

UPDATE

EQUITY RESEARCH

# Reway Group

**ISIM**  
**NTEGRÆ**

Euronext Growth Milan | Infrastructure Maintenance | Italy

Production 11/10/2024, h. 18:30

Published 14/10/2024, h. 07:00



Rating  
**BUY**

unchanged

Target Price  
**€ 8,30**

unchanged

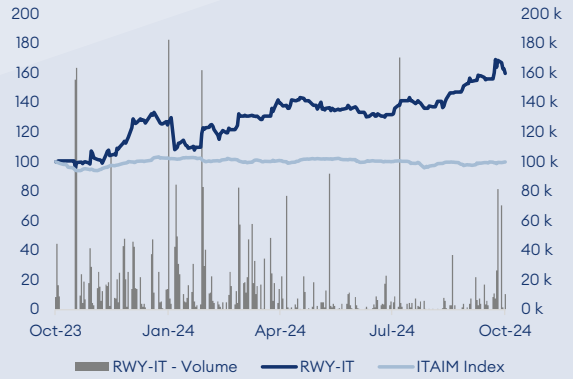


Risk

Medium

Upside potential  
**37,4%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 6,04
Target price	€ 8,30
Upside/(Downside) potential	37,4%
Ticker	RWY IM
Market Cap (€/mln)	€ 234,86
EV (€/mln)	€ 293,49
Free Float (on ordinary shares)	20,8%
Share Outstanding	38.502.281
52-week high	€ 6,00
52-week low	€ 3,44
Average Daily Volumes (3m)	6.350

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Value of Production	132,29	209,50	235,00	255,50
EBITDA	26,44	41,50	49,10	55,20
EBIT	22,20	29,00	36,10	41,70
Net Income	14,59	17,00	21,90	26,00
Net Financial Position	34,61	58,63	42,73	18,23
EBITDA margin	20,5%	20,0%	21,1%	21,8%
EBIT margin	17,2%	14,0%	15,5%	16,4%
Net Profit margin	11,0%	8,1%	9,3%	10,2%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	6,8%	-1,1%	27,4%	30,6%
to FTSE Italia Growth	5,6%	2,9%	31,2%	41,0%
to Euronext STAR Milan	4,9%	5,3%	30,0%	29,8%
to FTSE All-Share	0,2%	3,4%	27,8%	13,4%
to EUROSTOXX	3,2%	5,4%	31,1%	18,8%
to MSCI World Index	3,3%	-0,9%	23,4%	12,8%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	11,1x	7,1x	6,0x	5,3x
EV/EBIT	13,2x	10,1x	8,1x	7,0x
P/E	16,1x	13,8x	10,7x	9,0x

## 1H24A Results

Nel primo semestre, Reway ha rafforzato la propria posizione di leader nel settore della manutenzione e risanamento infrastrutturale. I ricavi di vendita hanno raggiunto € 93,47 mln, in crescita del 46,4% rispetto allo stesso periodo del 2023 (€ 62,85 mln), mentre il backlog, con nuovi contratti per oltre € 227,00 mln, ha superato la soglia di € 1,00 mld. L'EBITDA di periodo è pari a € 20,25 mln, in crescita del 14,0% rispetto allo stesso periodo del 2023, che aveva visto un risultato pari a € 17,74 mln. L'EBIT è pari a € 15,41 mln, mentre il Net Income passa da € 6,00 mln a € 8,48 mln (+41,3%).

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale e all'acquisizione di Vega Srl, aggiorniamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 209,50 mln ed un EBITDA pari a € 41,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 255,50 mln (CAGR 23A-26E: 24,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 55,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,8%), in crescita rispetto a € 26,44 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 20,5%).

## Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Reway Group 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 € 352,0 mln. L'*equity value* di Reway Group utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 291,8 mln (incluso un *discount* pari al 10,0%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 321,9 mln. **Il target price è di € 8,30, rating BUY e rischio MEDIUM.**

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	109,86	128,87	207,00	233,00	253,50
Other Revenues	0,68	3,42	2,50	2,00	2,00
<b>Value of Production</b>	<b>110,54</b>	<b>132,29</b>	<b>209,50</b>	<b>235,00</b>	<b>255,50</b>
COGS	28,54	31,07	52,50	60,75	66,00
Services	32,22	36,46	61,00	66,00	71,00
Use of Asset owned by others	10,30	15,85	19,00	20,00	21,00
Employees	18,85	21,95	34,50	38,00	41,00
Other operating costs	1,05	0,52	1,00	1,15	1,30
<b>EBITDA</b>	<b>19,59</b>	<b>26,44</b>	<b>41,50</b>	<b>49,10</b>	<b>55,20</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,8%</i>	<i>20,5%</i>	<i>20,0%</i>	<i>21,1%</i>	<i>21,8%</i>
D&A	3,38	4,24	12,50	13,00	13,50
<b>EBIT</b>	<b>16,21</b>	<b>22,20</b>	<b>29,00</b>	<b>36,10</b>	<b>41,70</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>14,8%</i>	<i>17,2%</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,4%</i>
Financial Management	(0,18)	(0,79)	(4,00)	(4,00)	(3,50)
<b>EBT</b>	<b>16,03</b>	<b>21,42</b>	<b>25,00</b>	<b>32,10</b>	<b>38,20</b>
Taxes	6,06	6,82	8,00	10,20	12,20
<b>Net Income</b>	<b>9,97</b>	<b>14,59</b>	<b>17,00</b>	<b>21,90</b>	<b>26,00</b>
<b>Minorities</b>	<b>0,00</b>	<b>0,65</b>	<b>0,00</b>	<b>0,25</b>	<b>0,30</b>

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Fixed Assets</b>	<b>22,94</b>	<b>73,55</b>	<b>74,60</b>	<b>72,10</b>	<b>69,60</b>
Account receivable	52,85	93,02	100,00	108,00	120,00
Inventories	0,66	43,12	70,00	75,00	80,00
Account payable	23,63	49,49	58,00	67,00	75,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>29,88</b>	<b>86,65</b>	<b>112,00</b>	<b>116,00</b>	<b>125,00</b>
Other Receivable	1,09	3,67	15,00	17,00	20,00
Other Payable	9,76	11,73	40,00	45,00	55,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>21,22</b>	<b>78,59</b>	<b>87,00</b>	<b>88,00</b>	<b>90,00</b>
Severance & other provisions	1,58	28,07	14,50	7,00	5,00
<b>Net Invested Capital</b>	<b>42,58</b>	<b>124,07</b>	<b>147,10</b>	<b>153,10</b>	<b>154,60</b>
Share Capital	0,06	0,71	0,71	0,71	0,71
Reserves	28,68	74,81	70,76	87,76	109,66
Net Income	9,97	13,94	17,00	21,90	26,00
<b>Group Equity</b>	<b>38,72</b>	<b>89,46</b>	<b>88,47</b>	<b>110,37</b>	<b>136,37</b>
Cash & cash equivalents	11,66	27,32	24,87	34,77	53,77
Short term financial debt	8,83	15,67	19,50	18,00	16,00
M/L term financial debt	6,70	46,26	64,00	59,50	56,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>3,86</b>	<b>34,61</b>	<b>58,63</b>	<b>42,73</b>	<b>18,23</b>
<b>Sources</b>	<b>42,58</b>	<b>124,07</b>	<b>147,10</b>	<b>153,10</b>	<b>154,60</b>

Consolidated Cash Flow (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	16,21	22,20	29,00	36,10	41,70
Taxes	6,06	6,82	8,00	10,20	12,20
<b>NOPAT</b>	<b>10,15</b>	<b>15,38</b>	<b>21,00</b>	<b>25,90</b>	<b>29,50</b>
D&A	3,38	4,24	12,50	13,00	13,50
Change in NWC	(2,13)	(57,37)	(8,41)	(1,00)	(2,00)
Change in receivable	(10,10)	(40,17)	(6,98)	(8,00)	(12,00)
Change in payable	2,58	25,86	8,51	9,00	8,00
Change in inventories	0,14	(42,46)	(26,88)	(5,00)	(5,00)
Change in others	5,24	(0,61)	16,94	3,00	7,00
Change in provisions	(0,05)	26,49	(13,57)	(7,50)	(2,00)
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>11,35</b>	<b>(11,26)</b>	<b>11,52</b>	<b>30,40</b>	<b>39,00</b>
Capex	(2,7)	(54,8)	(13,6)	(10,5)	(11,0)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>8,65</b>	<b>(66,10)</b>	<b>(2,03)</b>	<b>19,90</b>	<b>28,00</b>
Financial Management	(0,18)	(0,79)	(4,00)	(4,00)	(3,50)
Change in financial debt	0,65	46,40	21,57	(6,00)	(5,50)
Change in equity	(3,55)	36,15	(17,99)	0,00	(0,00)
<b>Free Cash Flow to Equity</b>	<b>5,57</b>	<b>15,66</b>	<b>(2,45)</b>	<b>9,90</b>	<b>19,00</b>

