

INTRED	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Tlc</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 11,50 (prev. €8,00)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-1,76%	14,03%	40,13%	82,45%
to FTSE AIM Italia	-1,05%	18,43%	39,78%	97,13%
to FTSE STAR Italia	-4,63%	1,10%	4,48%	69,12%
to FTSE All-Share	0,60%	14,92%	24,41%	87,12%
to EUROSTOXX	1,00%	17,11%	21,21%	91,86%
to MSCI World Index	2,29%	6,98%	7,23%	72,78%

Stock Data

Price	€ 8,94
Target price	€ 11,50
Upside/(Downside) potential	28,6%
Bloomberg Code	ITD IM EQUITY
Market Cap (€m)	141,70
EV (€m)	133,09
Free Float	25,16%
Share Outstanding	15.850.500
52-week high	€ 9,98
52-week low	€ 4,71
Average daily volumes (3m)	7.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
VoP	32,7	35,9	41,1	47,0
EBITDA	9,6	13,0	15,7	18,8
EBIT	6,3	8,1	9,9	12,3
Net Profit	4,7	6,1	7,3	9,2
EPS (€)	0,29	0,39	0,46	0,58
EBITDA margin	29,4%	36,2%	38,2%	40,0%
EBIT margin	19,1%	22,6%	24,1%	26,2%
Net Profit margin	14,2%	17,1%	17,9%	19,7%

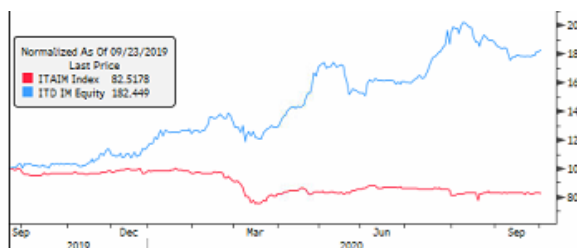
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	13,8	10,2	8,5	7,1
EV/EBIT (x)	21,3	16,4	13,4	10,8
P/E (x)	30,5	23,1	19,3	15,3

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H20A Results

Il primo semestre del 2020, come noto, è stato caratterizzato da condizioni macroeconomiche globali fortemente negative. Nonostante questo, i risultati semestrali della Società risultano positivi ed in forte crescita rispetto allo scorso anno.

Il valore della produzione, pari a € 12,1 mln, mostra una crescita del 19,1% (€ 10,1 mln al 30 giugno 2019), in crescita anche i ricavi che passano da € 10,01 mln a € 11,69 mln. L'EBITDA mostra una crescita del 30,1% rispetto allo scorso anno, attestandosi a quota € 5,4 mln (€ 4,1 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 44,7%.

Estimates update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale, modifichiamo leggermente le nostre precedenti stime. In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2020E pari a € 35,9 mln ed un EBITDA pari a € 13,0 mln, corrispondente ad una marginalità del 36,2%. Per l'anno successivo, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 41,1 mln nel 2021E (crescita 20E-21E: 14,5%), con EBITDA pari a € 15,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 38,2%), in crescita rispetto a € 9,62 mln del 2019A pro-forma (corrispondente ad un EBITDA margin del 29,4%).

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 €196,5 mln. L'equity value di Intred utilizzando i market multiples risulta essere pari €168,1 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €182,3 mln. Il target price è quindi di €11,50 (prev. €8,00), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials*

