

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 28.03.2025, h. 18:30
Pubblicazione | 31.03.2025, h. 07:00

Intred

Euronext Growth Milan | TLC | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

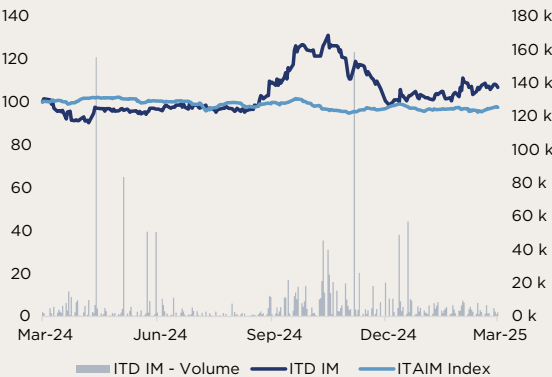
€ 20,00

prev. € 21,50

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	3,8x	3,6x	3,2x	3,0x
EV/EBITDA	8,7x	8,0x	6,7x	6,0x
EV/EBIT	17,9x	17,1x	12,6x	10,6x
P/E	25,7x	23,2x	16,7x	13,6x
NFP/EBITDA	0,9x	1,4x	1,4x	0,8x

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	55,89	58,50	65,50	70,50
EBITDA	24,04	26,30	31,25	35,25
EBIT	11,76	12,30	16,75	19,85
Net Income	6,89	7,65	10,60	13,05
Net Financial Position	32,86	36,57	25,14	11,53
EBITDA margin	43,0%	45,0%	47,7%	50,0%
EBIT margin	21,0%	21,0%	25,6%	28,2%
Net income margin	12,3%	13,1%	16,2%	18,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 11,15
Target price	€ 20,00
Upside/(Downside) potential	79,4%
Ticker - Bloomberg Code	ITD IM
Market Cap (€/mln)	€ 177,39
EV (€/mln)	€ 210,25
Free Float (% on ordinary shares)	30,20%
Shares Outstanding	15.909.400
52-week high	€ 13,65
52-week low	€ 9,02
Average Daily Volumes (3 months)	6.100

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,6%	7,7%	-0,9%	8,3%
to FTSE Italia Growth	-3,4%	7,1%	1,5%	10,8%
to Euronext STAR Milan	1,4%	9,6%	4,1%	16,1%
to FTSE All-Share	-3,7%	-6,0%	-13,0%	-3,6%
to EUROSTOXX	0,0%	-1,1%	-6,1%	3,3%
to MSCI World Index	-0,2%	10,1%	-1,3%	0,8%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROA	7,5%	7,4%	9,8%	11,2%
ROIC	7,4%	7,5%	10,6%	13,5%
ROE	11,5%	11,6%	14,2%	15,3%
Current Ratio	0,3x	0,3x	0,3x	0,5x

Source: FactSet

FY24A Results

Nel 2024 Intred ha registrato solidi risultati, con un valore della produzione pari a € 55,89 mln, in crescita del 10,6% rispetto all'anno precedente, trainato principalmente dai servizi in Banda Ultra Larga e dai canoni ricorrenti. L'EBITDA ha raggiunto il massimo storico a € 24,04 mln (+6,7%), con una marginalità del 43,0%. L'EBIT si è attestato a € 11,76 mln, mentre l'utile netto è sceso a € 6,89 mln, a causa di maggiori ammortamenti e oneri finanziari legati agli investimenti. La NFP passa da un valore di debito di € 20,91 mln a un valore di debito pari a € 32,86 mln. La rete proprietaria ha superato i 13.500 km (+14,6%) grazie a investimenti per € 32,2 mln, contribuendo all'incremento degli utenti e al rafforzamento infrastrutturale.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 58,50 mln ed un EBITDA pari a € 26,30 mln, corrispondente ad una marginalità dell'45,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 70,50 mln (CAGR 24A-27E: 8,0%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 35,25 mln (corrispondente ad una marginalità del 50,0%), in crescita rispetto a € 24,04 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 43,0%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP pari a € 11,53 mln. 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 all'1,0%) restituisce un equity value pari a € 392,5 mln. L'equity value di Intred utilizzando i market multiples risulta essere pari € 244,0 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 318,3 mln. Il target price è di € 20,00, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	50,07	55,24	58,00	65,00	70,00
Other revenues	0,45	0,65	0,50	0,50	0,50
Value of Production	50,52	55,89	58,50	65,50	70,50
COGS	1,83	1,99	2,00	2,20	2,40
Services	8,04	9,70	10,00	10,95	11,60
Use of asset owned by others	9,17	10,47	9,70	9,50	9,00
Employees	8,10	8,89	9,70	10,80	11,45
Other operating costs	0,85	0,80	0,80	0,80	0,80
EBITDA	22,53	24,04	26,30	31,25	35,25
<i>EBITDA Margin</i>	<i>44,6%</i>	<i>43,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>47,7%</i>	<i>50,0%</i>
D&A	9,86	12,27	14,00	14,50	15,40
EBIT	12,67	11,76	12,30	16,75	19,85
<i>EBIT Margin</i>	<i>25,1%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>25,6%</i>	<i>28,2%</i>
Financial management	(1,15)	(1,62)	(1,70)	(2,00)	(1,70)
EBT	11,51	10,14	10,60	14,75	18,15
Taxes	3,32	3,25	2,95	4,15	5,10
Net Income	8,19	6,89	7,65	10,60	13,05

