

INTRED	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Tlc</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 5,01 (prev. € 3,93)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	7,38%	15,49%	15,33%	N/A
to FTSE AIM Italia	11,22%	25,86%	28,71%	N/A
to FTSE STAR Italia	6,73%	19,21%	19,54%	N/A
to FTSE All-Share	7,25%	15,37%	15,28%	N/A
to EUROSTOXX	8,35%	16,48%	19,67%	N/A
to MSCI World Index	5,96%	15,54%	19,91%	N/A

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data

Price	€ 3,80
Target price	€ 5,01
Upside/(Downside) potential	31,8%
Bloomberg Code	ITD IMEQUITY
Market Cap (€m)	60,23
EV (€m)	53,63
Free Float	21,40%
Share Outstanding	15.850.500
52-week high	€ 4,11
52-week low	€ 2,63
Average daily volumes (3m)	8.700

FY18A Results

I risultati del FY18 sono stati molto positivi. Intred ha fatto registrare una crescita YoY delle Sales di circa il 19.5%, dell'1.7% superiore alle nostre stime, passando da circa €14.4 mln a €17.2 mln. Il valore della produzione si assesta a circa €17.9 mln, con una crescita di oltre il 21% YoY. L'incremento dei ricavi continua ad essere trainato dalle vendite di connessioni veloci in banda ultralarga (cresciute del 65% YoY). L'EBITDA FY18A è stato pari a €6.8 mln, superiore a quello dello scorso anno del 19.5% e superiore del 9.8% rispetto alle nostre stime.

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	17,2	20,5	24,5	29,2
EBITDA	6,8	8,2	10,2	12,4
EBIT	4,2	5,2	6,8	8,7
Net Profit	3,2	3,7	4,9	6,2
EPS (€)	0,20	0,24	0,31	0,39
EBITDA margin	39,6%	39,8%	41,6%	42,3%
EBIT margin	24,4%	25,1%	27,7%	29,6%

Estimates update

Stimiamo CAGR 18-22E di circa 19.4% con Sales che passano da €17.2 mln del FY18A a circa €35.0 mln nel FY22E. Stimiamo che anche nel FY19E l'incremento dei ricavi sarà trascinato dalle vendite dei servizi in banda ultra-larga e da EIR. Stimiamo che gli investimenti continueranno ad essere concentrati nello sviluppo della rete proprietaria soprattutto nella rete di accesso FTTC e FTTH.

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	7,9	6,6	5,3	4,3
EV/EBIT (x)	12,8	10,4	7,9	6,2
P/E (x)	18,8	16,1	12,2	9,7