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY19A*	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	32,06	35,50	40,80	46,70	53,25	60,20	67,40
Other Revenues	0,68	0,40	0,30	0,25	0,25	0,25	0,25
Value of Production	32,73	35,90	41,10	46,95	53,50	60,45	67,65
COGS	0,57	0,35	0,35	0,35	0,40	0,45	0,50
Use of assets owned by others	5,85	6,70	7,70	8,80	9,90	11,10	12,45
Services	8,59	7,90	8,60	9,60	10,80	12,10	13,50
Employees	7,22	7,35	8,10	8,70	9,70	10,80	11,80
Other Operating Expenses	0,89	0,60	0,65	0,70	0,75	0,90	1,00
EBITDA	9,62	13,00	15,70	18,80	21,95	25,10	28,40
<i>EBITDA Margin</i>	<i>29,4%</i>	<i>36,2%</i>	<i>38,2%</i>	<i>40,0%</i>	<i>41,0%</i>	<i>41,5%</i>	<i>42,0%</i>
D&A	3,37	4,90	5,80	6,50	7,20	7,90	8,50
EBIT	6,25	8,10	9,90	12,30	14,75	17,20	19,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>19,1%</i>	<i>22,6%</i>	<i>24,1%</i>	<i>26,2%</i>	<i>27,6%</i>	<i>28,5%</i>	<i>29,4%</i>
Financial Management	0,07	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
EBT	6,32	8,13	9,94	12,33	14,79	17,24	19,94
Taxes	1,67	2,00	2,60	3,10	3,50	4,00	4,50
Net Income	4,65	6,13	7,34	9,23	11,29	13,24	15,44
BALANCE SHEET (€/mIn)	FY19A*	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	28,00	41,10	47,00	53,00	58,80	64,00	69,00
Account receivable	5,62	6,20	7,00	8,00	9,10	10,30	11,50
Inventories	0,35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	7,16	7,80	8,70	9,80	11,00	12,40	13,90
Operating Working Capital	(1,2)	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(1,9)	(2,1)	(2,4)
Other receivable	2,79	2,00	2,30	2,60	3,00	3,40	3,80
Other payable	8,49	7,50	8,40	9,50	10,70	12,00	13,50
Net Working Capital	(6,9)	(7,1)	(7,8)	(8,7)	(9,6)	(10,7)	(12,1)
Severance Indemnities & Other Provisions	1,72	1,90	2,00	2,10	2,35	2,55	2,75
NET INVESTED CAPITAL	19,38	32,10	37,20	42,20	46,85	50,75	54,15
Share Capital	10,66	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Reserves	12,69	16,36	21,87	28,47	36,79	46,94	58,86
Net Income	4,65	6,13	7,34	9,23	11,29	13,24	15,44
Equity	28,00	32,48	39,21	47,71	58,07	70,18	84,29
Cash & Cash Equivalent	11,34	9,18	9,81	11,81	16,27	23,23	32,94
Short Term Debt to Bank	1,16	1,00	1,00	0,50	0,25	0,00	0,00
M/L Term Debt to Bank	1,56	7,80	6,80	5,80	4,80	3,80	2,80
Net Financial Position	(8,6)	(0,4)	(2,0)	(5,5)	(11,2)	(19,4)	(30,1)
SOURCES	19,38	32,10	37,20	42,20	46,85	50,75	54,15
CASH FLOW (€/mIn)	FY19A*	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	6,25	8,10	9,90	12,30	14,75	17,20	19,90
Taxes	1,67	2,00	2,60	3,10	3,50	4,00	4,50
NOPAT	4,58	6,10	7,30	9,20	11,25	13,20	15,40
D&A	3,37	4,90	5,80	6,50	7,20	7,90	8,50
Change in receivable	(0,39)	(0,59)	(0,80)	(1,00)	(1,10)	(1,20)	(1,20)
Change in inventories	(0,07)	0,35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,22	0,64	0,90	1,10	1,20	1,40	1,50
Change in others	2,45	-0,20	0,60	0,80	0,80	0,90	1,10
<i>Change in NWC</i>	<i>2,21</i>	<i>0,20</i>	<i>0,70</i>	<i>0,90</i>	<i>0,90</i>	<i>1,10</i>	<i>1,40</i>
Change in provisions	0,15	0,18	0,10	0,10	0,25	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	10,31	11,38	13,90	16,70	19,60	22,40	25,50
Capex	(7,8)	(18,0)	(11,7)	(12,5)	(13,0)	(13,1)	(13,5)
FREE CASH FLOW	2,49	-6,62	2,20	4,20	6,60	9,30	12,00
Financial Management	0,07	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Change in Debt to Bank	(1,85)	6,08	(1,00)	(1,50)	(1,25)	(1,25)	(1,00)
Change in Equity	(0,15)	(1,65)	(0,61)	(0,73)	(0,92)	(1,13)	(1,32)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,57	(2,16)	0,62	2,00	4,46	6,96	9,71

*2019 Pro-Forma

Source: Intred and Integrae SIM

1.1 1H20A Results

Table 2 – 1H20A vs 1H19A

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP*
1H20A	12,1	5,4	44,7%	3,8	2,9	1,5
1H20E	10,1	4,1	40,9%	2,8	2,1	(8,1)
<i>Change</i>	<i>19,1%</i>	<i>30,1%</i>	<i>3,8%</i>	<i>38,5%</i>	<i>39,5%</i>	<i>-118,5%</i>