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	109,46	133,11	145,60	144,60	141,90
Account receivable	12,03	9,46	9,90	11,05	11,80
Inventories	0,93	0,46	0,20	0,00	0,00
Account payable	21,04	18,52	18,30	19,20	19,50
Operating Working Capital	(8,07)	(8,60)	(8,20)	(8,15)	(7,70)
Other receivable	2,79	3,13	3,30	3,70	4,00
Other payable	26,39	32,74	36,00	38,00	39,00
Net Working Capital	(31,68)	(38,21)	(40,90)	(42,45)	(42,70)
Severance & other provisions	1,87	2,31	2,35	2,40	2,45
NET INVESTED CAPITAL	75,90	92,58	102,35	99,75	96,75
Share capital	10,02	10,04	10,04	10,04	10,04
Reserves	36,78	42,79	48,09	53,98	62,13
Net Income	8,19	6,89	7,65	10,60	13,05
Equity	55,00	59,72	65,78	74,61	85,22
Cash & cash equivalents	7,86	10,28	6,43	10,86	19,47
Short term financial debt	7,55	21,17	21,00	16,00	13,00
M/L term financial debt	21,22	21,97	22,00	20,00	18,00
Net Financial Position	20,91	32,86	36,57	25,14	11,53
SOURCES	75,90	92,58	102,35	99,75	96,75

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	11,76	12,30	16,75	19,85
Taxes	3,25	2,95	4,15	5,10
NOPAT	8,51	9,35	12,60	14,75
D&A	12,27	14,00	14,50	15,40
Change in NWC	6,53	2,69	1,55	0,25
<i>Change in receivable</i>	2,57	(0,44)	(1,15)	(0,75)
<i>Change in inventories</i>	0,47	0,26	0,20	0,00
<i>Change in payable</i>	(2,52)	(0,22)	0,90	0,30
<i>Change in others</i>	6,00	3,09	1,60	0,70
Change in provisions	0,44	0,04	0,05	0,05
OPERATING CASH FLOW	27,75	26,08	28,70	30,45
Capex	(35,92)	(26,49)	(13,50)	(12,70)
FREE CASH FLOW	(8,17)	(0,42)	15,20	17,75
Financial Management	(1,62)	(1,70)	(2,00)	(1,70)
Change in Financial debt	14,37	(0,14)	(7,00)	(5,00)
Change in equity	(2,16)	(1,59)	(1,77)	(2,45)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	2,42	(3,85)	4,43	8,60

Source: Intred Historical Data and Integrae SIM estimates

Company Overview

Intred, società italiana operante nel settore delle telecomunicazioni, fornitore attraverso una rete proprietaria di servizi dati e voce, nasce nel 1996 per volontà di tre soci che hanno deciso di tradurre in impresa un'intuizione innovativa, accompagnandola con la propria competenza e professionalità.

Oggi Intred è una realtà affermata, che sviluppa vantaggio competitivo e promuove nuova crescita per i propri clienti offrendo soluzioni all'avanguardia e ritagliate su esigenze effettive. Basata a Brescia, l'azienda propone a clienti business, retail e P.A. un ampio plafond di servizi ad elevato valore tecnologico. Grazie alla disponibilità di una rete in fibra ottica di oltre 13.500 chilometri diffusa sul territorio lombardo Intred è in grado di fornire connettività, telefonia fissa, servizi cloud e servizi accessori correlati.