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range 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 2.5%) restituisce un equity value pari a €77.9 mln. L'equity value di Intred utilizzando i market multiples risulta essere pari €81.0 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 79.5 mln. Il target price è quindi di € 5.01 (prev. €3.93). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	14,40	17,20	20,50	24,50	29,20	35,00
Other Revenues	0,38	0,68	0,30	0,35	0,45	0,55
Value of Production	14,78	17,88	20,80	24,85	29,65	35,55
COGS	0,31	0,12	0,15	0,17	0,20	0,25
Use of assets owned by others	3,70	4,66	5,20	5,80	6,70	8,00
Services	2,25	3,36	3,80	4,50	5,40	6,50
Employees	2,33	2,59	3,10	3,70	4,40	5,25
Other Operating Expenses	0,49	0,35	0,40	0,50	0,60	0,70
EBITDA	5,70	6,81	8,15	10,18	12,35	14,85
<i>EBITDA Margin</i>	<i>38,6%</i>	<i>38,1%</i>	<i>39,2%</i>	<i>41,0%</i>	<i>41,7%</i>	<i>41,8%</i>
D&A	2,17	2,62	3,00	3,40	3,70	4,10
EBIT	3,53	4,19	5,15	6,78	8,65	10,75
<i>EBIT Margin</i>	<i>23,9%</i>	<i>23,4%</i>	<i>24,8%</i>	<i>27,3%</i>	<i>29,2%</i>	<i>30,2%</i>
Financial Management	(0,05)	(0,03)	(0,02)	(0,02)	(0,01)	(0,01)
EBT	3,47	4,16	5,13	6,77	8,64	10,74
Taxes	0,93	0,95	1,40	1,85	2,40	3,00
Net Income	2,54	3,21	3,73	4,92	6,24	7,74
BALANCE SHEET (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Assets	18,21	21,96	25,50	28,60	31,40	33,80
Account receivable	3,58	3,10	3,70	4,40	5,20	6,30
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	4,49	5,06	5,50	6,30	7,40	8,90
Operating Working Capital	(0,9)	(2,0)	(1,8)	(1,9)	(2,2)	(2,6)
Other receivable	1,62	1,36	1,60	1,90	2,25	2,70
Other payable	4,92	4,72	5,30	6,10	7,15	8,55
Net Working Capital	(4,2)	(5,3)	(5,5)	(6,1)	(7,1)	(8,5)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,50	0,57	0,70	0,80	0,95	1,15
NET INVESTED CAPITAL	13,52	16,06	19,30	21,70	23,35	24,20
Share Capital	3,81	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Reserves	3,09	9,44	12,33	15,70	20,13	25,75
Net Income	2,54	3,21	3,73	4,92	6,24	7,74
Equity	9,44	22,65	26,06	30,61	36,37	43,49
Cash & Cash Equivalent	1,09	9,65	8,56	10,11	13,77	19,79
Short Term Debt to Bank	1,91	1,25	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Debt to Bank	3,26	1,81	1,80	1,20	0,75	0,50
Net Financial Position	4,08	(6,6)	(6,8)	(8,9)	(13,0)	(19,3)
SOURCES	13,52	16,06	19,30	21,70	23,35	24,20
CASH FLOW (€/mIn)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	4,19	5,15	6,78	8,65	10,75	
Taxes	0,95	1,40	1,85	2,40	3,00	
NOPAT	3,24	3,75	4,93	6,25	7,75	
D&A	2,62	3,00	3,40	3,70	4,10	
Change in receivable	0,49	(0,60)	(0,70)	(0,80)	(1,10)	
Change in payable	0,58	0,44	0,80	1,10	1,50	
Change in others	0,07	0,34	0,50	0,70	0,95	
<i>Change in NWC</i>	<i>1,13</i>	<i>0,17</i>	<i>0,60</i>	<i>1,00</i>	<i>1,35</i>	
Change in provisions	0,07	0,13	0,10	0,15	0,20	
OPERATING CASH FLOW	7,06	7,05	9,03	11,10	13,40	
Capex	(6,36)	(6,54)	(6,50)	(6,50)	(6,50)	
FREE CASH FLOW	0,70	0,51	2,53	4,60	6,90	
Financial Management	(0,03)	(0,02)	(0,02)	(0,01)	(0,01)	
Change in Debt to Bank	(2,10)	(1,26)	(0,60)	(0,45)	(0,25)	
Change in Equity	10,00	(0,32)	(0,37)	(0,49)	(0,62)	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	8,56	(1,09)	1,55	3,65	6,02	

Source: Intred and Integrae SIM estimates

1.1 FY18A results

Table 2 – FY18 – Actual vs Forecast

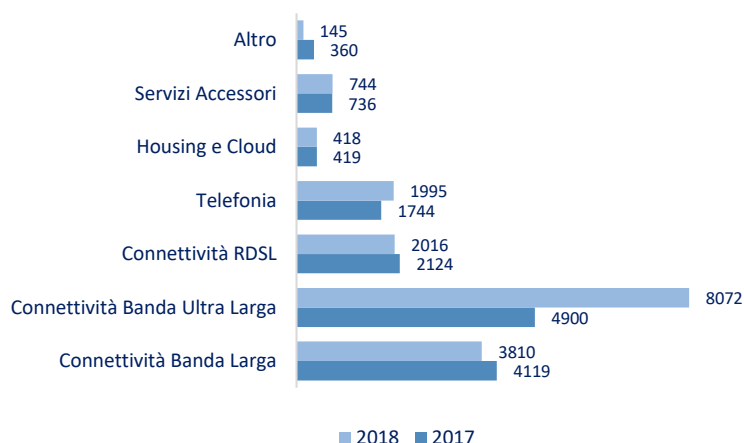
FY2018 (€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
Actual	17,2	6,8	38,1%	4,2	3,2	(6,6)
Forecast	16,9	6,2	35,0%	3,2	2,3	(3,9)
Change	1,7%	9,8%	8,7%	31,0%	41,5%	68,9%

Source: Intred

I risultati del FY18 sono stati molto positivi. Intred ha fatto registrare una crescita YoY delle Sales di circa il 19.5%, dell'1.7% superiore alle nostre stime, passando da circa €14.4 mln a €17.2 mln.