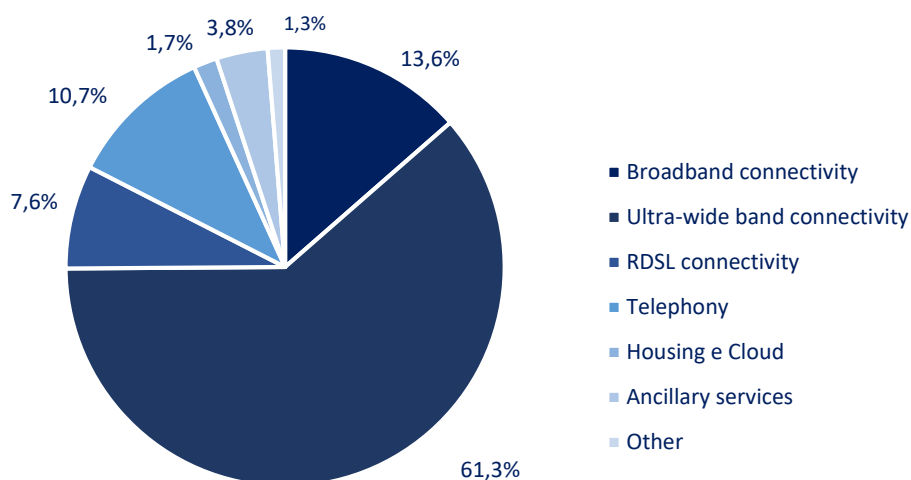
*Dato full year 2019A

Source: Intred

Il primo semestre del 2020, come noto, è stato caratterizzato da condizioni macroeconomiche globali fortemente negative. Nonostante questo, i risultati semestrali della Società risultano positivi ed in forte crescita rispetto allo scorso anno. Oltre a questo, secondo quanto dichiarato tramite comunicato stampa *“nel periodo preso in esame abbiamo continuato ad investire quote importanti del fatturato nella crescita della nostra infrastruttura e abbiamo acquisito e concluso il percorso di integrazione della società Qcom, una realtà all’avanguardia e complementare a Intred sia in termini di presenza geografica che di servizi offerti e che ci consentirà un’ulteriore crescita nei prossimi anni”*.

Il valore della produzione, pari a € 12,1 mln, mostra una crescita del 19,1% rispetto ai dati semestrali dello scorso anno (€ 10,1 mln al 30 giugno 2019), in crescita anche i ricavi che passano da € 10,01 mln a € 11,69 mln.

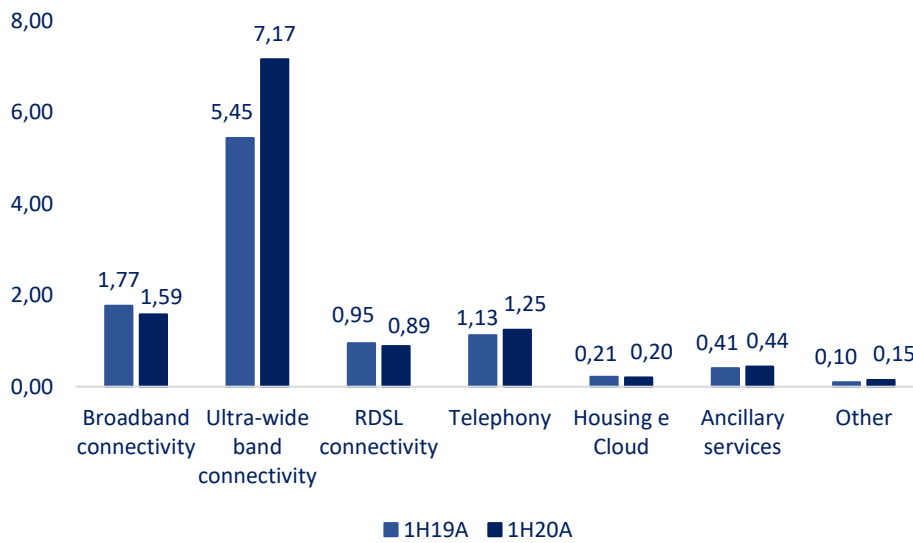
Chart 1 – Revenues by Business Line 1H20A



Source: Intred

La principale fonte di ricavo della Società è rappresentata dalla linea Banda Ultra Larga, con una quota pari al 61,3% dei ricavi complessivi, le linee Banda Larga, RDSL e Telefonia rappresentano rispettivamente: il 13,6%, il 7,6% e il 10,7% del totale dei ricavi. Infine, la linea Housing e Cloud genera una quota pari all’1,7% dei ricavi complessivi. La restante parte dei ricavi è generata tramite servizi accessori e altre fonti di ricavo.

