21,8	25,4	29,8
Old	10,2	12,4	14,9	18,9	21,1	22,2
Change	17,4%	23,2%	24,4%	15,8%	20,4%	34,4%
EBITDA %						
New	33,7%	37,5%	39,6%	40,6%	41,0%	42,0%
Old	41,0%	41,7%	41,8%	43,4%	43,5%	41,5%
Change	-7,3%	-4,2%	-2,2%	-2,8%	-2,5%	0,5%
EBIT						
New	6,1	8,6	11,4	14,4	17,6	21,5
Old	6,8	8,7	10,8	13,9	15,3	15,5
Change	-10,0%	-0,9%	6,3%	3,8%	14,7%	38,6%
Net Income						
New	4,4	6,3	8,4	10,6	13,1	16,0
Old	4,9	6,2	7,7	10,5	11,1	10,0
Change	-10,1%	1,1%	8,3%	0,4%	18,4%	60,2%
NFP						
New	5,2	4,8	2,2	(2,9)	(10,5)	(19,3)
Old	(2,2)	(2,6)	(5,3)	(4,2)	(1,7)	(3,0)
Change	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

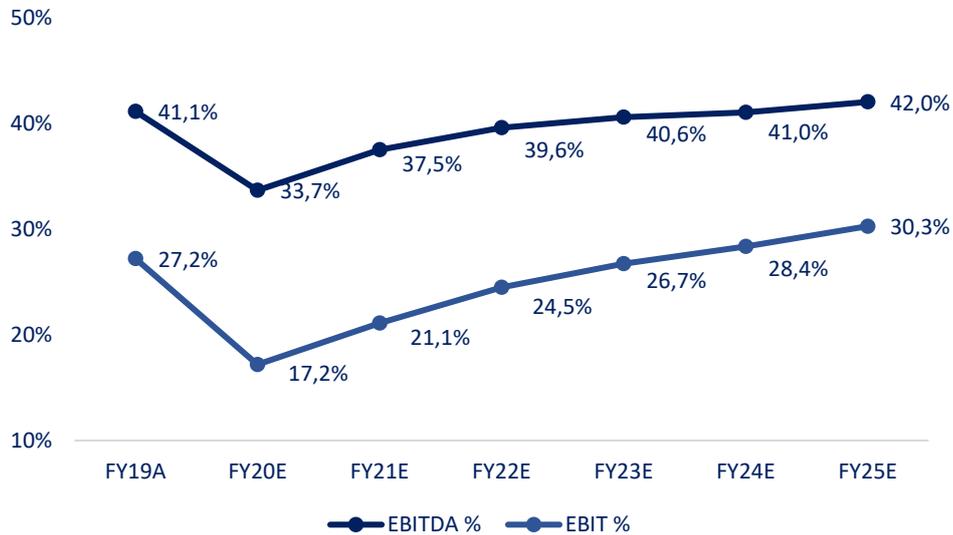
Chart 5 – Sales and EBITDA FY20E-25E



Source: Integrae SIM

Riteniamo che il processo di integrazione della società acquisita possa procedere in modo rapido e che già a partire dal 2022E la redditività consolidata possa raggiungere quella ante operazione. Il CAGR 20-25E stimato è di circa il 14,87% con *Sales* che passano da €35,0 mln del FY20E a circa €70,0 mln nel FY25E.

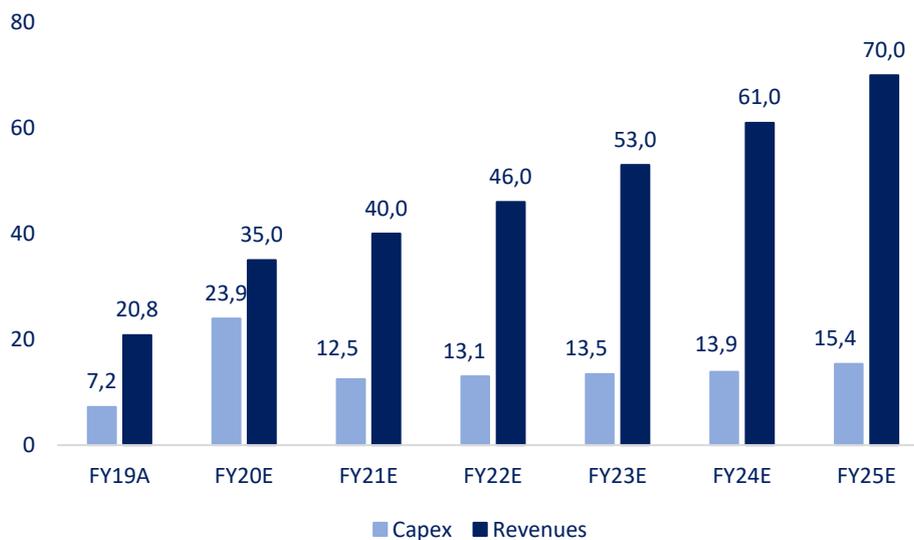
Chart 6 – Estimates Margin FY19A-25E



Source: Integrae SIM

Le nuove stime si discostano in maniera molto significativa rispetto al precedente report in ragione dell'integrazione dei valori di Qcom. La società acquisita presenta marginalità significativamente inferiori, per questo motivo, l'EBITDA Margin per il 2020 e 2021 sarà inferiore rispetto ai valori registrati nel 2019. Tuttavia, come dicevamo, siamo convinti che la marginalità tornerà ad essere intorno al 40% a partire dal 2022.