L'acquisizione della società bergamasca Qcom SpA e della recente Connecting Italia Srl, nonché l'aggiudicazione dei Bandi Scuole Infratel Lombardia consentono di ampliare e sviluppare la rete in maniera ancora più capillare sul territorio.

FY24A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

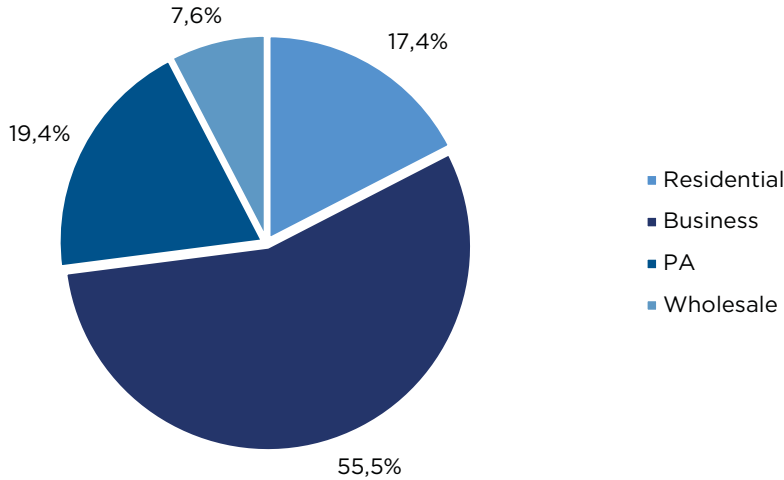
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY24A	55,89	24,04	43,0%	11,76	6,89	32,86
FY24E	57,45	24,85	43,3%	12,85	8,15	28,02
Change	-2,7%	-3,3%	-0,2%	-8,5%	-15,5%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Chiudiamo il 2024 con soddisfazione, registrando una crescita di oltre il 10% e un fatturato che supera i 55 milioni di euro, grazie soprattutto ai servizi in Banda Ultra Larga e ai canoni ricorrenti. L’espansione della nostra rete, che ha raggiunto i 13.500 km, ha rafforzato la nostra presenza in Lombardia, garantendo connessioni sempre più capillari. Il 2024 è stato un anno cruciale per il nostro posizionamento sul mercato, con una crescita organica e operazioni strategiche come l’acquisizione di Connecting Italia e l’acquisto dell’area per il nostro futuro Data Center a Brescia. Questo progetto è una tappa fondamentale del nostro Piano Strategico 2024-2027, e ci consentirà di ampliare la nostra offerta, rafforzando la nostra posizione nel settore delle telecomunicazioni. Abbiamo inoltre investito nella comunicazione, aumentando la visibilità del nostro brand e rafforzando la nostra immagine di azienda leader nella connettività di qualità. La scelta di Andrea Pirlo come testimonial e il lancio del format “Connessi al domani” sono solo alcune delle iniziative che ci hanno permesso di trasmettere il nostro impegno verso un futuro sempre più connesso. Guardiamo al 2025 con grande entusiasmo, pronti ad affrontare le sfide e le opportunità che ci attendono. La nostra strategia continuerà a focalizzarsi su investimenti infrastrutturali mirati, sull’evoluzione del progetto Data Center e sul consolidamento della nostra presenza sul mercato. In questo contesto, la recente fusione per incorporazione di Connecting Italia in Intred ci permette di integrare ulteriormente le nostre risorse e competenze, con l’obiettivo di esplorare anche nuove opportunità di espansione attraverso linee esterne”.*

Il Valore della Produzione si attesta a € 55,89 mln, rispetto a un valore pari a € 50,52 mln registrato a fine 2023 e a € 57,45 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita rispetto al 2023 è stata sostenuta principalmente dalle vendite di connessione in Banda Ultra Larga, pari a € 33,90 mln, aumentate del 11,5% rispetto allo stesso periodo del precedente esercizio. Nello specifico, la crescita più consistente si è registrata sui servizi a canoni ricorrenti, core business del Gruppo (circa 88,5% del fatturato), i quali, con un aumento del 13,1%, si attestano pari a € 48,90 mln nel FY24A. I ricavi da prodotti e servizi cosiddetti *“una tantum”*, invece, sono pari a circa € 6,40 mln. Il Valore della Produzione ha beneficiato anche dell’acquisizione di Connecting Italia la quale, per l’esercizio appena concluso, ha contribuito per un ammontare pari a circa € 2,76 mln.