Source: Reway Group and Integrae SIM estimates

## Company Overview

Reway Group SpA, a capo Gruppo Reway, è la Società italiana di riferimento per il ripristino delle infrastrutture stradali, autostradali e ferroviarie. Reway Group, con sede legale a Milano, nasce nel dicembre 2021 con l'obiettivo di fornire un assetto manageriale unitario alle tre società operative controllate al 100% dalla famiglia Luccini:

- MGA - Manutenzione Generale Autostrade Srl, è attiva nel settore del ripristino di opere d'arte in calcestruzzo, viadotti e gallerie;
- Soteco Srl, si occupa di finitura e rivestimento illuminotecnico delle gallerie e dell'installazione di barriere fonoassorbenti e di sicurezza;
- TLS - Tecnologie Lavori Stradali Srl, esporta in Italia e nel mondo un *know-how* in ingegneria di cantiere e manutenzioni autostradali, in particolare sull'adeguamento sismico di ponti e viadotti.

Per conto delle società controllate, la Capogruppo svolge servizi in maniera accentrata, occupandosi di pianificazione strategica e finanziaria, *procurement*, contabilità tecnica, supporto alla preparazione di documenti per la partecipazione a gare d'appalto, supporto alla redazione di documenti di sicurezza e gestione del parco mezzi. Reway Group è anche, dal mese di ottobre 2023, l'unico operatore italiano ad avere nel proprio core business anche la manutenzione straordinaria della rete ferroviaria, grazie all'acquisizione di Gema SpA tra i principali operatori italiani attivi nel settore della manutenzione di infrastrutture e opere civili nell'ambito ferroviario.

## 1H24A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES 1H24A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H24A	116,17	20,25	17,7%	15,41	8,48	62,82
1H23A	54,72	10,63	19,8%	8,85	5,82	34,61*
Change	112,3%	90,5%	-2,1%	74,1%	45,6%	n/a

Source: Integrae SIM

\*NFP al 31/12/2023

Tramite comunicato stampa, Paolo Luccini, Presidente e Amministratore Delegato di Reway Group, ha commentato: *“I risultati del primo semestre 2024 consolidano ulteriormente il trend di forte e costante crescita che caratterizza da sempre il nostro Gruppo. Nella prima metà dell’anno abbiamo raggiunto ottimi risultati in tutti i principali indicatori economici, con un valore della produzione in aumento del 41% rispetto allo stesso periodo del 2023 pro-forma e un utile di competenza del gruppo che è cresciuto di oltre l’80%. Per il futuro contiamo che gli ingenti investimenti per l’ammodernamento delle infrastrutture del Paese, stanziati e in programma da parte degli operatori autostradali, stradali e ferroviari, daranno ulteriore impulso al nostro sviluppo nei settori dove siamo protagonisti con le nostre società”.*

Nel primo semestre del 2024, Reway Group ha rafforzato la propria posizione di leader nel settore della manutenzione e risanamento infrastrutturale, grazie a un incremento del valore della produzione e a una significativa crescita dei ricavi. Favorito dagli investimenti infrastrutturali in Italia, il Gruppo ha incrementato il portafoglio ordini e delineato una chiara strategia di acquisizioni e integrazione verticale.