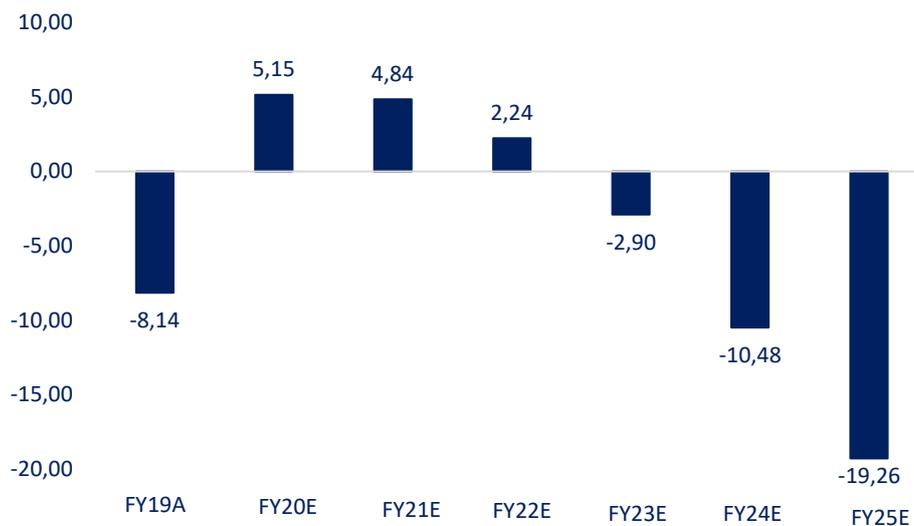
Chart 7 – Estimates Capex FY19A-25E



Source: Integrae SIM

A livello di Capex, abbiamo stimato valori in crescita in proporzione alle variazioni del fatturato. Per il biennio 2020-2021E, le stime si basano sul comunicato stampa rilasciato in data 14 maggio 2019, secondo il quale il consiglio di amministrazione aveva approvato un piano di investimenti triennale, dal 2019 al 2022, pari a € 30 mln finalizzato allo sviluppo delle reti infrastrutturali di proprietà sul territorio della Lombardia. Per l'anno 2020E, oltre agli investimenti inerenti al piano triennale, abbiamo preso in considerazione anche l'investimento pari € 10,2 per l'acquisizione di Qcom.

Chart 8 – Estimates NFP FY19A-25E



Source: Integrae SIM

Anche i valori di NFP, nelle nostre stime, subiscono profonde modifiche alla luce dell'operazione di acquisizione: l'acquisto di Qcom è stato finanziato per un valore pari a € 6 mln tramite debito stipulato con Intesa Sanpaolo (durata del finanziamento pari a 6 anni) e per la restante parte tramite cassa. L'uscita di cassa sarà completata entro il 2020.

4. Valuation

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

4.1 DCF Method

Table 5 – WACC

WACC		5,34%
Risk Free Rate	0,37% α (specific risk)	2,00%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	0,56
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	0,66
Ke	6,50% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,0%. Ne risulta quindi un WACC di 5,34%

Table 6 – DCF Valuation

DCF Equity Value		130,8
FCFO actualized	8,6	7%
TV actualized DCF	114,1	93%
Enterprise Value	122,7	100%
NFP (FY19A)	(8,1)	

Source: Integrae SIM

Dato il tipo di *business*, che come noto prevede ricavi ricorrenti, e tenendo in considerazione l'operazione Qcom, abbiamo ritenuto opportuno considerare i *cash flow* fino al FY25E. Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €130,8 mln.

Table 7 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		3,8%	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%
2,5%		418,6	301,5	234,5	191,0	160,6	138,1	120,8
2,0%		309,8	240,9	196,2	164,9	141,8	124,0	109,9
1,5%		247,5	201,6	169,4	145,6	127,4	112,9	101,1
1,0%		207,1	174,0	149,6	130,8	115,9	103,8	93,8
0,5%		178,8	153,7	134,3	119,0	106,6	96,3	87,6
0,0%		157,9	138,0	122,2	109,4	98,8	89,9	82,3
-0,5%		141,7	125,5	112,4	101,5	92,3	84,5	77,8

Source: Integrae SIM

4.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Intred, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il *panel* è composto da:

Cincinnati Bell Inc. è una società di servizi di telecomunicazione con sede a Cincinnati, Ohio. Fornisce servizi di telefonia fissa, Internet in fibra ottica e servizi IPTV attraverso le sue affiliate Cincinnati Bell Telephone e Hawaiian Telcom: operatori locali nelle aree metropolitane di Cincinnati e Dayton e le Hawaii.