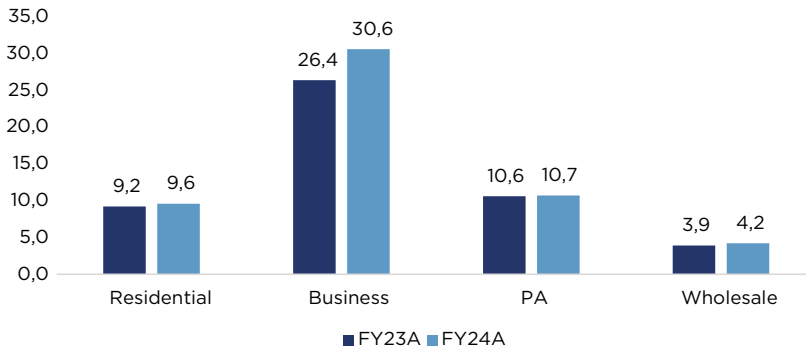
CHART 1 - REVENUES BREAKDOWN BY TYPE OF COSTUMER FY24A



Source: Integrae SIM

I ricavi nel FY24A presentano la seguente scomposizione per tipologia di cliente: 17,4% mercato residenziale, 55,5% mercato professionale, 19,4% PA e 7,6% Wholesale.

CHART 2 - REVENUES BREAKDOWN BY TYPE OF COSTUMER FY23A VS FY24A



Source: Integrae SIM

In termini di tipologia di cliente, la crescita maggiore deriva dalle vendite nel settore professionale, registrando un aumento del 15,9% rispetto al FY23A, attestandosi a € 30,60 mln. Crescono anche i settori residenziale, PA e Wholesale, attestandosi rispettivamente a € 9,60 mln (+4,3%), € 10,70 mln (+0,9%) e Wholesale (+7,7%).

L'EBITDA, pari a € 24,04 mln, registra un incremento pari al 6,7% rispetto ai € 22,53 mln dell'esercizio precedente e risulta in linea rispetto alle nostre precedenti stime

pari a € 24,85 mln. L'EBITDA Margin, pari al 43,0%, risulta inferiore rispetto al FY23A (44,6%), solo per effetto del consolidamento della società Connecting Italia, la quale nel corso del 2024 ha registrato un EBITDA Margin pari al 14,9%, all'interno del perimetro del Gruppo. A conferma di questo, la marginalità della sola Intred nel FY24A è stata pari al 44,5%, in linea col precedente esercizio.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 12,27 mln, si attesta a € 11,76 mln (€ 12,67 mln nel 2023), rispetto alle nostre stime pari a € 12,85 mln. L'EBIT Margin risulta pari al 21,0%, rispetto ad un dato al FY23A del 25,1% e nostre stime pari al 22,4%. Tale contrazione è principalmente riconducibile all'incremento degli ammortamenti, determinato dagli importanti investimenti realizzati nel corso dell'anno in infrastrutture e tecnologie. Questi investimenti, finalizzati al potenziamento della rete proprietaria e allo sviluppo di nuovi progetti strategici, come il futuro Data Center, rappresentano un elemento chiave per sostenere la crescita a lungo termine e migliorare l'efficienza operativa dell'azienda.

Il Net Income si attesta a € 6,89 mln (€ 8,19 mln nel 2023), in diminuzione rispetto a nostre stime pari a € 8,19 mln. Oltre all'incremento degli ammortamenti legato ai consistenti investimenti infrastrutturali, il risultato è stato influenzato anche dall'aumento degli oneri finanziari, dovuto al maggiore indebitamento contratto per finanziare i progetti di sviluppo, in particolare quelli connessi all'espansione della rete proprietaria e al Bando Scuole. Questi elementi hanno determinato una compressione della redditività netta nel breve termine, pur rimanendo coerenti con la strategia di crescita sostenibile delineata nel Piano Strategico 2024-2027.

La NFP passa da un valore di debito di € 20,91 mln a un valore di debito pari a € 32,86 mln. Tale variazione è principalmente ascrivibile agli ingenti investimenti finalizzati al Bando Scuole, come è evidente dal valore dei debiti verso banche, pari a € 43,14 mln circa nel 2024.