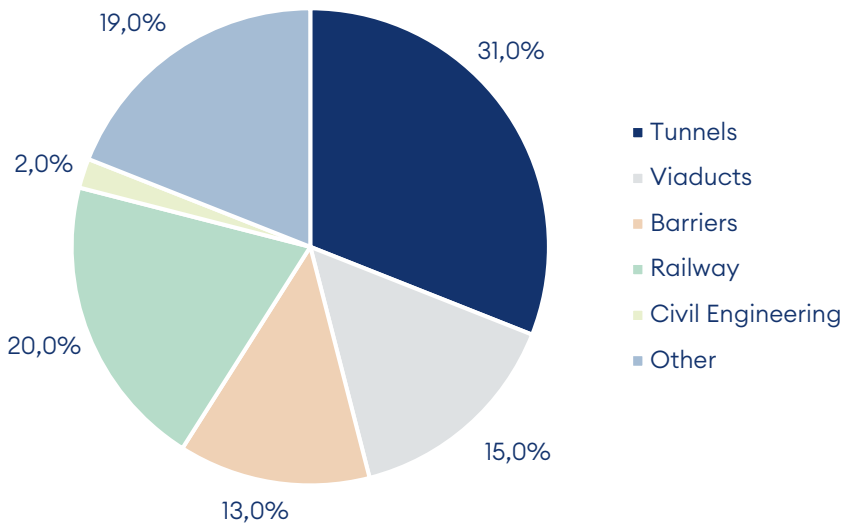
I ricavi di vendita hanno raggiunto € 93,47 mln, in crescita del 46,4% rispetto allo stesso periodo del 2023 (€ 62,85 mln), interamente grazie a una crescita organica. La progressiva realizzazione dei progetti aggiudicati, soprattutto nei settori stradale e ferroviario, ha permesso al Gruppo di migliorare nettamente i risultati economici, supportati dai contributi delle controllate: Gema (40,0 %), MGA (38,0%), TLS (12,0%) e Soteco (10,0%). Considerando € 21,00 mln relativi ai lavori in corso su ordinazione, il valore della produzione si è attestato a € 116,17 mln, segnando +40,9% rispetto agli € 82,44 mln del primo semestre 2023.

Il risultato record è frutto della graduale messa a terra dei progetti man mano aggiudicati dal Gruppo: nel corso del semestre, infatti, il portafoglio ordini (backlog) ha continuato a crescere significativamente grazie all’aggiudicazione di nuovi contratti per un totale di oltre € 227,00 mln, raggiungendo € 913,30 mln al 30 giugno 2024. Nei mesi successivi alla chiusura del semestre, il dato ha superato la soglia di € 1,00 mld grazie all’ottenimento delle seguenti commesse:

- € 42,00 mln relativi alla realizzazione della nuova fermata di interscambio nel quartiere Pigneto a Roma, ottenuta da Gema;
- € 54,00 mln relativi alla gara ANAS per il risanamento strutturale di gallerie nelle tratte stradali nel Centro-Sud Italia, ottenuta da MGA, che ha permesso il superamento del traguardo;
- € 36,00 mln relativi alla gara ANAS per il risanamento strutturale di viadotti nelle tratte stradali in Lazio, ottenuta da MGA.

Ad oggi, al lordo della quota prodotta nel terzo trimestre 2024, il backlog ammonta a € 1,045 mld, garantendo una solida visibilità sull'evoluzione dei ricavi per i prossimi cinque anni. In particolare, il 55,0% dei lavori è relativo a Gema, il 40,0% a MGA e il 5,0% a Soteco. La Società ha inoltre condiviso la distribuzione del portafoglio ordini per linea di prodotto.

CHART 1 – BACKLOG DISTRIBUTION BY PRODUCT LINE



Source: Reway Group

L'EBITDA di periodo è pari a € 20,25 mln, in crescita del 14,0% rispetto allo stesso periodo del 2023, che aveva visto un risultato pari a € 17,74 mln. Tuttavia, l'EBITDA margin è diminuito al 17,4% rispetto al 22,0% del primo semestre 2023. Questo calo riflette principalmente il cambiamento nel mix delle attività, con un maggior ricorso a progetti caratterizzati da una minore redditività operativa. In particolare, l'aumento della complessità e dei volumi dei progetti gestiti ha imposto al Gruppo una riorganizzazione in termini struttura organizzativa e gestione delle commesse: ai fini di garantire tempestività nello svolgimento dei lavori, è aumentato il ricorso a fornitori esterni e subappaltatori, così come il ricorso al noleggio di macchinari specializzati per lo svolgimento dei lavori. Il Gruppo ha scelto quindi di mantenere flessibilità operativa attraverso il ricorso all'outsourcing per alcuni servizi, riducendo la necessità di espandere i costi fissi ma allo stesso tempo incrementando nettamente le voci di costi per servizi (+70,1% yoy) e di godimento beni di terzi (+60,9 yoy).