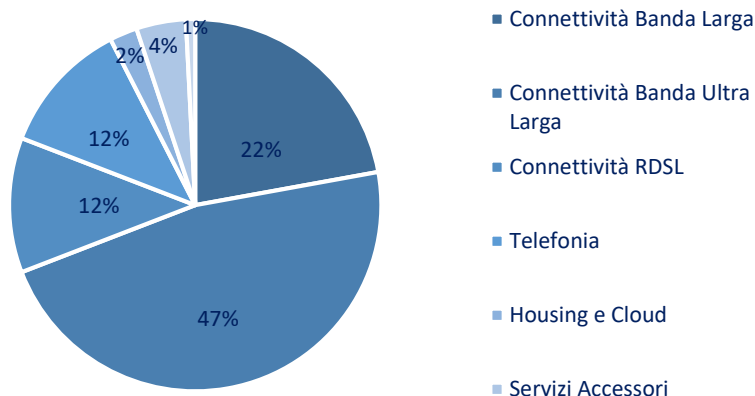
Il valore della produzione si assesta a circa €17.9 mln, con una crescita di oltre il 21% YoY. L'incremento dei ricavi continua ad essere trainato dalle vendite di connessioni veloci in banda ultralarga (cresciute del 65% YoY).

Chart 1 – Sales Breakdown per Service FY18A vs FY17A



Source: Intred

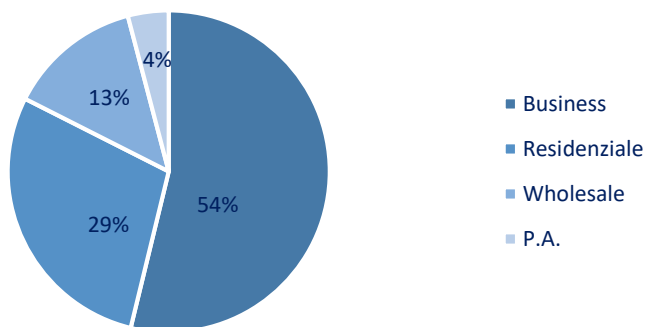
Chart 2 – Sales Breakdown per Service FY18A



Source: Intred

La ripartizione del fatturato per tipo di cliente si mantiene sostanzialmente stabile rispetto ai periodi precedenti e in particolare: il mercato Wholesale (+31% YoY), il marchio EIR (+25% YoY), la PA (+29% YoY) e Business (+14% YoY).

Chart 3 – Sales Breakdown FY18A per Client Type



Source: Intred

Nel FY18A gli utenti con linee dati sono aumentati sensibilmente, passando dai 21.937 del FY17A ai 26.268 del FY18, con una crescita YoY pari al 20.3%, in accelerazione nell’ultimo trimestre dell’anno.

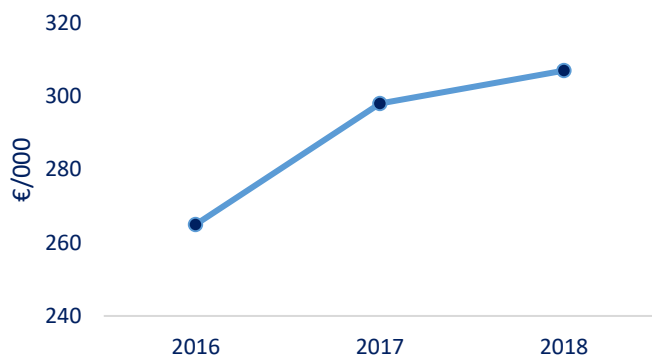
Il “churn rate” sul fatturato è pari al 3.5%, sostanzialmente allineato al dato del FY17.

Il 95.4% dei ricavi deriva da canoni ricorrenti, che garantiscono all’azienda continuità e visibilità sulle previsioni future.

L’EBITDA FY18A è stato pari a €6.8 mln, superiore a quello dello scorso anno del 19.5% e superiore del 9.8% rispetto alle nostre stime. L’EBITDA Adjusted, al netto quindi del credito di imposta pari a €416 K e dei costi relativi alla quotazione su AIM Italia pari a circa €888 K, sarebbe stato di €7.3 mln (EBITDA margin 41.7%).