Nel corso del FY24A, gli investimenti sono pari a circa € 32,20 mln, riconducibili principalmente allo sviluppo della rete di *backhauling* e all'espansione della rete di accesso FTTH sul territorio. Di conseguenza, continua la crescita del numero di utenti con linee dati, che al 31 dicembre 2024 superano le 52.500 unità, con una crescita dell'8,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Riguardo agli investimenti dedicati alla rete, la parte preponderante (81,0%) è riconducibile ad investimenti in immobilizzazioni materiali e la parte residuale è riconducibile ad investimenti in immobilizzazioni immateriali, tra cui diritti d'uso pluriennali per fibra ottica spenta e/o cavidotti, in modalità IRU. Infine, a livello di infrastruttura, nel 2024 la rete in fibra ottica di proprietà è passata dai 11.700 km del 31 dicembre 2023 a oltre 13.500 km a fine anno, con una crescita del 14,6%.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
VoP			
New	58,50	65,50	70,50
Old	62,45	67,45	71,45
Change	-6,3%	-2,9%	-1,3%
EBITDA			
New	26,30	31,25	35,25
Old	28,40	32,10	35,70
Change	-7,4%	-2,6%	-1,3%
EBITDA %			
New	45,0%	47,7%	50,0%
Old	45,5%	47,6%	50,0%
Change	-0,5%	0,1%	0,0%
EBIT			
New	12,30	16,75	19,85
Old	14,90	17,90	20,20
Change	-17,4%	-6,4%	-1,7%
Net Income			
New	7,65	10,60	13,05
Old	9,50	11,45	13,30
Change	-19,5%	-7,4%	-1,9%
NFP			
New	36,57	25,14	11,53
Old	32,30	23,90	10,02
Change	n/a	n/a	n/a

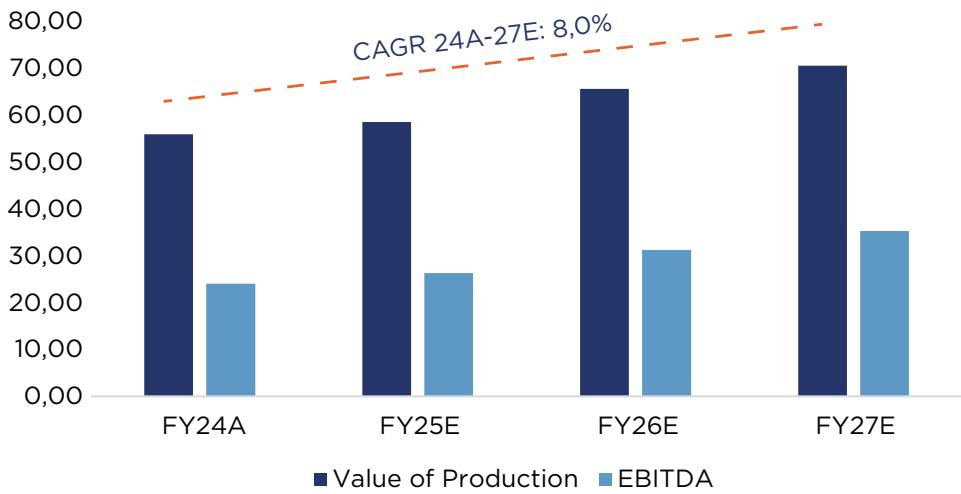
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 58,50 mln ed un EBITDA pari a € 26,30 mln, corrispondente ad una marginalità dell'45,0%. La lieve revisione al ribasso del valore della produzione per il FY25E riflette un naturale riequilibrio dopo il contributo di attività non ricorrenti che avevano sostenuto la crescita del FY24A. Allo stesso tempo, il decremento dell'EBIT è il risultato di maggiori ammortamenti frutto degli investimenti realizzati nel 2024, mirati a rafforzare la crescita futura e consolidare il posizionamento della Società nel settore. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 70,50 mln (CAGR 24A-27E: 8,0%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 35,25 mln (corrispondente ad una marginalità del 50,0%), in crescita rispetto a € 24,04 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 43,0%).