Allo stesso tempo, il semestre è stato caratterizzato anche da un forte rafforzamento dell'organico, con oltre 140 assunzioni necessarie a far fronte all'aumento dei cantieri aperti e delle commesse in corso di lavorazione. Nonostante i vari aumenti nelle voci di costo, l'aumento dei volumi di produzione ha sostenuto decisamente il miglioramento del risultato operativo in termini assoluti. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per 4,84 mln, è infatti pari a € 15,41 mln, +27,6% rispetto a € 12,08 mln del semestre precedente, seppur con un EBIT margin in lieve calo da 14,9% a 13,5%. Il Net Income è anch'esso positivo e in crescita del 41,3%, passando da € 6,00 mln a € 8,48 mln.

In peggioramento infine la NFP, da € 34,60 mln a € 62,80 mln al 30 giugno. L'impatto principale è riconducibile all'esborso di circa € 27,00 mln sostenuto per l'acquisizione del restante 30,0% di Gema, che ha portato il Gruppo a detenere il 100,0 della società. A questa operazione si aggiungerà nel secondo semestre un altro investimento strategico, legato all'acquisto del 60,0% del capitale sociale di Vega Engineering Srl, per il quale Reway Group ha stanziato un primo esborso di € 1,80 mln.

L'acquisizione di Vega Engineering, società di ingegneria con sede a Lucca, rappresenta un passaggio fondamentale nella strategia di crescita e consolidamento del Gruppo. Vega, attraverso 25 risorse specializzate nella progettazione stradale, autostradale, ferroviaria, antisismica e idraulica, permetterà a Reway di compiere un significativo passo verso la verticalizzazione delle attività, rendendola in grado di gestire in modo più integrato tutte le fasi dei progetti infrastrutturali, dalla progettazione alla realizzazione, riducendo la dipendenza da fornitori esterni e migliorando l'efficienza dei processi operativi.

Attraverso l'operazione, si avrà la possibilità di internalizzare competenze tecniche cruciali per la progettazione e gestione ingegneristica dei progetti, che consentiranno a Reway di ottimizzare i costi a medio-lungo termine e accelerare i tempi di esecuzione. Questa mossa è particolarmente rilevante in un mercato caratterizzato da una crescente domanda di soluzioni "chiavi in mano" e dalla necessità di gestire progetti complessi in tempi ridotti. Vega apporta al Gruppo capacità che consentono di offrire servizi più completi ai clienti, rispondendo meglio alle esigenze del mercato e rafforzando il posizionamento competitivo. L'operazione è strutturata in due fasi:

- la prima, riguardante il 60,0% del capitale, prevede il pagamento di € 3,60 mln, di cui € 1,80 mln in cassa e il restante attraverso un aumento di capitale riservato ai soci venditori, da deliberare entro il 30/11/2024;
- la seconda, relativa al restante 40,0%, avverrà mediante l'esercizio di un'opzione Put&Call, per un controvalore da determinare rispetto all' EBITDA medio degli esercizi 2024, 2025, 2026.

Al 31 dicembre 2023, Vega ha registrato ricavi pari a circa € 2,70 mln, con EBITDA di € 1,30 mln (EBITDA margin del 48,0% ca.) e una NFP cash positive di € 1,00 mln circa. Considerando un Enterprise Value di circa € 6,00 mln, si ottengono quindi multipli impliciti di circa 2,2x (EV/Sales) e 4,6x (EV/EBITDA).

## FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
<b>VoP</b>			
New	209,5	235,0	255,5
Old	207,8	231,0	251,0
Change	0,8%	1,7%	1,8%
<b>EBITDA</b>			
New	41,5	49,1	55,2
Old	42,5	48,5	54,0
Change	-2,4%	1,2%	2,2%
<b>EBITDA %</b>			
New	20,0%	21,1%	21,8%
Old	20,5%	21,1%	21,6%
Change	-0,5%	0,0%	0,2%
<b>EBIT</b>			
New	29,0	36,1	41,7
Old	29,5	35,0	40,5
Change	-1,7%	3,1%	3,0%
<b>Net Income</b>			
New	17,0	21,9	26,0
Old	16,5	20,0	25,0
Change	3,0%	9,5%	4,0%
<b>NFP</b>			
New	58,6	42,7	18,2
Old	66,8	46,3	22,8
Change	n/a	n/a	n/a

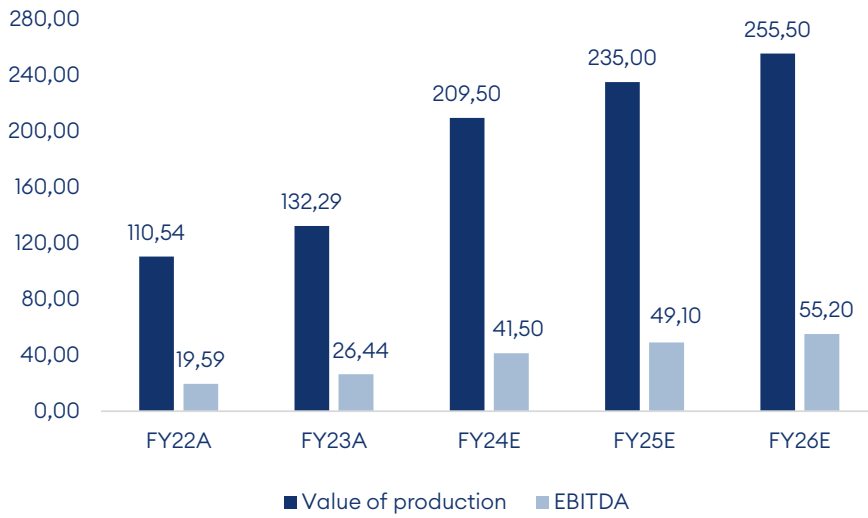
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale e all'acquisizione di Vega Srl, aggiorniamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 209,50 mln ed un EBITDA pari a € 41,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 255,50 mln (CAGR 23A-26E: 24,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 55,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,8%), in crescita rispetto a € 26,44 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,5%).

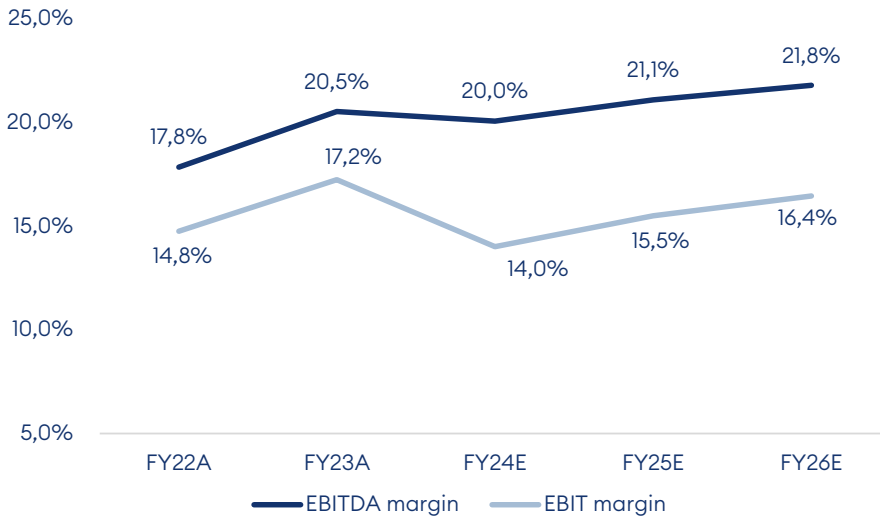


CHART 2 – VOP AND EBITDA FY22A - FY26E (€/MLN)