Procede il miglioramento dell’indicatore di efficienza del personale dato dal ratio Sales/FTE come evidenziato dal grafico seguente.

Chart 4 – Sales/FTE ratio



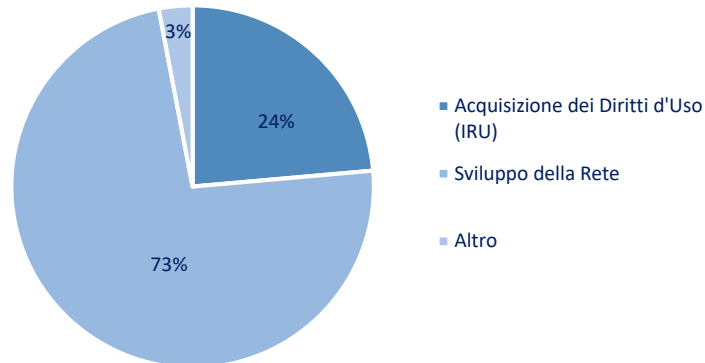
Source: Intred

Gli investimenti del FY18A sono stati pari a circa €6.4 mln, concentrati principalmente sullo sviluppo della rete di accesso in fibra ottica nella modalità FTTH e FTTC, prevalentemente nel territorio delle province di Brescia, Bergamo e Mantova. A fine anno, la Società dispone di una rete composta da 1.950 km di fibra ottica in crescita del 30% rispetto ai 1.700 km del FY17A.

La parte preponderante delle Capex è costituita da immobilizzazioni materiali (73.4% del totale) relativi allo sviluppo della rete (opere civili, cavi in fibra, armadi di strada e tombini, ecc.) e il rimanente (23.6% del totale) è relativa alle immobilizzazioni immateriali, costituita principalmente da acquisizioni di diritti d’uso, in modalità IRU (Indefeasible Right of Use) della durata di 15 anni, per fibra ottica spenta e/o caviddotti. Tali diritti sono stati acquisiti prevalentemente da Telecom e Infratel Italia.

Con tali investimenti è stato possibile realizzare, a costi contenuti e in tempi relativamente rapidi, infrastrutture di rete con una sensibile riduzione delle opere civili e delle conseguenti tempistiche legate ai permessi degli enti competenti.

Chart 5 – FY18A Capex



Source: Intred

La NFP migliora sensibilmente rispetto alle nostre stime (FY18A pari a cassa per €6.6 mln mentre il nostro forecast era cassa per €3.9 mln). A quasi parità rispetto alle Capex previste (FY18A pari a €6.4 mln mentre il nostro forecast era di €6.9 mln) e, avendo battuto le nostre attese in termini di EBITDA del 9.8%, questo risultato evidenzia l'importante capacità reddituale della società e l'ottima gestione del capitale circolante.

1.2 New estimates FY19E – FY22E

Table 3 – Estimates Updates FY19E-21E

€/mln	FY2019E	FY2020E	FY2021E
Sales			
New	20,5	24,5	29,2
Old	20,0	24,0	28,0
Change	2,5%	2,1%	4,3%
EBITDA			
New	8,2	10,2	12,4
Old	8,1	9,9	11,6
Change	0,6%	2,8%	6,5%
EBITDA %			
New	39,2%	41,0%	41,7%
Old	39,9%	40,7%	41,0%
Change	-1,8%	0,6%	1,6%
EBIT			
New	5,2	6,8	8,7
Old	4,8	6,2	7,5
Change	7,3%	9,4%	15,3%
Net Income			
New	3,7	4,9	6,2
Old	3,3	4,2	5,2
Change	13,0%	17,0%	20,0%
NFP			
New	(6,8)	(8,9)	(13,0)
Old	(3,9)	(4,5)	(7,4)
Change	73,3%	98,0%	75,9%

Source: Integrae SIM

Stimiamo CAGR 18-22E di circa 19.4% con Sales che passano da €17.2 mln del FY18A a circa €35.0 mln nel FY22E. Stimiamo che anche nel FY19E l'incremento dei ricavi sarà trascinato dalle vendite dei servizi in banda ultra-larga e dal segmento residenziale EIR, continuando anche nel processo di trasferimento di utenti da connessione in banda larga a connessioni in fibra ottica con maggiore soddisfazione per la clientela e con crescente profittabilità per l'azienda. Prevediamo invece un calo delle vendite per le connessioni a banda larga basate sul cavo in rame.