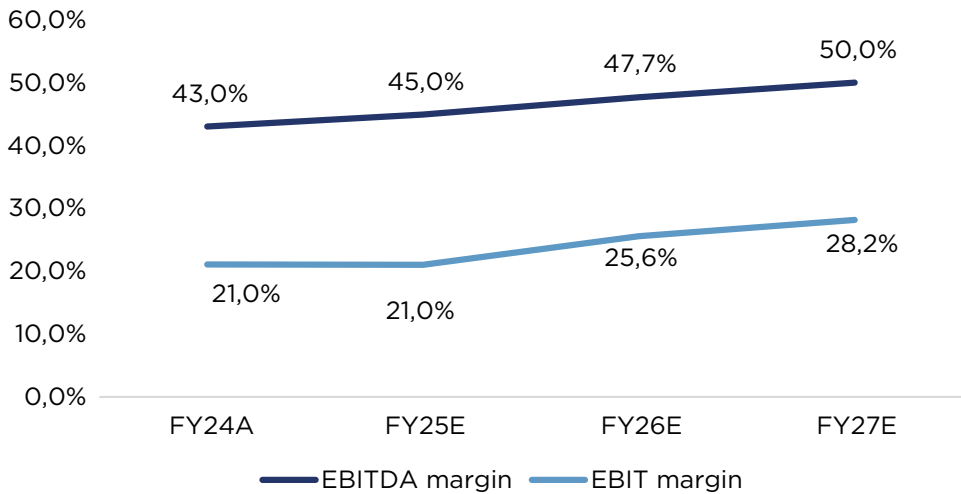
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP pari a € 11,53 mln.

CHART 3 - VOP AND EBITDA FY24A - FY27E



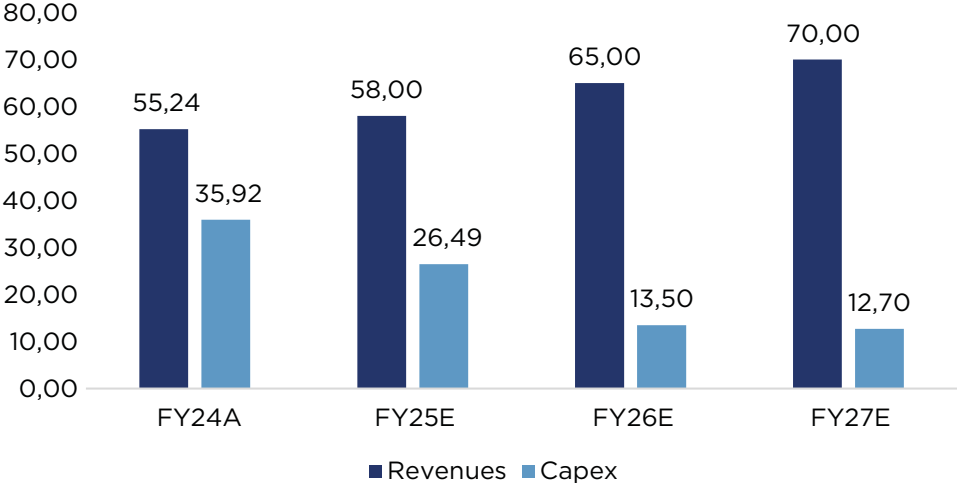
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN % FY24A- FY27E



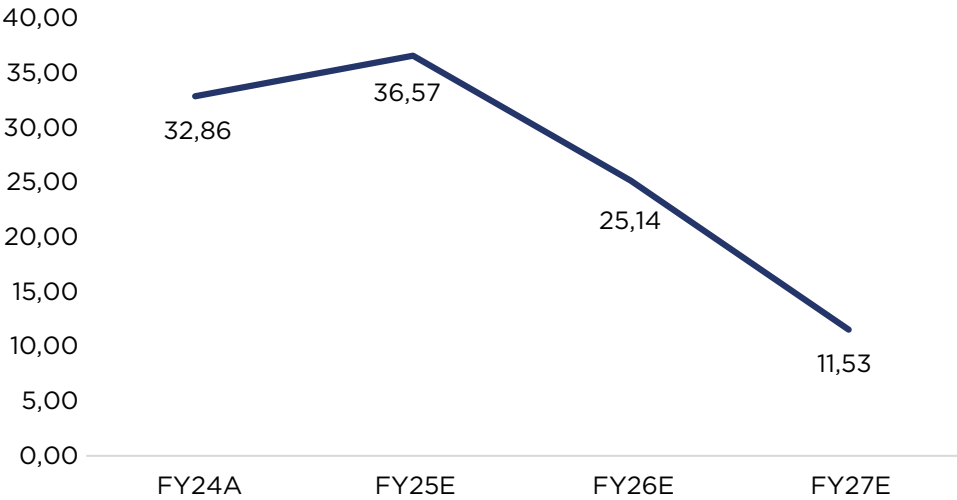
Source: Integrae SIM

CHART 5 - CAPEX FY24A - FY27E



Source: Integrae SIM

CHART 6 - NFP FY24A - FY27E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 - WACC