Euskaltel S.A. è un operatore spagnolo di telefonia fissa, telefonia mobile, *Pay TV* e Internet (fibra e 4G), che opera nei Paesi Baschi, nelle Asturie, in Galizia e in Navarra. Ha la più grande rete in fibra ottica dei Paesi Baschi, con 350.000 km installati ed è leader nei Paesi Baschi con 216.846 clienti e una quota di mercato pari 41% nella banda larga. Nella telefonia mobile, controlla una quota del 20%, con 165.411 clienti, mentre nella telefonia fissa è il secondo operatore con una quota del 38%.

Atlantic Tele-Network Inc. è una società di telecomunicazioni con sede a Beverly, Massachusetts. Gestisce reti *wireless* digitali, via cavo e in fibra ottica sia terrestre sia sottomarina. Serve zone poco collegate e tecnicamente difficili, come i deserti e le aree montuose degli Stati Uniti.

Retelit - Reti Telematiche Italiane S.p.A. è un operatore italiano di servizi dati e infrastrutture per il mercato delle telecomunicazioni, La società dispone di una rete in fibra ottica proprietaria che si estende per oltre 8.000 chilometri e collega 9 reti metropolitane e 18 centri di elaborazione dati in tutta Italia. Questa infrastruttura consente l'accesso a servizi dedicati di trasmissione dati broadband e ultra-broadband, per la realizzazione di reti private IP ed Ethernet e l'erogazione di connettività Internet.

Cogent Communications Holdings è una multinazionale fornitrice di servizi Internet con sede negli Stati Uniti. I servizi primari consistono nell'accesso a Internet e nel trasporto di dati, offerti su una rete in fibra ottica, IP *data-only network* e collocamento in *datacenters*.

Zayo Group Holdings Inc. è una società con sedi in Colorado e a Londra. La società fornisce servizi di infrastruttura di comunicazione, tra cui connettività in fibra e bandwidth, *collocation* e infrastruttura *cloud*.

Bredband2 i Skandinavien AB è una società svedese, i cui prodotti e servizi sono classificabili nelle categorie di *broadband*, telefonia e altro (*storage* e *back-up*, sicurezza, consulenze). Si rivolge a clienti privati e *corporate*.

WIIT SpA è una società che si occupa di *cloud computing* nel mercato italiano, specializzata nell'offerta di soluzioni di *Private Cloud*, *Hosted Private Cloud solutions for critical applications*, *Public Cloud* e *Hybrid Cloud applications*, nonché soluzioni avanzate di *cybersecurity*.

Table 8 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E
Cincinnati Bell Inc.	6,7	6,6	6,7	23,9	24,8	22,1
Euskaltel SA	8,5	8,3	8,3	20,2	18,7	16,9
Atlantic Tele-Network Inc.	8,2	7,2	N/A	46,2	35,6	N/A
Retelit S.p.A.	6,8	6,2	N/A	16,0	11,0	N/A
Cogent Communications Holdings	21,5	19,9	16,8	39,8	34,4	29,6
Zayo Group Holdings Inc.	10,3	10,0	9,8	23,8	22,8	21,4
Bredband2 i Skandinavien AB	9,8	8,9	N/A	N/A	N/A	N/A
WIIT SpA	15,0	12,2	10,6	26,6	19,0	15,6
Peer median	9,2	8,6	9,8	23,9	22,8	21,4

Source: Infinancials

Table 9 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	109,6	131,2	180,4
EV/EBIT	145,9	195,4	244,6
Equity Value			
EV/EBITDA	104,4	126,4	178,1
EV/EBIT	140,7	190,6	242,4
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	78,3	94,8	133,6
EV/EBIT	105,5	142,9	181,8
Average	91,9	118,8	157,7

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Intred utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa €163,0 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Intred rispetto alle società incluse nel *panel*, oltre ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di €122,8 mln.**

4.3 Equity Value

Table 10 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	126,8
Equity Value DCF (€/mln)	130,8
Equity Value multiples (€/mln)	122,8
Target Price (€)	8,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €126,8 mln. Il *target price* è quindi di €8,00 (prev. €6,52). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 11 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	9,9x	7,8x	6,4x
EV/EBIT	19,5x	13,8x	10,4x

Source: Integrae SIM

Table 12 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	7,6x	6,0x	4,9x
EV/EBIT	14,9x	10,6x	7,9x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999

Analyst/s certification

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them, as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking transactions. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integræe SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of 29 March 2011.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this stock 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
08/04/2019	3.80	Buy	5.01	Medium	Update
04/10/2019	5.06	Buy	6.52	Medium	Update

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

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA 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. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due

to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

- Integrae 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 Intred S.p.A.;
- Integrae 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 Intred S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Intred S.p.A.

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