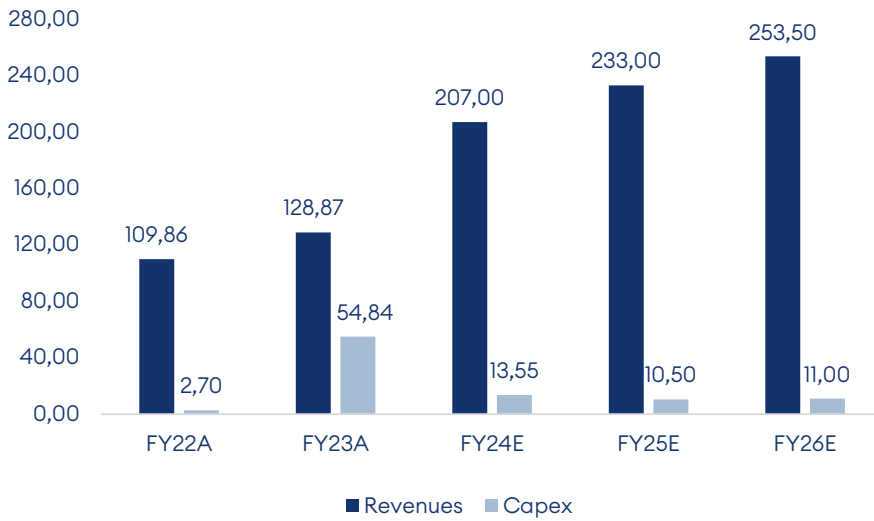
Source: Integrae SIM

CHART 3 – MARGIN FY22A - FY26E



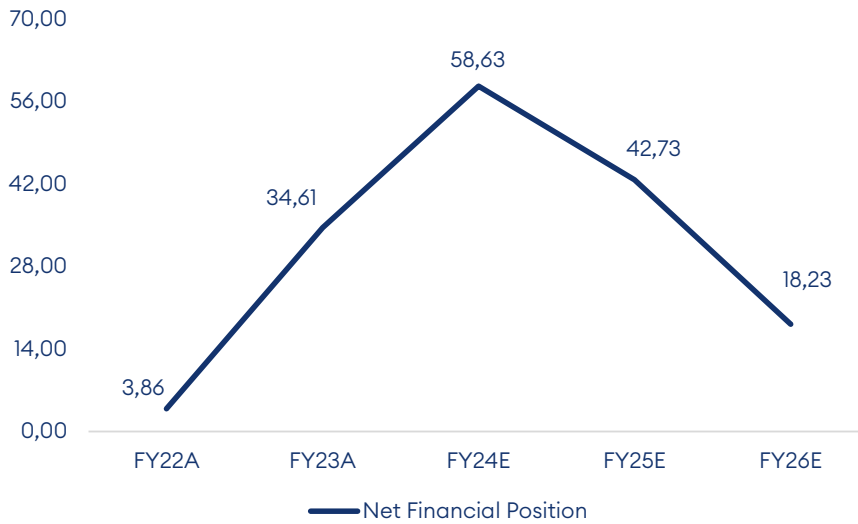
Source: Integrae SIM

CHART 4 - CAPEX FY22A - FY26E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 5 - NFP FY22A - FY26E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

# Valuation

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

## DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				9,1%
D/E 81,8%	Risk Free Rate 2,7%	$\beta$ Adjusted 1,2	$\alpha$ (specific risk) 2,5%	
$K_d$ 5,0%	Market Premium 6,8%	$\beta$ Relevered 1,2	$K_e$ 13,6%	

Source: Integrae SIM

Considerando un rischio specifico pari a 2,5%, risulta un WACC di 9,1%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO Actualized	116,7	28,4%
TV Actualized DCF	294,0	71,6%
<b>Enterprise Value</b>	<b>410,7</b>	<b>100,0%</b>
NFP (FY24E)	58,6	
<b>Equity Value</b>	<b>352,0</b>	

Source: Integrae SIM

Prendendo come riferimento le nostre assumption, risulta un **equity value di € 352,0 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
	3,0%	580,2	517,7	466,8	424,4	388,7	358,3	332,0
	2,5%	528,9	476,6	433,2	396,6	365,4	338,5	315,1
	2,0%	486,8	442,3	404,8	372,8	345,2	321,2	300,1
	1,5%	451,6	413,1	380,3	352,0	327,4	305,9	286,8
	1,0%	421,8	388,1	359,1	333,9	311,8	292,2	274,9
	0,5%	396,1	366,4	340,5	317,8	297,8	280,0	264,2
	0,0%	373,8	347,3	324,1	303,5	285,3	269,0	254,4