WACC			6,50%
D/E 53,85%	Risk Free Rate 2,67%	β Adjusted 0,7	α (specific risk) 1,00%
Kd 3,00%	Market premium 7,26%	β Relevered 0,6	Ke 8,84%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,50%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFE actualized	64,2	15%
TV actualized DCF	361,1	85%
Enterprise Value	425,3	100%
NFP (FY24A)	32,9	
Equity Value	392,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 392,5 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)		5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
	3,0%	998,1	787,7	647,3	547,1	471,9	413,5	366,7
	2,5%	805,6	662,1	559,6	482,7	422,9	375,1	336,0
	2,0%	677,3	572,4	493,7	432,6	383,7	343,7	310,4
	1,5%	585,5	505,1	442,5	392,5	351,6	317,5	288,7
	1,0%	516,7	452,7	401,5	359,7	324,8	295,3	270,1
	0,5%	463,2	410,8	368,0	332,3	302,2	276,3	254,0
	0,0%	420,3	376,5	340,0	309,2	282,8	259,9	239,9

Source: Integrae SIM

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:

TABLE 7 - MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Cogent Communications Holdings	15,9 x	13,0 x	10,5 x	n/a	752,0x	53,6 x	n/a	n/a	n/a
Macquarie Technology Group Ltd	14,9 x	14,1 x	12,6 x	29,2 x	26,9 x	23,1 x	48,7 x	51,5 x	48,3 x
WIIT SpA	9,2 x	8,4 x	7,9 x	18,0 x	15,3 x	13,5 x	21,1 x	16,8 x	15,0 x
Elisa Oyj Class A	10,7 x	10,4 x	10,1 x	16,6 x	15,9 x	15,2 x	18,3 x	17,3 x	16,5 x
Chorus Limited	11,5 x	11,1 x	10,6 x	34,4 x	26,3 x	21,8 x	265,2x	50,4 x	32,0 x
Median	11,5 x	11,1 x	10,5 x	23,6 x	26,3 x	21,8 x	34,9 x	33,9 x	24,3 x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value			
EV/EBITDA	302,61	346,25	368,46
EV/EBIT	289,99	440,20	433,45
P/E	266,82	359,01	316,96
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	226,96	259,69	276,34
EV/EBIT	217,49	330,15	325,09
P/E	200,12	269,26	237,72
Equity Value			
EV/EBITDA	190,39	234,55	264,81
EV/EBIT	180,92	305,01	313,55
P/E	200,12	269,26	237,72
Average	190,48	269,61	272,03

Source: Integrae SIM

L'equity value di Intred è stato calcolato utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 244,0 mln.**

Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	318,3
Equity Value DCF (€/mln)	392,5
Equity Value Multiples (€/mln)	244,0
Target Price (€)	20,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 318,3 mln.

Il target price è quindi di € 20,00 (prev. € 21,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	14,6x	13,4x	11,2x	10,0x
EV/EBIT	29,8x	28,5x	21,0x	17,7x
P/E	46,2x	41,6x	30,0x	24,4x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	8,7x	8,0x	6,7x	6,0x
EV/EBIT	17,9x	17,1x	12,6x	10,6x
P/E	25,7x	23,2x	16,7x	13,6x

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 and Alessia Di Florio are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian, 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
10/05/2024	9,86	Buy	20,50	Medium	Breaking News
02/08/2024	10,05	Buy	20,50	Medium	Breaking News
19/09/2024	10,60	Buy	20,50	Medium	Breaking News
01/10/2024	11,20	Buy	21,50	Medium	Update
13/02/2025	10,50	Buy	21,50	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. 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 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 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 Upside Potential (increase in value or return that he 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%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	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) 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:

- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Intred SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.