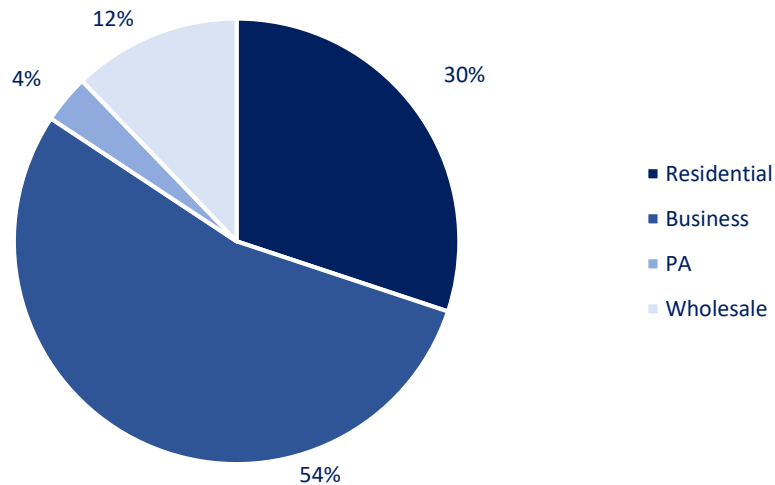
Chart 2 – Revenues by Business Line 1H19A vs 1H20A



Source: Intred

La crescita osservabile dei ricavi è stata trainata principalmente dalla crescita della linea di business Banda Ultra Larga (pari al 31,7%), in crescita anche la linea Telefonia (del 10,4%), i servizi accessori e gli altri ricavi. Mostrano decrescite non particolarmente significative le altre linee di business.

Chart 3 – Revenues 1H20A by Type of Customer



Source: Intred

La ripartizione del fatturato per tipo di cliente si mantiene sostanzialmente stabile rispetto al periodo precedente e in particolare: il mercato residenziale 30%, il mercato professionale 54%, la PA 4% e Wholesale 12%.

L'EBITDA mostra una crescita del 30,1% rispetto allo scorso anno, attestandosi a quota € 5,4 mln (€ 4,1 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 44,7% (40,9% mln al 30 giugno 2019).

L'EBIT è pari a € 3,8 mln (€ 2,8 mln al 30 giugno 2019), mentre il Risultato Netto si attesta a € 2,9 mln rispetto ai € 2,1 mln registrati al 30 giugno 2019.

La Posizione Finanziaria Netta, pari a € 1,5 mln, risulta in aumento rispetto della fine del 2019A (- € 8,1 mln al 31 dicembre 2019), tale variazione è legata alle continue attività di investimento e all'acquisizione di Qcom S.p.A..

La neoacquisita QCOM S.p.A. chiude il primo semestre 2020 con un valore della produzione pari a € 5,7 mln, ricavi per € 5,6 mln. L'EBITDA si attesta a € 1,4 mln con un EBITDA margin del 25,3%. La Posizione Finanziaria Netta è pari a - €1,9 mln.

1.2 Estimates FY20E-FY21E

Table 3 – Estimates Updates FY20E-FY21E

€/mln	FY2020E	FY2021E
VoP		
New	35,9	41,1
Old	35,5	40,6
Change	1,1%	1,2%
EBITDA		
New	13,0	15,7
Old	12,0	15,2
Change	8,8%	3,2%
EBITDA %		
New	36,2%	38,2%
Old	33,7%	37,5%
Change	2,5%	0,7%
EBIT		
New	8,1	9,9
Old	6,1	8,6
Change	32,8%	15,5%
Net Income		
New	6,1	7,3
Old	4,4	6,3
Change	38,6%	16,3%
NFP		
New	(0,4)	(2,0)
Old	5,2	4,8
Change	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale, modifichiamo leggermente le nostre precedenti stime. In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2020E pari a € 35,9 mln ed un EBITDA pari a € 13,0 mln, corrispondente ad una marginalità del 36,2%.