Source: Integrae SIM

## Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Reway Group, 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:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Reway Group	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Bilfinger SE	5,3x	4,8x	4,4x	7,1x	6,5x	5,8x	11,6x	9,9x	8,8x
AF Gruppen ASA	8,1x	7,0x	6,5x	11,8x	10,1x	9,2x	16,8x	14,0x	12,7x
Peab AB	10,1x	9,6x	8,8x	18,6x	15,8x	13,9x	14,8x	13,2x	11,5x
Construction Partners Inc	18,5x	15,9x	14,0x	34,4x	28,8x	24,4x	50,1x	39,6x	30,9x
Salcef Group SpA	8,6x	7,5x	6,2x	12,9x	11,5x	10,1x	18,2x	15,3x	10,9x
<b>Peer median</b>	<b>9,0x</b>	<b>7,6x</b>	<b>6,5x</b>	<b>14,6x</b>	<b>11,6x</b>	<b>11,5x</b>	<b>18,2x</b>	<b>14,0x</b>	<b>11,5x</b>

Source: Infincials

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	356,90	368,25	357,82
EV/EBIT	374,10	415,15	421,17
P/E	285,60	305,61	299,06
<b>Enterprise Value post 10,0% discount</b>			
EV/EBITDA	321,21	331,43	322,04
EV/EBIT	336,69	373,64	379,05
P/E	257,04	275,05	269,16
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	262,58	288,70	303,81
EV/EBIT	278,06	330,91	360,82
P/E	257,04	275,05	269,16
<b>Average</b>	<b>265,89</b>	<b>298,22</b>	<b>311,26</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Reway Group, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, e considerando uno sconto del 10,0%, risulta essere pari a circa **€ 291,8 mln.**

# Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	321,92
Equity Value DCF (€/mln)	352,05
Equity Value multiples (€/mln)	291,79
<b>Target Price (€)</b>	<b>8,30</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 321,9 mln. Il **target price** è quindi di € 8,30. **Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 9 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	14,4x	9,2x	7,8x	6,9x
EV/EBIT	17,1x	13,1x	10,5x	9,1x
P/E	22,1x	18,9x	14,7x	12,4x

Source: Integrae SIM

TABLE 10 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	11,1x	7,1x	6,0x	5,3x
EV/EBIT	13,2x	10,1x	8,1x	7,0x
P/E	16,1x	13,8x	10,7x	9,0x

Source: Integrae SIM

# Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

## 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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessandro Elia Stringa and Alessia Di Florio are the current financial analysts.

## 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 March 29th 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 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
26/10/2023	3,84	Buy	7,15	Medium	Update
23/11/2023	4,12	Buy	7,15	Medium	Breaking News
15/02/2024	4,78	Buy	7,15	Medium	Breaking News
12/03/2024	5,00	Buy	7,15	Medium	Breaking News
15/04/2024	5,26	Buy	8,30	Medium	Update
17/05/2024	5,16	Buy	8,30	Medium	Breaking News
06/06/2024	5,24	Buy	8,30	Medium	Breaking News
06/08/2024	5,20	Buy	8,30	Medium	Breaking News
09/09/2024	5,78	Buy	8,30	Medium	Breaking News
11/09/2024	5,92	Buy	8,30	Medium	Breaking News
16/09/2024	5,90	Buy	8,30	Medium	Breaking News

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. 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. 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. Integræe SIM SpA has formalized 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](http://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, Integræe SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræe SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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 Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10.0%	Upside $\geq$ 15.0%
HOLD	-5.0% $<$ Upside $<$ 7.5%	-5.0% $<$ Upside $<$ 10%	0% $<$ Upside $<$ 15.0%
SELL	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	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, EV/EBIT 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) Integræe 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 Integræe SIM states that:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Reway Group SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Reway Group SpA;
- In the IPO phase, Integræe SIM played the role of global coordinator.