Nelle nostre stime abbiamo incorporato anche:

- **Accordo Intred-Telecom Italia** (6 novembre 2018) per l'acquisizione del diritto d'uso (IRU), per 15 anni, di circa 500 km di fibra ottica spenta. Tale operazione, del controvalore complessivo di €3 mln, consentirà ad Intred di sviluppare la propria rete in 90 comuni Lombardi con importanti ricadute sulle vendite di connettività in fibra ottica nelle provincie di Milano, Monza e Brianza, Lecco e Bergamo.
- **Accordo Intred-Open Fiber** (19 febbraio 2019) per l'utilizzo della rete in fibra ottica spenta GPON. L'operazione, con un investimento complessivo pari a circa €3 mln in 5 anni, consentirà ad Intred di incrementare le vendite di connessioni FTTH su un potenziale di 70.000 unità immobiliari della città di Brescia, aumentando sensibilmente le vendite nelle aree urbane delle più importanti città della Lombardia.

Stimiamo che gli investimenti continueranno ad essere concentrati nello sviluppo della rete proprietaria soprattutto nella rete di accesso FTTC e FTTH concentrandosi nelle più importanti provincie della regione Lombardia.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		9,89%
Risk Free Rate	2,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,60
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,60
Ke	9,89% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 9.89%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		77,9
FCFO actualized	11,0	15%
TV actualized DCF	60,3	85%
Enterprise Value	71,4	100%
NFP (FY18A)	(6,6)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €77.9 mln.**

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
2,5%		112,4	103,8	96,5	90,1	84,6	79,7	75,3
2,0%		105,0	97,6	91,1	85,5	80,6	76,2	72,2
1,5%		98,7	92,2	86,5	81,5	77,0	73,0	69,5
1,0%		93,3	87,5	82,4	77,9	73,9	70,2	66,9
0,5%		88,5	83,3	78,8	74,7	71,0	67,7	64,7
0,0%		84,3	79,7	75,5	71,8	68,4	65,4	62,6
-0,5%		80,6	76,4	72,6	69,2	66,1	63,3	60,7

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

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

Table 7 – Peers main ratios

FY18A	Intred S.p.A.		TalkTalk Telecom Group		Cincinnati Bell Inc.		Manx Telecom PLC		Atlantic Tele- Network Inc		Euskatel SA		Retelit* S.p.A.		Peer Median	
	Italy		UK		USA		UK		USA		Spain		Italy			
Country	Italy		UK		USA		UK		USA		Spain		Italy			
Mkt Cap (€/mln)	60,23		1.270		483		249		914		1.440		243		699	
EV(€/mln)	53,63		2.383		2.237		361		838		2.958		232		1.538	
Growth YoY																
Net Sales	19,45%		-4,21%		29,32%		3,80%		-6,23%		10,73%		-0,80%		1,5%	
Ebitda	19,46%		-44,94%		34,98%		1,18%		3,16%		12,77%		85,82%		8,0%	
Ebit	18,86%		N/A		50,36%		2,25%		10,33%		12,72%		463,24%		12,7%	
Net Income	26,29%		N/A		N/A		0,54%		-37,07%		26,60%		297,03%		13,6%	
Profitability																
ROE	14,17%		-44,89%		N/A		14,14%		2,86%		6,48%		6,84%		6,5%	
ROI	26,09%		-2,17%		2,90%		8,86%		3,87%		3,88%		7,50%		3,9%	
ROIC	16,30%		-0,74%		4,74%		8,86%		6,19%		5,05%		7,40%		5,6%	
ROCE	16,30%		-44,89%		N/A		14,14%		2,86%		6,48%		8,07%		6,5%	
ROA	11,62%		-5,09%		-2,84%		6,21%		1,71%		2,17%		4,56%		1,9%	
EBITDA %	38,07%		7,96%		24,33%		28,63%		32,52%		46,80%		43,91%		30,6%	
EBIT %	23,44%		-0,41%		6,04%		16,77%		13,52%		19,25%		20,38%		15,1%	
Net Income %	17,95%		-4,63%		-5,06%		14,73%		4,39%		9,31%		18,96%		6,9%	
Dividend Yield	0,01%		2,26%		N/A		5,54%		1,19%		4,22%		1,35%		2,3%	
EPS	0,20		-0,08		-1,73		0,10		1,24		0,35		0,07		0,09	
Capital Structure																
Debt/Asset	0,54 x		0,52 x		0,71 x		0,35 x		0,08 x		0,56 x		0,12 x		0,44 x	
Debt/Equity	0,86 x		3,76 x		-25,73 x		0,82 x		0,11 x		1,67 x		0,22 x		0,52 x	
Interest Coverage	-132,68 x		-0,19 x		0,63 x		4,91 x		7,65 x		2,66 x		25,91 x		3,78 x	
NFP/EBITDA	-0,97 x		5,55 x		5,71 x		2,70 x		-0,69 x		4,81 x		-1,27 x		3,75 x	
Equity/Asset	0,63 x		0,14 x		-0,03 x		0,43 x		0,74 x		0,34 x		0,53 x		0,38 x	
Asset Utilization																
Quick Ratio	0,68 x		0,31 x		0,66 x		0,16 x		1,64 x		0,44 x		1,47 x		0,55 x	
Fixed Asset Turnover	1,28 x		7,25 x		0,93 x		1,37 x		0,71 x		0,53 x		0,46 x		0,82 x	
Asset Turnover	2,10 x		1,10 x		0,56 x		0,42 x		0,39 x		0,23 x		0,24 x		0,41 x	
Working Capital Turnover	-0,29 x		N/A		17,68 x		N/A		8,72 x		N/A		N/A		13,20 x	
Capital Employed Turnover	0,93 x		0,06 x		1,27 x		0,82 x		N/A		1,58 x		2,51 x		1,27 x	