Per l'anno successivo, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 41,1 mln nel 2021E (crescita 20E-21E: 14,5%), con EBITDA pari a € 15,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 38,2%), in crescita rispetto a € 9,62 mln del 2019A pro-forma (corrispondente ad un EBITDA margin del 29,4%).

Ci aspettiamo che la Società continuerà, nei prossimi anni, a pagare dividendi con un Dividend Payout Ratio del 10%.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		5,39%
Risk Free Rate	0,28% α (specific risk)	2,00%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,51
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	0,60
Ke	6,55% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,0%. Ne risulta quindi un WACC di 5,39%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		196,5
FCFO actualized	18,8	10%
TV actualized DCF	169,1	90%
Enterprise Value	187,9	100%
NFP (FY19A)	(8,6)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 196,5 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,9%	4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%
Growth Rate (g)	2,5%	604,8	441,3	346,3	284,3	240,7	208,2	183,3
	2,0%	452,2	354,8	291,2	246,4	213,2	187,5	167,2
	1,5%	363,5	298,2	252,3	218,2	191,9	171,1	154,1
	1,0%	305,5	258,4	223,4	196,5	175,1	157,6	143,2
	0,5%	264,7	228,8	201,1	179,2	161,3	146,5	134,0
	0,0%	234,3	205,9	183,4	165,1	149,9	137,1	126,2
	-0,5%	210,9	187,8	169,0	153,4	140,3	129,1	119,4

Source: Integrae SIM

2.2 Market Multiples

Il nostro panel è formato da Società appartenenti allo stesso settore di Intred, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Table 7 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)				EV/EBIT (x)				P/E (x)			
	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Cincinnati Bell Inc.	6,9	6,9	6,9	N/A	25,7	26,3	27,4	N/A	N/M	N/M	N/M	N/A
Euskaltel SA	8,7	8,4	8,0	7,5	20,2	19,4	18,4	19,3	23,0	20,4	17,5	19,1
Atlantic Tele-Network Inc.	7,9	8,3	7,2	N/A	43,2	64,4	28,8	N/A	190,7	N/M	572,2	N/A
Retelit S.p.A.	4,8	4,0	3,7	N/A	12,7	10,0	8,5	N/A	27,5	22,3	17,8	N/A
Cogent Communications Holdings	16,6	15,3	13,9	12,8	31,3	27,8	21,1	20,5	70,4	54,1	40,0	33,0
Bredband2 i Skandinavien AB	11,3	10,8	10,3	9,8	15,6	14,3	13,3	12,5	24,4	22,1	21,2	17,5
WIIT SpA	28,8	19,1	16,2	14,8	54,4	33,9	28,0	25,9	61,2	43,7	35,2	32,6
Peer median	8,7	8,4	8,0	11,3	25,7	26,3	21,1	19,9	44,3	22,3	28,2	25,8

Source: Inf Financials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)				
EV/EBITDA	113,4	131,9	150,6	247,8
EV/EBIT	208,3	260,2	259,0	293,4
P/E	271,7	163,3	260,4	291,6
Equity Value				
EV/EBITDA	113,7	133,9	156,1	259,0
EV/EBIT	208,6	262,2	264,5	304,6
P/E	271,7	163,3	260,4	291,6
Equity Value post 25% discount				
EV/EBITDA	85,3	100,4	117,1	194,3
EV/EBIT	156,5	196,6	198,4	228,4
P/E	203,8	122,5	195,3	218,7
Average	148,5	139,8	170,3	213,8

Source: Integrae SIM

L'equity value di Intred, utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a €224,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Intred rispetto ai comparables, oltre che ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta **un equity value di €168,1 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	182,3
Equity Value DCF (€/mln)	196,5
Equity Value multiples (€/mln)	168,1
Target Price (€)	11,50

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a € 182,3 mln. Il target price è quindi di €11,50 (prev. €8,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	13,4x	11,1x	9,2x
EV/EBIT	21,4x	17,5x	14,1x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	10,2x	8,5x	7,1x
EV/EBIT	16,4x	13,4x	10,8x

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 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 Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst

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
07/10/2019	5,06	Buy	6,52	Medium	Update
25/03/2020	6,24	Buy	8,00	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. 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 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) 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.