*Dati FY17A

Source: Bloomberg

Table 8 – Peer stock performance

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
TalkTalk Telecom Group PLC	2%	8%	-3%	-7%	-3%
Cincinnati Bell Inc.	-2%	0%	24%	-37%	24%
Manx Telecom Plc	0%	18%	40%	20%	40%
Atlantic Tele-Network Inc.	4%	4%	-20%	-19%	-20%
Euskaltel SA	-2%	2%	17%	22%	17%
Retelit S.p.A.	-0,9%	0,7%	8,6%	1,6%	8,6%
Median	-0,2%	2,7%	12,9%	-2,6%	12,9%
INTRED	-2,6%	7,4%	15,5%	15,3%	9,9%

Source: Bloomberg

Table 9 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
TalkTalk Telecom Group PLC	7,7	7,4	6,6	16,2	14,0	11,3
Cincinnati Bell Inc.	6,3	6,3	6,3	23,4	21,8	20,3
Manx Telecom Plc	9,3	9,2	9,4	14,4	14,3	13,5
Atlantic Tele-Network Inc.	11,5	9,2	N/A	102	35,3	N/A
Euskaltel SA	8,3	8,1	7,9	19,0	18,0	16,8
Retelit S.p.A.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Peer median	8,3	8,1	7,2	19,0	18,0	15,2

Source: Infiniti

Table 10 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	67,4	82,6	89,4
EV/EBIT	98,0	121,7	131,3
Equity Value			
EV/EBITDA	74,2	91,5	102,4
EV/EBIT	104,8	130,6	144,3
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	55,6	68,6	76,8
EV/EBIT	78,6	98,0	108,2
Average	67,1	83,3	92,5

Source: Integrae SIM

L'equity value di Intred utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa €108.0 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che il titolo Intred ha rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di €81.0 mln.**

2.3 Equity Value

Table 11 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	79,5
Equity Value DCF (€/mln)	77,9
Equity Value multiples (€/mln)	81,0
Target Price (€)	5,01

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 79.5 mln. Il target price è quindi di € 5.01 (prev. €3.93). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 12 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	8,9x	7,2x	5,9x
EV/EBIT	14,1x	10,7x	8,4x

Source: Integrae SIM

Table 13 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	6,6x	5,3x	4,3x
EV/EBIT	10,4x	7,9x	6,2x

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 operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE 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 Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a 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
01/10/2018	3.15	Buy	3.93	Medium	Initiation of coverage

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 e/o 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.